

FINANSKRISEN

Februar 2009

HVEM SKAL BETALE GILDET?

For kloden sett under ett er all kapital realkapital. Når krav og tidligere forventninger til det kapitalen vil kaste av seg overstiger det vi nå innser er realistisk, må verdien av fordringer skrives ned. Noen må bære tapene. I denne situasjonen trenger mange banker å øke sin egenkapitalandel. Bedre å la det skje ved operasjoner over balansen enn ved en tidkrevende og smertefull nedbygging av engasjementer.

Kapitalbeholdningen til Robinson Crusoe består av lagre av kokosnøtter, tørket fisk og brensel, samt hytten han bor i, og båten og fiskeredskapene han har laget. Med andre ord, hans beholdning av kapital er lik hans beholdning av *realkapital*. Ingen fordring. Ingen aksjer. Ingen finanskapital.

Jorden sett under ett, med alle oss som bor her, er som Robinson Crusoe på sin egen, lille øy, et tilsvarende lukket system. Den eneste form for kapital vi har, sett under ett, er beholdningen av realkapital.

Finanskrisen er ingen realkapitalkrise. Men en krise som skyldes at forventninger til hva kapitalen over tid vil kaste av seg, har blitt kraftig redusert. Eller mer presist, samlede krav på avkastningen overstiger hva man nå regner med vil bli realisert.

Krav som ikke innfris, innebærer tap. Hvordan fordele disse tapene? Det er kjernepunktet når man skal diskutere mulige løsninger av finanskrisen.¹ Da er det ikke underlig at de folkevalgte i den amerikanske kongressen diskuterer løsninger av krisen som administrasjonen foreslår.

¹ Det undrer meg at så få av dem som snakker og skriver om finanskrisen går til kjernen av problemet – hvem bør ta hvilke tap? Et unntak er Pietro Veronesi & Luigi Zingales (2008) som i Working Paper "Paulson's Gift" av 5. november utgitt ved University of Chicago, vil at de som har ydet langsiktige lån til banker og andre finansforetak, må akseptere at lån gjøres om til egenkapital. Med et slikt grep vil de amerikanske bankene bli fullt ut refinansiert. Uten bruk av skattebetalernes penger.
http://faculty.chicagobooth.edu/brian.barry/igm/P_gift.pdf.

Mer egenkapital gir mer robuste foretak

Eierne bestemmer hvordan en bedrift skal drives. Om den går godt, blir avkastningen på egenkapitalen god. Ettersom belønningen til eierne er det som blir igjen når alle andre har fått sitt, har eierne gode incentiver for å drive godt, dvs. utnytte ressursene effektivt. Dette er kvintessensen av en veldrevet, kapitalistisk markedsøkonomi.

I en bedrift som i stor grad er finansiert med lånte penger, kan avkastningen til egenkapitalen bli særdeles god, om bedriften går godt. Men om tidene går bedriften i mot, blir sårbarheten større med stigende gjeldsgrad. Om egenkapitalandelen i foretaket er stor, blir avkastningen til eierne mer moderat i gode tider, men evnen til å stå imot de dårlige styrkes. Foretaket tåler tider med tap der det tæres på egenkapitalen. De som har stilt risikokapital til disposisjon, opplever at det er nettopp hva egenkapital er.

Store buffere i form av innbetalt aksjekapital og tilbakeholdte overskudd fra tidligere, gjør faren for konkurs liten. Et bank- og finansvesen med betydelig egenkapital, gir et robust system som tåler dårlige tider godt.

Kort om dagens finanskriser

Finanskrisen som vi nå opplever, startet i det amerikanske boligmarkedet. Krisen skyldes dårlig oversikt over hvem som bærer hva slags risiko, slepphendt politikk for utlån og en lav egenkapitalandel. "Finanskrisen vil ikke bli løst før balansene til banker og andre finansforetak ser skikkelig ut", sa professor Paul Krugman under et foredrag i Oslo i desember i fjor, på vei til Stockholm for å motta Nobelprisen i økonomi.

Et uklart risikobilde har sammenheng med en rivende utvikling av nye finansprodukter (derivater), frikobling fra det å ordne med lån og det å ha ansvar for at lån betjenes ("originator"-problemet) og lav rente lenge. Med lav rente lenge ble mange villige til å ta på seg mer risiko uten å ta seg skikkelig betalt for det.

Slepphendte utlån som var særlig utbredt i det amerikanske markedet for boliglån, har et stykke på vei sammenheng med politisk press for å sikre at så godt som alle amerikanere kan bli eier av egen bolig. Utviklingen av nye finansprodukter som gjør det stadig lettere å låne på verdistigningen av egen bolig, har også bidratt til å forringe kvaliteten på amerikanske bankers utlån til husholdningene. "Huset er blitt min minibank", kunne mange amerikanere inntil nylig si.

Ikke å betale ned lån, men i stedet låne opp på en verdistigning som lett kan vise seg flyktig, hvilket den nylig har gjort, er en dårlig vane. Når mange gjør det samtidig, og boligboblen sprekker, blir det problemer. Det gamle systemet om at lån krever forutgående sparing, har kanskje mer for seg enn vi tidligere trodde – å nøye seg med å yte lån til folk som beviselig har vilje og evne til å spare, øker trolig sannsynligheten for at lån betjenes.

