

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

November 2009

SCENER FRA EN FINANSKRISE

Finanskrisen i USA har gitt troen på selvregulerende markeder en kraftig knekk. For å stable et skakkjørt finansvesen på beina bevilget Kongressen 700 milliarder dollar. I tillegg garanterte myndighetene for gjeld til finansforetak. Styringsrenten ble satt ned til null prosent. Og Fed gikk inn med betydelige lån til næringslivet.

Mange forvaltere har Oslo Børs hovedindeks (OSEBX) som benchmark, dvs. måles mot den. Det gjør det fristende å replikere denne indeksen ved å eie aksjene som inngår i den, selv om man innerst inne mener at mange av aksjene her er overvurdert. Mer sofistikerte forvaltere er mer opptatt av hva andre formuesforvaltere gjør. Er det på mote å være overvektet i aksjer, vil jeg være det også. Med en portefølje temmelig lik den konkurrentene har, er man i godt selskap om det skulle gå dårlig. Jobben er rimelig sikker. Om OSEBX gir dårlig avkastning, og man har vært overvektet i aksjer, kan avkastningen sammenlignet med hva andre forvaltere har oppnådd fortone seg akseptabel. Flokkmentalitet kan være til hinder for at aksjekurser gjenspeiler verdien av egenkapitalen på en god måte.

Poenget om at markedene ikke alltid er rasjonelle, skal John Maynard Keynes ha formulert slik: "The market can stay irrational longer than you can stay solvent". Chuck Prince, sjefen for Citibank, har gjort seg selv udødelig med utsagnet: "As long as the music is playing you've got to get up and dance."

Benchmark eller feite haler?

Mens porteføljeforvaltere som er redde for å miste jobben, gjerne holder seg nær til andre forvalteres porteføljer, vil de som er mer opptatt av egen avlønning, gjerne velge en annen strategi. Med bonus basert på i hvilken grad man slår markedet, kan forvaltere av andres penger fristes av det som på fagspråket kalles "feite haler". Man tar seg betalt for meget risikofylte posisjoner, men der sjansen for at ulykken skulle være ute, er meget liten. Det gir

penger i kassa i dag. Man slår indeksen og får pene bonuser. I gode tider går det bra. Man tror på egen dyktighet. Og glemmer lett hvilken risiko man egentlig tar. Men om katastrofen inntreffer, hva da?

Et klassisk eksempel er salg av forsikring mot at en ”sikker” betaler ikke vil innfri sin obligasjonsgjeld. Credit Default Swap (CDS) kalles et instrument som kan brukes for dette formålet. Selgeren av en CDS tar betalt for denne forsikringen. Så lenge alt går bra, er det ingen utbetaling. Forvalteren kan lettere slå indeksen hun måles mot – CDS ligger ikke inn i den – og bonusen blir bra. Men når katastrofen inntreffer, kommer regningen. En forsikringspremie på kanskje et par prosent av pålydende er ikke mye å stå imot med. Videre vil den diversifiseringen av risiko som forvalteren trodde hun hadde, lagt på vei forsvinne når krisen inntreffer. ”Alt” går ned samtidig. Eierne hun har handlet på vegne av, mister skjorta.

I verdens største forsikringsselskap AIG hadde en liten gruppe meglere solgt CDS-er i bøtter og spann, i hovedsak på obligasjoner basert på pantelån av tvilsom kvalitet. Incentivene som den enkelte megler stod overfor, hadde oppmuntret til dette. I tillegg kom en ledelse helt uten interesse av motforestillinger mot denne satsningen, og en klokkeetro på at boligmarkedet ikke ville falle samtidig og over hele USA. Gjennom 2004 og 2005 hadde långivere i det amerikanske subprime markedet, dvs. andre finansforetak som Merrill Lynch og Goldman Sachs, kjøpt CDS hos AIG, og på den måten blitt kvitt risikoen ved sine boliglån til folk med dårlig betalingsevne. Fantastiske ettusenmilliarder dollar i pantelån hadde AIG ansvaret for.¹

Da finanskrisen var et faktum høsten 2008, gikk også AIG med i dragsuget. Den amerikanske stat måtte umiddelbart punge ut med 85 milliarder dollar for å hindre at selskapet kollapset. Konsekvensene ved at kredittforsikringsmarkedet brøt sammen, ble vurdert å være mer enn et skjørt finansmarked kunne tåle.

