

# Internasjonal økonomi

Det er fortsatt høy vekst i verdensøkonomien. Veksten er særlig sterk i Kina og India, men også i en del andre asiatiske land, Latin-Amerika og Øst-Europa er veksten høy. Amerikansk økonomi er imidlertid inne i en nedgangskonjunktur. Nedgangen kom først til syne i det amerikanske boligmarkedet, men det er nå klare tegn til en avdemping også i husholdningenes forbruk. Framover venter vi derfor at veksten vil dempes også internasjonalt.

Internasjonale finansmarkeder har i sommer vært preget av uro knyttet til det amerikanske boligmarkedet, se temaboks. De realøkonomiske konsekvensene av dette er høyst usikre. Situasjonen ser ut til å ha stabilisert seg noe den siste tiden, både i aksje- og kredittmarkeder. I pengemarkedet har tillitsbrist og brått fall i likviditeten ført til høyere renter i de korteste segmentene, til tross for at sentralbanker har tilført ekstra likviditet på begge sider av Atlanteren. Forventede renter ett år fram i tid har falt med 0,5 og 0,75 prosentpoeng i henholdsvis euroområdet og USA siden midten av juli. Pengemarkedet priset tidlig i september inn at renta vil flate ut på dagens nivå rundt 4,25 prosent i euroområdet og et rentekutt på 0,75 prosentpoeng det nærmeste året i USA, til om lag 4,5 prosent.

## Avmatningen fortsetter i amerikansk økonomi

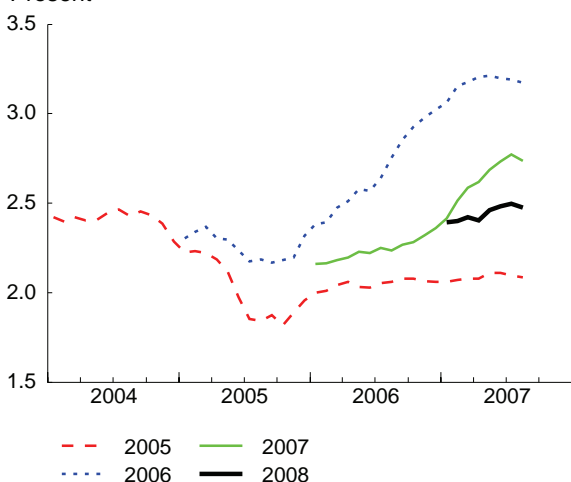
Etter fire kvartaler med BNP-vekst godt under trenden på rundt tre prosent, vokste den amerikanske økonomien med 4 prosent årlig rate i 2. kvartal i år. Det var markert sterkere enn det vi har sett det foregående året. Den relativt høye veksten skyldtes en bedring i nettoeksporten samt vekst i offentlig konsum og i investeringer i næringsbygg og infrastruktur. Boliginves-

teringene falt markert for femte kvartal på rad, og har siden begynnelsen av 2006 falt med 19 prosent. Mest slående er den markerte nedgangen i husholdningenes konsumvekst til 1,4 prosent, mot et gjennomsnitt i overkant av tre prosent på 2000-tallet. Det kan bære bud om at nedgangen i boligmarkedet er i ferd med å smitte over på husholdningskonsumet. Den underliggende veksten i amerikansk økonomi synes fortsatt svak. Fra 2. kvartal i fjor til 2. kvartal i år økte BNP med 1,9 prosent.

Etter at den amerikanske økonomien gikk inn i en nedgangskonjunktur og IT-boblen sprakk i 2000, og utløste et dramatisk fall i aksjemarkedene verden over, svarte den amerikanske sentralbanken med svært lave renter i flere år. Det bidro til at boligmarkedet fortsatte ekspansjonen gjennom lavkonjunkturen tidlig på 2000-tallet, i motsetning til et mer typisk konjunkturforløp, der boligmarkedet reagerer tidlig i et konjunkturomslag. Aksjeboblen ble dermed erstattet av en boligprisboble. Denne boblen har nå sprukket, og utløst uro i internasjonale finansmarkeder så vel som i amerikanske husholdninger. Omsetningen av både nye og brukte boliger har falt markert. Antall usolgte boliger er på sitt høyeste nivå siden oktober 1991 og boligprisene faller.