Lav egenkapitalandel, og en boligboble som sprekker, skaper i første omgang problemer for boligeiere. De som ikke har bygget opp en stor nok buffer i form av egenkapital i gode tider ved jevnlig å betale ned på lån, risikerer å måtte selge sin bolig og flytte ut. I neste omgang kan det bli problemer for samfunnet om banker og andre finansinstitusjoner som har lånt ut for mye penger, kommer i vanskeligheter. Amerikanske finansinstitusjoner, skulle det vise

seg, hadde altfor lite egenkapital å stå imot med. En boligkrise ble til en finanskriser. Og i siste omgang til en økonomisk krise. Når ”alle” med ett vil bygge opp mer egenkapital, fører det til økt sparing, redusert etterspørsel, fallende produksjon og økende arbeidsløshet.

En gradvis oppbygging av bankenes egenkapital er en dårlig løsning

Hvordan komme raskt gjennom denne krisen, med minst mulig kostnader i form av tapt produksjon? Husk analogien til Robinson Crusoe. For kloden sett under ett, har det ikke hendt noe med beholdningen av kapitalen. Men krav og tidligere forventninger til det kapitalen vil kaste av seg, overstiger det vi nå innser er realistisk. Noen må bære tapene. Det er kjedelig. Men systemet tåler det om egenkapitalandelen er høy. Eierne tar tap. Og verden går videre.

Den lave egenkapitalandelen som nå preger långivere og låntakere, skaper imidlertid systemmessige problemer. Særlig banker og andre finansinstitusjoners høye gjeldsgrad har uheldige konsekvenser. En bank som vil øke sin egenkapitalandel, kan ganske enkelt kalle inn utlån, eller ikke fornye dem ved forfall, og samtidig redusere sin funding (sine låneopptak) i markedet. Balansen krymper. Egenkapitalandelen stiger. Og funding i form av innskudd like ens. Banken blir mer solid og får økt soliditet. Banksjefen sover bedre om natten.

Konvertering av gjeld til egenkapital er bedre

Men hva skjer når mange banker samtidig følger en slik kurs? Kreditten til næringsliv og husholdninger tørker inn. En finanskriser blir en økonomisk krise. Som ikke er løst før balansene til bedriftene ser greie ut, som Krugman sa. Et fristende grep må da være å gjøre om fremmedkapital til egenkapital. Sett at alle banker over natten fikk økt sin egenkapital med seks-åtte prosentpoeng ved tvungen konvertering av gjeld til egenkapital. Dette må skje ved at lån i markedet blir gjort til gjenstand for en slik konvertering – ikke vanlige innskudd.

For eksisterende aksjonærer ville dette innebære en utvanning av eierskapet. På den annen side ville sikkerheten for at banken overlever øke. De som har bidratt med funding av banker for så å oppleve at deler av dette innlånet er gjort om til egenkapital, kan glede seg over at sjansene stiger for at den gjenværende delen av lånet blir betjent. Dessuten vil de være med på oppturen om det går bra med banken og aksjekursen stiger.

For samfunnet blir det en stor gevinst når bankene får orden på sine balanser ved dette grepet. Da trenger de ikke lenger å bygge ned balansen for å bygge opp egenkapitalen. Næringslivet får den kapitalen å arbeide med som det trenger. Og husholdninger får lån basert på mer solide kredittvurderinger enn det som i en periode har vært tilfellet.

Når banker og andre finansinstitusjoner ikke gjør jobben sin – formidling av kreditt fra dem som i en periode tjener mer enn de bruker, til dem som i samme periode bruker mer enn de tjener – stanser mye av den økonomiske aktiviteten i samfunnet opp. Grep må settes for å løse dette problemet. En konvertering av gjeld til egenkapital er et slikt grep.

Bankene kan gjøre mer. ”Gå til dine aktiva før du går til dine passiva”, heter et gammelt ord. Fortsatt gjelder det for næringslivet. Hvorfor gjelder det ikke for bankene? Tenk deg et norsk hotell som har gått nedentom og endt opp på långivers – bankens – balanse. Bedre for alle om banken selger hotellet ut med tap til noen som kan drive det, enn å vente på at markedet for

hotelltenester kommer tilbake. Hvorfor gjør ikke bankene det? Fordi de regner med redningspakker fra myndighetene om det går dem – bankene – riktig ille.

I praksis – statsgjelden i mange land vil stige

Hva som i praksis heller skjer er at staten på ulik vis går inn med ny kapital til bankene, eller renser opp balansen til banker og andre finansinstitusjoner ved å ta over dårlige lån. For land med en mindre velbeslått stat enn den norske, vil gjeldsgraden på statens hånd stige når myndighetene iverksetter omfattende redningsaksjoner for landets bank- og finansvesen. Kredittrisikoen stiger, og staten kan komme til å måtte betale mer i renter på sine lån. Skattebyrden for fremtidige generasjoner øker. Dette er den japanske modellen. Gjennom de siste par tiår har den japanske statsgjelden økt til over 160 prosent av bruttonasjonalproduktet – tre ganger mer enn i USA.

Inflasjon kan også være fristende

En tredje og siste vei ut av uføret med et forgjeldet bank- og finansvesen som ikke fungerer som det skal, er inflasjon. Det skaper en tilfeldig og urettferdig fordeling av byrdene. Men har vært anvendt før. Og kan komme til anvendelse igjen. For Amerika, med gjeld i utlandet i egen valuta, innebærer inflasjon for å rette opp finansielle ubalanser, at andre land er med og betaler gildet.

Inflasjonsmål for pengepolitikken gjør en slik utvikling mindre sannsynlig. Men jo lenger man går i å bruke seddelpressen for å finansiere budsjettunderskuddene, dess vanskeligere kan det bli å holde den fremtidige prisstigningen i tømme.

18. februar 2009

Home Page: <http://home.bi.no/fag87025/>