

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

August 2007

URO I DE INTERNASJONALE FINANSMARKEDENE

For snaue to uker siden pumpet sentralbankene i Europa og USA inn ny likviditet i markedene. Låneadgangen til bankene ble utvidet, og kravet til sikkerhet for lånene lempet på. Uroen er imidlertid ikke over. Utfordringen er å sikre at gode låntakere får de midlene de trenger, samtidig som banker og andre som uvørnt har lånt ut for mye til risikofylte prosjekter, får svi. Muligens vil sentralbanker se seg tjent med å gå mer aktivt inn i markeder som går i stå – dvs. fremstå som ”market makers of last resort”.

I månedsskiftet juli/august ble den tyske banken IKB i siste liten reddet fra konkurs etter at en statlig bank gikk inn med garantier. Bakgrunnen var IKBs problemer med garanti for funding av mer enn 20 milliarder dollar i det amerikanske markedet for usikre boliglån, det såkalte subprime-markedet. IKB som har til hovedoppgave å betjene mellomstore tyske industriforetak, hadde latt seg friste av gode marginer på usikre lån i et marked man hadde for dårlige kunnskaper om. På få dager falt kursen på IKB-aksjen med 50 prosent. Amerikanske boligeiere som hadde tatt seg vann over hodet, skapte frykt og uro hos eiere av tyske bankaksjer. Vi skal her redegjøre for den uroen man i disse dager opplever i verdens finansmarkeder og diskutere mulige veier ut av uføret.

Mer likviditet til urolige markeder

Om morgenen torsdag 9. august gikk Den europeisk sentralbanken (ESB) ut med et originalt tilbud; aktørene i pengemarkedet kunne låne det de lystet til 4 prosent rente. 49 av dem slo til og lånte hele 95 milliarder euro for tilbakebetaling dagen etter. Med fare for at likviditeten i markedet skulle tørke inn handlet ECB raskt – styret på seks personer tok beslutningen, og ikke Rådet på 19 som er det øverste organ. Den korte euro-renten falt fra 4,7 prosent til nær målet på 4 prosent. Bakgrunnen for dette dramatiske tiltaket var problemer med storbanken BNP Paribas i Paris som hadde valgt å stenge for innløsning av andeler i tre fond med stor risiko.

Fredag 10. august lot Den amerikanske sentralbanken Fed (for Federal Reserve System) 38 milliarder dollar tilflyte pengemarkedet i USA. Som sikkerhet for disse midlene godtok Fed ”everything from home-equity loans to municipal bonds”, dvs. papirer med lavere

kredittverdighet enn det som vanlig er ved slike operasjoner. Og federal funds renten i USA gikk ned fra 6 prosent til nær målet på 5,25 prosent.

Tiltakene virket således etter hensikten; både i Europa og USA falt styringsrenten tilbake til ønsket nivå. Men aksjemarkedene fortsatte å falle, særlig bankaksjer. Den 15. august kunne Financial Times fortelle at et aksjefond til den velrenommerte investeringsbanken Goldman Sachs hadde falt med over 30 prosent i verdi på en uke. Avanserte matematiske modeller lagt inn på kraftige datamaskiner leverte ikke varene.

Store svingninger i lange renter og i valutakurser så man heller ingen slutt på. På tre uker styrket japanske yen seg med 14 prosent mot dollaren i New Zealand og med 10 prosent både mot australske dollar og norske kroner. De som lånte opp i lavrentelandet Japan i håp om å få tak i billige penger, gikk på en smell.

Et noe uventet tiltak

Fredagen etter – den 17. august – slo Ben Bernanke, sjefen for Fed til på nytt, og denne gangen på overraskende vis; han satte ned renten for bankenes låneadgang i sentralbanken med et halvt prosentpoeng til 5,75 prosent. Denne låneadgangen, som kalles ”discount window”, stod så godt som ubrukt. Hvorfor? Fordi renten her ligger betydelige over federal funds renten, som er hva førsteklasses banker betaler for å låne av hverandre i det som kalles interbankmarkedet. En bank som går til ”the discount window”, får en skarp og tydelig ripe i lakken.

I tillegg til å gjøre det billigere for banker å låne i sentralbanken, gjorde Fed ytterligere tre ting:

- Man utvidet låneperioden fra én dag til tre dager
- Man godtok ”mortgage-backed securities as collateral for the entirety of these funds”
- Man oppfordret banker til å benytte seg av denne låneadgangen.

Hvorfor valgte ikke Fed i stedet å tilføre mer likviditet, slik man hadde gjort uken før, eventuelt i kombinasjon med å sette ned federal funds renten? Fordi Fed har uttalt at styringsrenten bør opp grunnet frykten for inflasjon. Og fordi bruk av ”the discount window” er et mer egnet virkemiddel i dagens situasjon. Ved å gjøre det enklere og billigere for tusenvis av banker å låne direkte i sentralbanken favner dette tiltaket langt bredere blant banker enn en vanlig rentenedsettelse som bare de 21 institusjonene som er primærhandlere med Fed, nyter godt av i første omgang. En hovedutfordring myndighetene i USA nå står overfor er å unngå at et dårlig fungerende interbankmarked skal ødelegge for fordelingen av bankutlån og således hemme den økonomiske veksten.