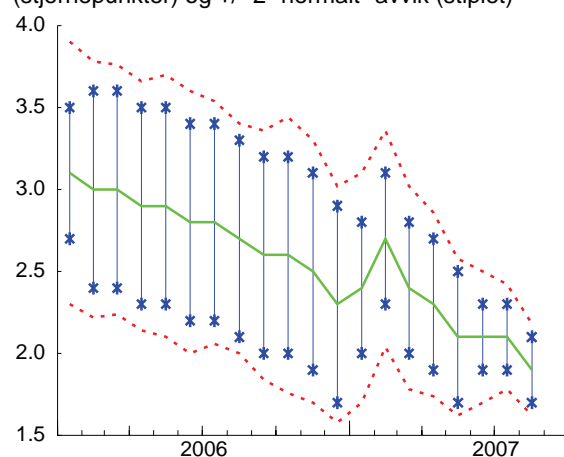
Også husholdningenes konsum holdt seg godt oppe gjennom lavkonjunkturen på begynnelsen av 2000-tallet. Refinansiering av boliglån til stadig lavere rentesatser og lånefinansiert konsum basert på stadig høyere verdi på panteobjektet – boligen – bidro til dette. Etter en markert renteoppgang fra sommeren 2004 til sommeren 2006 og nå fallende boligpriser, er begge disse finansieringskildene tørket inn. Det er dessuten blitt vanskeligere å få boliglån etter finans-

**BNP-vekstanslag for Norges handelspartnere for årene 2005 - 2008 gitt på ulike tidspunkter**  
Prosent



Kilde: Consensus Forecasts.

**BNP-vekstanslag for USA for 2007 på ulike tidsp.**  
Gjennomsnittsanslag (linje) med +/- 2 standardavvik (stjernepunkter) og +/- 2 "normalt" avvik (stiplet)



Kilde: Consensus Forecasts.

uroen. Først og fremst gjelder det lån til husholdninger som ikke kan stille god sikkerhet, såkalte sub prime-lån. Her er krav til kredittverdighet og sikkerhet skjerpet, og renta har økt.

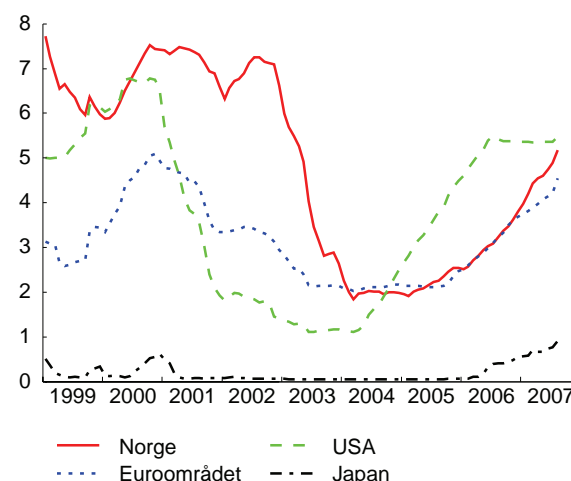
Fall i oljeprisene høsten 2006 bidro til å holde husholdningenes konsumvekst oppe til tross for nedturen i boligmarkedet og høyere renter. Kraftig stigning i olje- og bensinprisene i 2007 har i sin tur bidratt til en svakere utvikling i konsumet. Den siste tidens børsfall bidrar i samme retning. Dersom husholdningene nå går over til å nedbetale gjeld vil det bidra til lav konsumvekst framover, særlig ettersom arbeidsmarkedet nå begynner å vise svakhetstegn. Sysselsettingsveksten viser en nedadgående trend, mens ledighetsraten har krøpet oppover med 0,2 prosentpoeng siden bunnen i mars og er nå 4,6 prosent.

Konsumprisveksten tok seg opp noe etter at oljeprisene økte kraftig fra årsskiftet, mens kjerneinflasjonen har vist en avtakende tendens i den samme perioden. På bakgrunn av avmatningen i amerikansk økonomi, med nedkjølingen av boligmarkedet, svakhetstegn i arbeidsmarkedet og husholdningenes konsum samt få tegn til inflasjonspress og urolighetene i finansmarkedene, ligger det an til rentenedgang i løpet av høsten. Pengemarkedet priset i begynnelsen av september inn rentekutt på til sammen 0,75 prosentpoeng det nærmeste året, med en forventet pengemarkedsrente rundt 4,5 prosent neste høst.

Det er fortsatt store overskudd i næringslivet, selv om veksten er avtakende. Det er likevel en avtakende tendens i næringslivets investeringsvekst, til tross for at den tok seg opp i 2. kvartal.

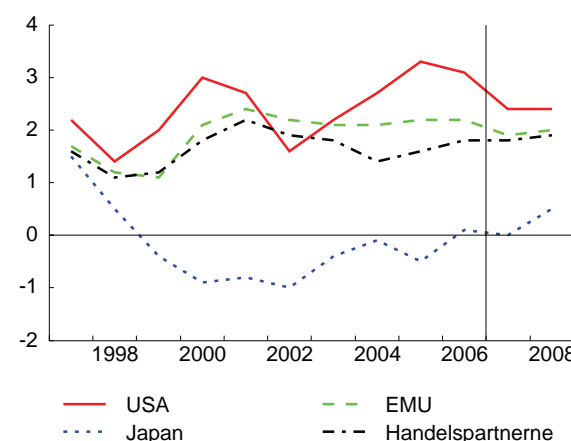
Den amerikanske dollaren har fortsatt å svekkes. Handelsvektet er verdien redusert med en tredel siden 2000, og nær halvert i forhold til på 1980-tallet. Svekkelsen er drevet av det økende underskuddet på han-