Redningsoperasjoner for bank- og finansvesen

I juni 2006 da George W. Bush hadde vel to og et halvt år igjen i Det hvite hus, overtok Henry M. Paulson som finansminister. Hank, som han ble kalt, kom fra jobben som toppsjef i Goldman Sachs, den mest profitable investeringsbanken på Wall Street. Året før hadde han hanket inn over 38 millioner dollar i lønn og bonus, den høyest betalte av alle i gata. Skifte av jobb innebar en nedgang i lønn og bonus på niognittioenhalv prosent.

Mandag 15. september 2008 går Lehman Brothers konkurs. Fredag i samme uke, etter intens jobbing, holder finansminister Hank Paulson en pressekonferanse hvor han blant annet sier:

”The underlying weakness in our financial system today is the illiquid mortgage assets that have lost value as the housing corrections has proceeded. These illiquid assets are choking off the flow of credit that is so vitally important to our economy.”

Smak på uttrykket ”housing correction”. Her har myndighetene sovet i årevis. De har latt renten være kunstig lav altfor lenge. De har unnlatt å regulere finansinstitusjonene på egnet vis. De har lagt til rette for at folk kan ta opp lån for å kjøpe eget hus som ikke burde gjort det. De har oppfordret til kreative finansielle løsninger langt utover det som er sunt og forsvarlig.

¹ For en god beskrivelse av det som hendte, se artikkel av Michael Lewis i *Vanity Fair*, August 2009.

Resultatet er et boligmarked som sprekker – prisene skal ned med 40 prosent. Ved en kjede av uoversiktlige finansransaksjoner spres tapene til finansinstitusjoner og sparere langt utenfor Amerikas grenser. Og så snakker man om noe så tilforlatelig som en "housing correction".

Boligeiere som ikke kan betjene sin gjeld, er bare toppen av isfjellet. Lenger ned finner vi banker og andre finansinstitusjoner som er i samme situasjon; altfor liten egenkapital. Når investeringsbanker hadde utlån på hundre dollar basert på egenkapital på tre, skal det ikke mye nedskrivninger til på aktivsiden før egenkapitalen er borte. Med frykt for en slik utvikling blir det ikke mulig å fornye eller rulle rundt den kortsiktige finansieringen. Og banken må "File for Chapter Eleven" som det heter i USA, dvs. få beskyttelse mot sine kreditorer og de krav disse har.²

Hvorfor hadde bankene så lav egenkapital? I gode tider vil avkastningen på investert kapital ligge godt over fundingkostnadene, dvs. renten som banken låner penger i markedet til. Det betyr at avkastningen på egenkapitalen går opp når gjeldsgraden gjør det. Og sjefene kan glede seg over fetere bonuser. Økende "leverage" snakker man om når man på en gitt egenkapital øker opplåningen, for på den måten å kunne utvide virksomheten. Baksiden av denne mynten er dårligere evne til å stå imot dårligere tider.

Bemerk en klar asymmetri her. Bonus betales ut basert på årets overskudd. Men betales ikke tilbake når underskudd oppstår. For en vanlig aksjonær er det ikke slik. Der er regelen som i ekteskapet – man holder sammen i gode som i onde dager. Med mindre man skiller seg fra sin tidligere kjære. Eller selger aksjene.

Oppsiden når det går bra, fordeles mellom aksjonærene og ledelsen. For banker som er "too big to fail", ligger mye av nedsiden på myndighetene. I Norge lot vi aksjonærene tape alt i de bankene der myndighetene gikk inn. I USA har man ikke gjort det. Nasjonalisering av bankene – selv om den kun er midlertidig – klinger dårlig i amerikanske ører. Dessuten satt tidligere, nåværende og potensielle ansatte i Goldman Sachs rundt alle sider av bordet.

Hvem bestemmer?

Hvem bestemmer hvilke disposisjoner en bank skal ta; aksjonærene eller ledelsen? Aksjonærene skulle man tro; ledelsen er jo bare eiernes representanter. Men om ledelsen i realiteten bestemmer det meste, vil det kunne gi sterkere fokus på kortsiktige gevinster. Risikofylte prosjekter der en betydelig del av innbetalingen finner sted ved inngåelse av kontrakten, mens eventuelle tap først blir kjent senere, kan fortone seg mer interessant for ledelsen som er opptatt av årets bonus, enn for aksjonærene som har fokus på den langsiktige verdiutviklingen til aksjen. Et slikt resonnement måtte tidligere sentralbanksjef Alan Greenspan ty til da han i ettertid skulle forklare hva som var skjedd. Hans ideologiske overbevisning om at eiernes interesser dominerer i et privatkapitalistisk system, fikk en knekk.