Greenspan's svøpe

Geniforklarte Alan Greenspan – sjefen for Fed fra 1987 til 2006 – hadde tendens til, mener mange, litt for kjapt å sette renten ned og å tilføre nye midler om finansmarkedene kom i ulage. Vi så det da aksjemarkedet stupte i oktober 1987. Vi så det igjen i forbindelse med devalueringen av peso og krisen i Mexico i 1994; med konkursen i hedgefondet LTCM og krisen i Russland og Brasil fire år senere; og fra år 2001 og utover da Greenspan startet en serie med rentekutt, der bunnen først ble nådd med en styringsrente helt nede på én prosent.

Lavere rente virker stimulerende på prisen på aksjer og på andre formuesobjekter. Fordi Fed ved gjentatte anledninger har satt renten kraftig ned ved uro i finansmarkedene, har det synet festet seg at Fed sikkert vil gjøre det samme neste gang. "Greenspan's put" kalles dette – at han nærmest gir markedet en opsjon til å selge sine verdipapirer til en ikke altfor lav pris om tidene brått skulle bli dårlige. Dette har ført til større risikovillighet:

- Finansinstitusjoner beveger seg inn i markeder de kan for lite om, jf. IKB bank.
- Avanserte produkter (derivater) utvikles der de ulike risikoer verken er lette å ha oversikt over eller å styre, jf. Goldman Sachs som trodde de visste hva de drev med.
- Giring av posisjoner – såkalt *leveraging* – ved store låneopptak.

Men også vanlige folk blir mer uvørne. Når Ola og Kari låner opp på huset for å øke eget konsum, i forventning om at boligpriser aldri vil synke, kan tingene lett gå for langt. Eller når de kjøper hus og leilighet, ikke for selv å bo der, men for å videreselge med fortjeneste. "Greater fool"-teorien kalles det – troen på at det sikkert finnes en annen tosk der ute som er villig til å betale *enda* mer for den leiligheten du kjøper med sikte på å tjene lette penger ved om ikke så lenge å videreselge den.

Ben Bernanke er opptatt av ikke å utstede slike salgsopsjoner i markedet. Men hvordan se til at finansvesenet ikke går av hengslene uten å sette renten kraftig ned? Ved litt mer finslepen "financial engineering" kan han kanskje få dette til. Tiltakene fredag 17. august, med lavere rente ved "discount window", kan sees i et slikt lys.

Ratingselskapene har vært for slepphendte

Et grunnleggende problem med dagens internasjonale finansmarkeder er at oversikten over – enn si kontrollen på og styringen med – risikoer er for dårlig. Helt enkelt. Ta kredittforsikring. Banker som sitter på obligasjoner utstedt av private bedrifter, og som vil være sikre på at de får pengene sine tilbake, kan bruke swap-markedet for dette formålet. Men om swappen er med et hedge fond hvis finansiering er avhengig av lån fra nettopp denne samme banken, har da risiko i realiteten blitt omfordelt?

Verdipapirer med basis i kontantstrøm fra subprime boliglån i USA er det ingen enkel sak å prise når boligmarkedet faller og evnen til å betjene lånene synker. Lettere blir det ikke om slike produkter er *leveraged*, dvs. lånt opp på slik at avkastningen blir multiplikativ – også, dessverre, om det skulle gå utforbakke. Collateralised-debt obligations (CDOs) kalles slike produkter. Handelen i mange av dem har nærmet stanset opp. Det gjør det vanskelig for finansinstitusjoner og andre som eier CDOs å vite hva de skal bokføres til. Og hvilke tap man eventuelt har hatt.

Selskaper som driver med kredittrating, har bidratt til å strukturere slike produkter. Selv om noen få boligeiere ikke skulle makte å betjene sine subprime lån, ville det store flertall klare det, het det seg. Og siden renten her er høyere, vil en stor og hel pakke med slike lån gi en sikker kontantstrøm over tid og således forsvare en god rating. Så god at vanlige banker fant det passende å kjøpe CDOs. Men når boligmarkedet svikter, forsvinner mye av sikkerheten. Lånene lar seg ikke betjene. Kontantstrømmen uteblir.

Fed som "market maker of last resort"?

Ben Bernanke kan ha undervurdert hvor sårbart finansvesenet er overfor et sviktende subprime-markedet, og hvor råttent dette markedet er. I denne situasjonen har professor William Buitter ved London School of Economics foreslått at sentralbanker skulle stille som "market makers of last resort" (snarere enn som "lenders of last resort"), og således se til at markeder holdes åpne og fungerer. En bank som sitter på vanskelig omsettelige CDOs eller andre kompliserte produkter, kan avlastes for disse om sentralbanker går inn som kjøpere. Men da til en pris som svir.

Hensikten er verken å redde eiere av bankaksjer eller eiere av store innskudd utover det som ordninger med forsikring av bankinnskudd dekker. Hensikten er å se til at bankvesenet som sådan fortsetter sin livsviktige gjerning; kanalisering av midler fra dem som bruker mindre enn de tjener til dem som tjener mindre enn de bruker. Nettopp bankenes evne til å stå for slik "financial intermediation" er deres fornemste oppgave.

I sine vitenskapelige arbeider har Ben Bernanke vist at den langvarige økonomiske krisen på 1930-tallet ikke bare skyldtes Feds manglende villighet til å tilføre likviditet, men også at bankene i denne perioden løste sin oppgave som "financial intermediators" på en slett måte. Konsekvensen ble år med synkende produksjon og økende arbeidsløshet.

21. august 2007

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