**Internasjonale renter**  
3-måneders pengemarkedsrente



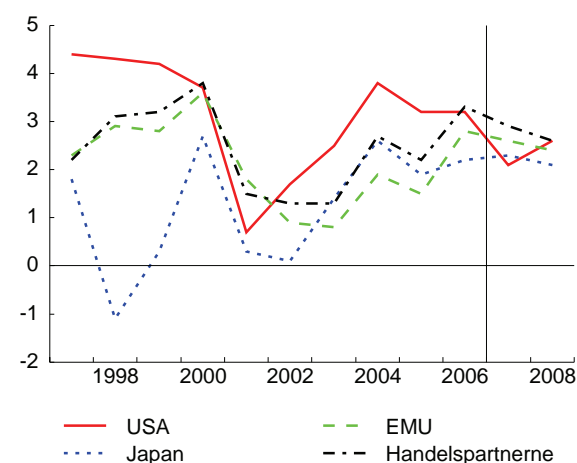
Kilde: Norges Bank.

**Konsumprisvekst for USA, Japan, euroområdet og Norges handelspartnere**



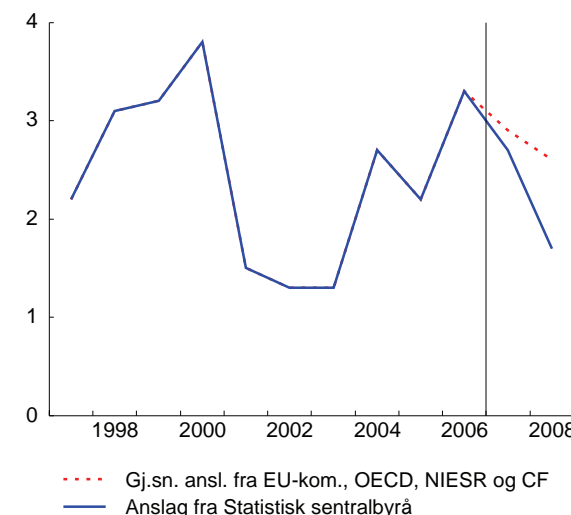
Kilder: Gj.sn. av anslag fra EU-kommisjonen, OECD, NIESR og Consensus Forecasts. Prisanslagene fra NIESR gjelder konsumdeflatoren.

**BNP-vekst for USA, Japan, euroområdet og Norges handelspartnere**



Kilder: Gj.sn. av anslag fra EU-kommisjonen, OECD, NIESR og Consensus Forecasts.

**BNP-vekst for Norges handelspartnere**



Gj.sn. ansl. fra EU-kom., OECD, NIESR og CF  
Anslag fra Statistisk sentralbyrå

## Makroøkonomiske anslag ifølge ulike kilder. Årlig endring i prosent

	BNP-vekst								Prisvekst							
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>USA</b>																
NIESR	0,8	1,6	2,5	3,9	3,2	3,3	2,1	2,6	2,1	1,4	2,0	2,6	2,9	2,7	2,5	2,7
ConsF	0,8	1,6	2,5	3,6	3,1	2,9	1,9	2,6	2,8	1,6	2,3	2,7	3,4	3,2	2,8	2,4
EU-kom	0,8	1,6	2,5	3,9	3,2	3,3	2,2	2,7	2,8	1,6	2,3	2,7	3,4	3,2	2,3	1,9
OECD	0,8	1,6	2,5	3,9	3,2	3,3	2,1	2,5	2,8	1,6	2,3	2,7	3,4	3,2	2,6	2,6
<b>Japan</b>																
NIESR	0,2	0,1	1,5	2,7	1,9	2,2	2,3	2,2	-1,0	-1,4	-0,9	-0,7	-0,8	-0,3	-0,1	0,6
ConsF	0,2	0,1	1,5	2,7	1,9	2,2	2,4	2,1	-0,7	-0,9	-0,2	0,0	-0,3	0,2	0,0	0,4
EU-kom	0,4	0,3	1,4	2,7	1,9	2,2	2,3	2,1	-0,6	-0,9	-0,3	0,0	-0,3	0,2	0,0	0,4
OECD	0,2	0,3	1,4	2,7	1,9	2,2	2,4	2,1	-0,8	-0,9	-0,2	0,0	-0,6	0,2	-0,3	0,3
<b>EMU</b>																
NIESR	1,8	1,0	0,8	1,8	1,6	2,9	2,8	2,5	2,5	2,0	2,2	2,0	2,0	2,1	1,9	2,1
ConsF	1,8	0,9	0,8	1,8	1,6	2,9	2,7	2,3	2,4	2,3	2,1	2,1	2,2	2,2	2,0	2,0
EU-kom	1,9	0,9	0,8	2,0	1,4	2,7	2,6	2,5	2,4	2,3	2,1	2,1	2,2	2,2	1,9	1,9
OECD	1,9	0,9	0,8	1,8	1,5	2,8	2,7	2,3	2,4	2,3	2,1	2,2	2,2	2,2	1,8	2,0
<b>Handelspartnere</b>																
NIESR	1,5	1,3	1,4	2,6	2,2	3,3	2,9	2,7	2,3	1,8	1,9	1,4	1,5	1,7	1,8	1,9
ConsF	1,4	1,3	1,4	2,7	2,2	3,3	2,8	2,5	2,2	1,9	1,7	1,3	1,6	1,9	2,0	1,9
EU-kom	1,4	1,2	1,3	2,8	2,1	3,2	2,8	2,6	2,2	1,8	1,8	1,4	1,7	1,9	1,7	1,8
OECD	1,6	1,3	1,3	2,6	2,2	3,4	3,0	2,6	2,2	1,9	1,7	1,4	1,6	1,9	1,7	1,9
SSB	1,5	1,3	1,3	2,7	2,1	3,3	2,7	1,7								