² I et selskap som oppnår beskyttelse under Chapter Eleven, får styret vanligvis 120 dager å på seg til å forhandle med kreditorerne med sikte på å skape en ny basis for selskapet. Konvertering av gjeld til egenkapital er her en mulig løsning. I denne perioden er det begrenset hvilke typer vedtak styret kan treffe.

Om mange, store banker samtidig går i "Chapter Eleven", vil kredittformidlingen langt på vei stanse opp, og økonomien stå i fare for å bryte sammen. Hvordan sikre at så ikke skjer? Løsningen som amerikanerne valgte, bestod av tre elementer. Penger for å kjøpe ut dårlige lån i bankene; penger til å gå inn med som egenkapital i bankene; og en generell garanti for innskudd og lån til banker og andre finansinstitusjoner.

Etter først å ha mislyktes maktet Hank Paulson og Ben Bernanke, som overtok etter Greenspan i februar for snart fire år siden, å få Kongressen med på en redningspakke på 700 milliarder dollar til bank- og finansvesenet i USA. Det første forsøket var basert på et notat på snaue fire sider. Det andre på vel fire hundre. Inne i disse fire hundre lå det en god del "pork", dvs. fordeler av lokal natur som den enkelte representant i Kongressen kunne ta æren for i sin valgkrets, og således berede grunnen for gjenvalg.

Hvorfor 700 milliarder?

"There's around \$11 trillion of residential mortgages, there's around \$3 trillion of commercial mortgages, that leads to \$14 trillion, roughly five percent is \$700 billion",

var regnestykket Neel Kashkari, som Hank hadde tatt med seg fra Goldman Sachs, rev av seg, da Hank spurte om hvilket beløp man skulle be Kongressen om for å redde et bank- og finanssystem som var kommet på knærne.

"As he plucked numbers from thin air even Kashkari laughed at the absurdity of it all."

Skriver Andrew Ross Sorkin i sin innsiktsfulle og morsomme bok *Too Big to Fail*. Hva det gikk om? Å få en så stor bevilgning som mulig, dvs. som Kongressen ville godta.

De 700 milliardene som Kongressen bevilget til TARP – Troubled Asset Relief Program – var ment å brukes til å kjøpe ut dårlige lån i bankene. Men til hvilken pris? Om prisen ble satt for høyt, innebar handelen en ren subsidiering av bankene. Om prisen ble satt "riktig", ville den kunne bli så lav at egenkapitalen til bankene hurtig ble spist opp. Bedre da, fant man etter hvert ut, å bruke en del av TARP-midlene til ny egenkapital i bankene.

Det tredje elementet i redningsoperasjonen, garantien for innskudd, som bankene betalte en premie for, var kanskje det viktigste. En tilsvarende garanti ble også gitt for andre lån til banker og for plasseringer i andre finansinstitusjoner. Det gjaldt å se til at folk hadde ro for at pengene var trygge uansett hvor de var plassert. Et "run" på én type finansforetak, for å gjøre om penger til kontanter eller flytte dem til andre typer foretak som myndighetene garanterte for, ville destabilisere det finansielle systemet.

En kreativ sentralbanksjef

I tillegg til pakken som TARP utgjorde, vist Ben Bernanke stor kreativitet ved å la den amerikanske sentralbanken tre direkte inn i en mengde finansielle transaksjoner. I Norge fikk vi det såkalte "gullkortet", dvs. norske banker kunne bytte til seg statsobligasjoner mot

boligsikrede panteobligasjoner for på den måten å sikre likviditetstilførselen til banksystemet. I USA ble lignende tiltak iverksatt tidligere og i et mye større omfang. Dessuten gikk de over Feds bøker, og ikke over statens ved Finansdepartementet, som hos oss. På kort tid førte slike tiltak til nær en tredobling av balansen til den amerikanske sentralbanken. Hensikten var å se til at kreditten til næringslivet ikke tørket inn, men fortsatt å strømme dit den skulle, slik at den økonomiske aktiviteten i samfunnet ikke stoppet opp.

Et siste tiltak fra sentralbankens side for å demme opp for nedgangstidene var en aggressiv nedsettelse av styringsrenten. Fra fem og en kvart prosent i august 2007 til mellom null og en kvart prosent i desember året etter. Der ligger den fremdeles.

25. november 2009

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

Tidligere månedsbrev finnes på min hjemmeside