Kilde: NIESR fra mai, Consensus Forecasts fra mai, EU-kommisjonen fra april og OECD fra mai 2007. Alle prisanslagene fra NIESR gjelder konsumdeflatoren.

delsbalansen. Den svake dollaren har sammen med lav lønnsvekst gitt en bedring av konkurransevnen i amerikanske eksportnæringer samtidig som internasjonal etterspørsel har vært høy. Sammen med avmatningen i innenlandsk etterspørsel bidrar den svake dollaren til å dempe importveksten, og underskuddet på handelsbalansen har avtatt noe.

Renteoppgang, svakt boligmarked og tiltakende arbeidsledighet rammer husholdningenes forbruk, som bremses kraftig opp i 2. kvartal. På kort sikt legger vi til grunn at veksten i amerikansk økonomi vil avta ytterligere. Aktivitetsveksten ventes imidlertid å ta seg gradvis opp allerede gjennom 2008, men ikke mer enn at konjunkturedgangen varer ved til sommeren 2009, i tråd med en normal sykkelengde. Deretter går økonomien inn i en ny oppgangskonjunktur.

### Europa følger etter

I euroområdet tok den økonomiske veksten seg kraftig opp i 2006, etter fire år med svak utvikling. Eksporten har vært den viktigste drivkraften i oppsvinget, men også investeringene har tatt seg opp, særlig i Tyskland. Arbeidsmarkedet har bedret seg, og ledigheten har falt med nær 2 prosentpoeng de siste to årene, til 6,9 prosent. I 2. kvartal i år kom det imidlertid en markert avmatning i euroøkonomien. Veksten avtok til 1,4 prosent årlig rate, mot 3,2 prosent som gjennomsnitt for de foregående fem kvartalene.

Både Frankrike og Italia har hatt en svakere utvikling enn Tyskland det siste året, men alle de tre største eurolandene hadde lav vekst i 2. kvartal. I Tyskland

var utviklingen i husholdningssektoren og i bygge- og anleggsbransjen særlig svak. Det har sammenheng med momsøkningen fra nyttår, som førte til at både konsum og investeringer i bygg og anlegg ble framskyndet til slutten av fjoråret, og dermed bidro til den sterke veksten i fjor høst. Momseffekten vil etter hvert uttømmes, noe som isolert sett vil bidra til å trekke veksten opp framover. Den sterke euroen og høye energipriser bidrar også til avmatningen. Euroen har styrket seg handelsvektet med rundt 8 prosent siden begynnelsen av 2006 og 30 prosent siden bunnen i 2000, og har ikke vært sterkere på 10 år. Dette rammer konkurranseutsatte næringer, og importen av varer og tjenester øker. Handelsbalansen er nå negativ, etter overskudd gjennom det meste av 2000-tallet.

Historisk har sykliske vendepunkter i euroøkonomien etterfulgt vendepunktene i den amerikanske økonomien med rundt 2 kvartaler i gjennomsnitt. Det siste oppsvinget har imidlertid sammenfalt med avmatningen i Amerikansk økonomi. Det reiser spørsmålet hvorvidt europeisk økonomi er blitt mer robust i forhold til eksterne sjokk, og mindre avhengig av amerikansk og internasjonal økonomi forøvrig. I så fall er et av målene for den monetære unionen og det indre marked innfridd. På den annen side tilsier økt internasjonal handel og globalisering at den sykliske samvariasjonen har økt. Den inneværende nedgangskonjunkturen i amerikansk økonomi, som har pågått siden våren 2006, var lenge konsentrert til det amerikanske boligmarkedet. I 2. kvartal i år avtok imidlertid veksten i amerikanske husholdningers konsum markert. Vi legger til grunn at nedgangen i boligmarkedet sprer

seg til husholdningenes konsum og resten av økonomien. Selv om underskuddet på den amerikanske driftsbalansen er noe redusert det siste året, er det fortsatt på rundt 6 prosent. Ved å bruke mer enn de produserer står amerikanerne for en betydelig andel av internasjonal etterspørsel. Vi venter derfor at en bredere avmatning i amerikansk økonomi vil merkes også i euroområdet framover.

Med tegn til avmatning i de store eurolandene og usikkerheten i finansmarkedene er det ikke duket for rentehevinger framover. Den europeiske sentralbanken (ESB) har nylig også signalisert at sjansen for rentehevinger den nærmeste tiden er redusert. Det er få tegn til inflasjonspress. Konsumprisveksten har vært under den øvre grensen for ESBs inflasjonsmål på 2 prosent siden september i fjor. Også kjerneinflasjonen, målt ved KPI justert for energivarer, har stabilisert seg rundt 2 prosent siden årsskiftet, etter å ha tiltatt noe gjennom 2006. Utsikter til lavere renter i USA og en allerede sterk euro taler også i mot ytterligere renteøkninger i euroområdet. Vi legger til grunn for våre prognoser at det er slutt på rentehevingene for den gang, om lag som priset inn i pengemarkedet.

### Tiltakende inflasjon i Kina og India

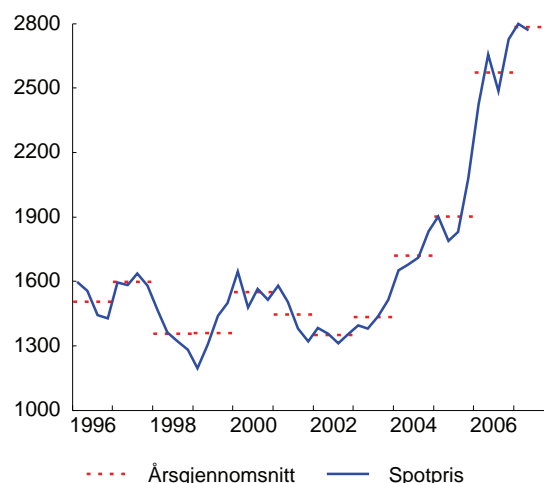
I Kina har den økonomiske veksten tiltatt ytterligere i første halvår i år. I 2. kvartal økte BNP med hele 11,9 prosent på årsbasis. Med en slik veksttakt dobles økonomiens størrelse på bare 6 år. Veksten er særlig drevet av investeringer og eksport. Husholdningenes sparing er høy blant annet på grunn av et lite utviklet sosialt sikkerhetsnett. Inflasjonen har skutt i været det siste året, fra 1,3 prosent for ett år siden til 5,6 prosent i juli år. Det er særlig økende matvarepriser som presser opp inflasjonen. I august økte den kinesiske sentralbanken renta for sjettede gang siden april i fjor, for å holde inflasjonen i sjakk og hindre overoppheting av økonomien. Realrenta er imidlertid fortsatt svært lav, og ytterligere renteøkninger ventes framover.

I India har inflasjonen økt vesentlig de siste årene, og ligger nå på 6-7 prosent. Høyere renter og en tilstrømming av finanspolitikken er ventet framover. Dette vil bidra til å dempe BNP-veksten, som nå er i underkant av 10 prosent årlig. I Japan faller konsumprisene igjen, etter å ha steget for første gang på 9 år i 2006. Den japanske sentralbanken har satt opp renta til 0,5 prosent. Med et markert fall i veksten i 2. kvartal og fallende priser er det ikke grunn til å vente ytterligere renteøkninger med det første.

### Moderat internasjonal nedgang

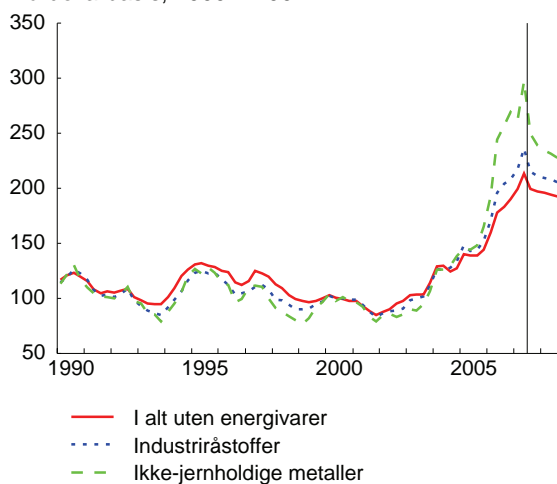
Det er knyttet stor usikkerhet til den internasjonale konjunkturutviklingen framover. I hvilken grad vil nedgangen i det amerikanske boligmarkedet bidra til en avmatning i husholdningenes konsum og resten av økonomien, og vil en bred nedgang i amerikansk økonomi spre seg til resten av verdensøkonomien? Etter-

**Spotprisen på aluminium. 1996-2007**  
Dollar per 100 pund (lbs.)



Kilde: IMF.

**Indekser for råvarepriser på verdensmarkedet. 1990 - 2008**  
På dollarbasis, 2000 = 100



Kilde: AIECE.

som avmatningen hittil i stor grad har vært avgrenset til boligmarkedet, har ringvirkningene internasjonalt vært begrenset. Imidlertid ser vi nå tegn til at nedgangen er i ferd med å bre seg. Investeringsveksten viser en nedadgående trend i flere næringer, og arbeidsmarkedet svekkes.

Historisk har amerikansk økonomi ligget i forkant av konjunkturutviklingen internasjonalt. Euroområdet har i gjennomsnitt fulgt amerikansk økonomi med et etterslep på rundt to kvartaler. I inneværende sykel har bildet hittil vært noe annerledes. Veksten i amerikansk økonomi har ligget under trendvekst siden begynnelsen av 2006, mens euroområdet opplevde vekst godt over trend gjennom 2006 og inn i 2007. Spørsmålet har derfor meldt seg om etterslepet er større denne gangen, eller om forhold som globalisering, europeisk markedsintegrasjon og framveksten av nye

økonomiske stormakter i Asia har bidratt til en internasjonal "frikobling" fra den amerikanske konjunktursykelen.

Vi holder fast på vårt bilde fra forrige konjunkturrapport, og legger til grunn at konjunkturedgangen i amerikansk økonomi fortsetter på bredere basis. Da venter vi at veksten vil avta også i Europa og resten av verdensøkonomien framover. Målt ved SSBs eksport-

markedsindikator for norsk økonomi passerer den internasjonale konjunkturtoppen i andre halvår 2007. Avmatningen ventes å bli moderat i et historisk perspektiv, men likevel mer markert enn det som følger av anslagene fra IMF og Consensus forecasts. Videre forutsetter vi ny oppgang fra slutten av 2009, i tråd med en normal konjunktursykel.

### Utviklingen i oljemarkedet

Spotprisen på Brent Blend steg fra noe over 50 dollar per fat i begynnelsen av januar i år til i underkant av 78 dollar i midten av juli. Siden har oljeprisen falt, og lå i begynnelsen av september rundt 70 dollar. Som gjennomsnitt over årets første åtte måneder har prisen vært noe over 65 dollar fatet, som tilsvarer årsgjennomsnittet i 2006.

Flere forhold bidro til at oljeprisen steg utover året. For det første ble det kaldere vær på den nordlige halvkule utover i første kvartal, noe som førte til økt etterspørsel etter fyringsolje. Dessuten vedtok OPEC å redusere produksjonen med ytterligere 0,5 millioner fat per dag fra og med februar i år etter reduksjonen på 1,2 millioner fat i november 2006. I tillegg har etterspørselen etter bensin som vanlig vært høy i sommerhalvåret, først og fremst på grunn av sommersesongen for bilkjøring i USA som varer fra april til oktober. Prisfallet de siste ukene skyldes først og fremst usikkerhet rundt situasjonen på finansmarkedene i USA og om dette vil føre til internasjonal konjunkturedgang og lavere etterspørsel etter olje i tiden fremover.

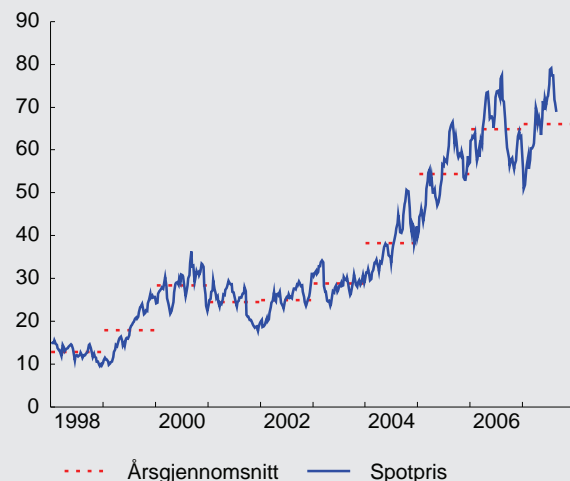
Ifølge International Energy Agency (IEA) er nå lagrene av råolje og ferdigprodukter i de fleste regioner i OECD på et normalt nivå. Det gjelder imidlertid ikke lagrene av bensin i USA, som er lavere enn gjennomsnittet for de fem siste årene. Dette har likevel mindre betydning på noe lengre sikt, da sommersesongen for bilkjøring nærmer seg slutten. Dersom OPEC holder produksjonen av råolje på dagens nivå i tiden framover, ser det ut til at de globale lagrene vil falle relativt kraftig utover vinteren. Dette kan føre til at det ikke vil være tilstrekkelig med fyringsolje i fjerde kvartal i år og første kvartal neste år, med mindre vinteren skulle bli svært mild på den nordlige halvkule.

IEA forventer at oljeetterspørselen vil øke med 2,2 millioner fat per dag fra 2007 til 2008, som er en klar økning fra tidligere anslag. Oppgangen er først og fremst ventet å komme i Asia, Midt-Østen, Nord-Amerika og Europa. Noen analytikere mener at en eventuell konjunkturedgang i USA vil gi lavere etterspørsel enn det IEA legger til grunn i sine prognoser. Samtidig anslår IEA at produksjonen utenfor

OPEC går opp med 1,0 millioner fat daglig, en klar nedgang fra tidligere anslag. Økningen er spesielt forventet å komme i Russland, den kaspiske regionen og Brasil. Denne økningen vil bli motvirket av reduksjoner i produksjonen i OECD, da spesielt i Norge, Storbritannia og Mexico. Alt i alt vil dette føre til at etterspørselen rettet mot OPEC øker med over 1 million fat per dag neste år.

Vi legger til grunn at oljeprisen faller gradvis, til 60 dollar fatet tidlig i 2009. Dette er noe lavere enn det som prisen inn i fremtidsmarkedet for olje, og i tråd med våre forutsetninger om noe lavere vekst i internasjonal økonomi og dermed noe lavere etterspørsel etter olje enn det som synes å være konsensusoppfatningen. En slik utvikling er trolig likevel betinget av at OPEC øker produksjonen fremover. Fra høsten 2009 forutsetter vi at oljeprisen øker noe, i tråd med at internasjonale konjunkturer tar seg opp igjen, til om lag 66 dollar fatet mot slutten av 2010.

**Spotprisen råolje, Brent Blend. 1998-2007**  
Dollar per fat



Kilde: Norges Bank.

## Uro i internasjonale finansmarkeder

Det siste halvåret har det vært tiltakende uro i internasjonale finansmarkeder, som foreløpig toppet seg i midten av august i år da flere sentralbanker måtte intervensjonere for å sikre likviditeten i pengemarkedet. Urolighetene startet for alvor allerede i februar i år, da problemer i det amerikanske markedet for boliglån med lav sikkerhet (sub prime-lån) kom for dagen. Långiverne i sub prime-markedet består i liten grad av tradisjonelle, strengt regulerte banker, men snarere av spesialiserte kredittinstitusjoner som låner ut til risikogrupper med et betydelig påslag i renta. De har de siste årene lånt ut rundhåndet til låntakere med svak kreditthistorie, usikre inntekter og liten eller ingen formue - i stor grad basert på forventninger om fortsatt stigende boligpriser. Typiske betingelser har vært lave renter det første året eller to med tilsvarende økning senere, avdragsfritak eller til og med lån der renter ble lagt til hovedstolen. En rekke sub prime-låneinstitusjoner har gått over ende det siste halvåret, som følge av store mengder misligholdte lån. Utover våren var det flere hedgefond<sup>1</sup> som begynte å få problemer etter utstrakt investering i sub prime-relaterte verdipapirer, og i sommer var det private equity<sup>2</sup> sin tur. Det viste seg etter hvert også at mange av verdens store banker var eksponert i verdipapirer knyttet til sub prime-markedet. Volatiliteten i finansmarkedene tiltok markert. Fra midten av juli til midten av august falt aksjekursene med 10 - 20 prosent de fleste steder i verden.

Det har de siste ti årene vært en rivende utvikling av nye, komplekse finansielle investeringsobjekter, som blant annet har gjort det mulig å spre risiko. Risikospredning vil normalt oppfattes som positivt. Det har imidlertid vist seg vanskelig å kartlegge hvem som til syvende og sist sitter med risikoen. Amerikanske sub prime-pantelånere har solgt pakker av boliglån videre til større banker. Disse pakkene har igjen blitt omstrukturert og videresolgt i mange varianter av Collateralized Debt Obligations (CDO). En CDO er et verdipapir som har sikkerhet (collateralized betyr sikret) i en eller flere underliggende eiendeler, som kan bestå helt eller delvis av sub prime-boliglån. Slike CDOer har igjen blitt omstrukturert til «syntentiske» CDOer og så videre, omsatt både i det amerikanske markedet og internasjonalt.

For eksempel kan en pakke med sub prime-boliglån deles opp slik at de første tapene tas av investorer som har kjøpt den mest risikable delen, med høyest forventet avkastning. Det er delen med lavest kredittrating. Den sikreste delen, som eventuelt tar de aller siste tapene, har høyest rating, såkalt AAA-rating. Det reflekterer den lave sannsynligheten for at alle lånene i CDOen blir misligholdt. Dette har skapt grobunn for en praksis der ratingbyråene har blitt direkte involvert i strukturering av slike produkter, og skreddersydd dem slik at delen «på toppen» får AAA-rating. Høy rating gjør slike investeringer interessante for banker, særlig etter som de gir høyere avkastning enn for eksempel amerikanske statspapirer. Ratingbyråene har i ettertid høstet kritikk for denne praksisen, og for å ha undervurdert risikoen i sub prime-markedet. Investorer ble stående på sidelinjen, ikke fordi de manglet finansielle muskler, men fordi det er vanskelig å vurdere hva en investering er verd når en kredibel kredittvurdering savnes. Dermed ble CDOer vanskelige å omsette. Aktører med likviditetsproblemer har blitt tvunget til å selge seg ut til en brøkdelen av den tidligere antatte verdien. Dette har sendt flere tunge hedgefond over ende.

Kompleksiteten i investeringsobjekter som CDOer gjør det vanskelig å «nøste opp» i hvilken grad ulike aktører er eksponert i sub prime-markedet. Uroen spredte seg til pengemarkedet, da det ble klart at flere store banker fikk problemer på grunn av slike investeringer. Under slike forhold kviet bankene seg for å låne penger til hverandre, og investorer

flyktet til sikre posisjoner; ut av aksjemarkeder og carry trades<sup>3</sup>, og interbankmarkedet, og inn i kontanter og (andre) statspapirer.

I midten av august svarte den europeiske sentralbanken på likviditetstørke og renteoppgang i interbankmarkedet med å tilføre store mengder euro gjennom markedsoperasjoner, «to assure orderly conditions in the euro money market». Likviditetstilførselen var den største siden 11. september 2001. Liknende operasjoner er gjennomført også i USA, Storbritannia og Canada. Den amerikanske sentralbanken (Fed) kuttet dessuten diskontorenten - som er renta banker betaler for "kriselån" hos Fed - fra 6,25 til 5,75 prosent - og forlenget lånene fra én til 30 dager.

Både aksje- og kredittmarkedene har tatt seg noe inn i kjølvannet av intervensjonene. Børsene har sluttet å falle og til dels tatt igjen noe av fallet, og volatiliteten er avtakende. Problemer oppstår dersom husholdninger rammes av kredittskvis og formuestap, slik at nedgangen i boligmarkedet forsterkes og husholdningenes konsumvekst svekkes ytterligere.

I kjølvannet av finansuroen er det blitt vanskeligere å få boliglån, særlig sub prime-lån og lån over 417 000 USD, som er øvre grense for lån hos de to store boliglåninstitusjonene Freddie Mac og Fannie Mae. Egenkapitalkravene har økt, det samme har krav til dokumentasjon på inntekt og kreditthistorie. Dessuten har renta på denne typen lån økt markert. Standard lån, av moderat størrelse til husholdninger med høy kredittverdighet hos Freddie Mac og Fannie Mae er imidlertid så langt i liten grad påvirket av sommerens tumulter i finansmarkedet.

I slutten av august varslet amerikanske myndigheter at de hardest rammede husholdningene vil bli tilbudt hjelp til å betjene sine boliglån. Statsgaranterte lån skal tilbys til låntakere som ikke har råd til å nedbetale sub prime-boliglån på grunn av økte renter som følge av kredittkrisen. Imidlertid vil bare låntakere som var å jour med nedbetalingen før renteoppgangen få hjelp. Det er beregnet at hjelpen vil nå 80 000 husstander. Det er bare en brøkdelen av de to millioner som har eller ventes å få betalingsproblemer den nærmeste tiden.

Urolighetene kan ventes å fortsette en stund framover. Vi kjenner fortsatt ikke det fulle omfanget, hvor mange som er involvert og i hvilken grad. Det er også usikkerhet knyttet til den videre utviklingen i den utløsende årsaken: Det amerikanske boligmarkedet.

<sup>1</sup> Hedgefond investerer normalt i flere typer instrumenter enn konvensjonelle aksjefond, og avkastningen er i mindre grad knyttet til utviklingen i aksjemarkedet. De kan blant annet investere i valuta og derivater, og ta short-posisjoner (selge lånte aksjer, med det for øyet å kjøpe dem tilbake til en lavere pris på et senere tidspunkt) med sikte på positiv avkastning i fallende aksjemarkeder. Hedgefond er dessuten ofte skreddersydd for større investorer, og forvaltnernes kompensasjon er knyttet til fondets avkastning.

<sup>2</sup> Private equity er betegnelsen på en type fond som investerer i bedrifter som ikke er børsnotert. Private equity deles ofte i venturefond og buy-out fond. Venturefond investerer i bedrifter i oppstartsfasen, mens buy-out fond investerer i mer modne bedrifter i vekst og omstilling. I likhet med hedgefond krever private equity store investeringer og er dermed ikke tilgjengelig for mindre investorer.

<sup>3</sup> En carry trade består i å låne i en lavrente valuta og plassere i en høyrente valuta. Det har særlig vært populært å låne japanske yen, der renta har vært nær null i en årrekke. Ifølge økonomisk teori skal ikke carry trades lønne seg over tid, fordi en positiv renteforskjell vil gjenspeiles i en svake fremtidig kurs på høyrente valutaen, slik at vinninga går opp i spinninga, for eksempel når yen-lånet skal betales tilbake med en svekket dollar. På kort sikt er det imidlertid mulig å tjene både på renteforskjellen og kursutviklingen. Det er imidlertid knyttet stor risiko til carry trades, etter som valutakurser kan være gjenstand for store svingninger på kort tid.