

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

April 2008

KJØP OG SALG AV RISIKO

I midten av mars organiserte den amerikanske sentralbanken (Fed) en redningsaksjon av Bear Stearns. Denne investeringsbanken var så sammenvevd med næringsliv og finansvesen for øvrig at myndighetene ikke tok sjansen på en konkurs. Instrumenter som kan brukes til å bli kvitt risiko, ble i stor grad brukt til å ta risiko.

Helgen 15.-16. mars i år ble det klart – også for de amerikanske myndighetene – at investeringsbanken Bear Stearns ville måtte kaste inn håndkle mandag morgen om ikke nye penger kom på bordet. Konkurs av en så stor investeringsbank ville kunne få omfattende og uoversiktlige konsekvenser. USAs sentralbank (Fed) og finansdepartement (Treasury), følte seg kallet til å gripe inn. De ble pådrivere for forhandlinger med forretningsbanken JP Morgan Chase om en overtakelse av Bear Stearns.

For å få et klarest mulig bilde av hvilke verdier og hvilke skjeletter som skjulte seg i bøkene til Bear Stearns, jobbet et hundretalls regnskapsfolk og jurister fra JP Morgan på spreng denne helgen. Forhandlingene førte frem, godt hjulpet av generøse bidrag fra myndighetenes side. Fed garanterte for 30 milliarder dollar i risikofylte engasjementer på Bear Stearns aktivaside. Kursen på aksjen, som noen dager tidligere hadde ligget rundt 30 dollar, ble satt til to dollar.

Noen dager senere ble disse betingelsene endret; JP Morgan tar selv ansvar for den første milliard, og kursen på aksjen ble satt opp fra to til ti dollar. At overtakende bank tar mer risiko, gir incentiv til større påpasselighet. At kursen ble femdoblet hadde sammenheng med at en tredjedel av aksjene i Bear Stearns var eid av de ansatte, hvorav 14.000 nå ligger an til å miste jobben. For å mildne aksjonærene slik at de ikke skulle lage bråk ved den nødvendige godkjenningen av avtalen, fant JP Morgan det rimelig å heve budet. Børsverdien av JP Morgan steg med 14 milliarder dollar da overtakelsen ble kjent. Prisen på hele Bear Stearns ved en aksjekurs på to dollar var beskjedne 236 millioner dollar.

Fed utvider sitt engasjement og ansvarsområde

Da beslutningen om overtakelsen av Bear Stearns ble kjent, gjorde Fed det samtidig klart at slik ”nødhjelpsfinansiering” ville andre, store investeringsbanker som Goldman Sachs og Merrill Lynch kunne påregne om en tilsvarende situasjon skulle oppstå for dem. Nå gjaldt det å roe markedet. Dermed gikk den amerikanske sentralbanken inn på et helt nytt

virksomhetsområde; krisehjelp til finansinstitusjoner som ikke har låneadgang i sentralbanken, og som Fed heller ikke har ansvaret for overvåkingen av. Dette ansvaret ligger hos Security and Exchange Commission (Sec) som også er kontrollerende instans for virksomheten på den amerikanske aksjebørsen.

Hvorfor tok myndighetene tak i problemet til investeringsbanken Bear Stearns? Den var tross alt bare den femte største i sitt slag i Amerika. "Too big to fail" som det heter? Neppe. Men "too entangled to fail", dvs. så sammenvevd i sine forretninger med næringsliv og finansvesen for øvrig at myndighetene ikke tok sjansen på en konkurs.

I norske ører gir begrepet investeringsbank lett feilaktige assosiasjoner. Her er det ikke snakk om innskudd fra allmennheten. Finanshus er et mer dekkende uttrykk for hva Bear Stearns drev med; avanserte og komplekse transaksjoner der motparten gjerne er store bedrifter, ofte andre finansforetak, eller rike enkeltpersoner. Og der hensikten med mange typer transaksjoner er omfordeling av risiko. En omfordeling som fremveksten av nye, finansielle produkter kan virke som en pådriver for.

Bli kvitt risiko eller ta risiko?

En norsk eksportbedrift som vet at 500.000 dollar kommer inn på konto om seks måneder, kan finne det hensiktsmessig å låse vekslingskursen i dag. La prisen på dollar for levering om et halvt år være fem kroner. Om bedriften benytter seg av dette tilbudet – dvs. går i terminmarkedet – vil 2,5 millioner kroner, snarere enn en halv million dollar, stå til disposisjon om seks måneder. Med egne utgifter i kroner tar bedriften ned risikoen ved bruk av terminmarkedet.

Men terminmarkedet for valuta er ikke forbeholdt eksport- og importbedrifter. Vi kan alle ta posisjoner i dette markedet. Om du er av den oppfatning at dollaren snart vil være på vei opp igjen – særlig mot norske kroner i det du ser for deg et kraftig fall i oljeprisen – synes en terminkurs på fem kroner et halvt år frem i tid interessant. Du kjøper en neve dollar på termin i håp om å kunne selge dem for en betydelig høyere pris seks måneder senere.

Mens eksportøren brukte terminmarkedet for å *reducere* sin økonomiske risiko, bruker du det samme markedet for å *ta* risiko. Forventet gevinst i terminmarkedet er mer enn god nok kompensasjon for å påta seg denne risikoen.

Credit Default Swaps (CDS)

Mens terminmarkedet for valuta gir mulighet for omfordeling av valutakursrisiko, gir markedet for CDS anledning til omfordeling av kredittrisiko. Investorer som har spesialisert seg på plasseringer i fastrentepapirer, følger renteutviklingen på obligasjoner med ulik løpetid (eller durasjon) meget nøye. "Å ri på avkastningskurven" snakker man gjerne om. Poenget her er å ha lange obligasjoner når renten faller – det gir stor kursgevinst. Og korte obligasjoner når renten stiger – det gir lite kurstap. Renterisikoen, nemlig at obligasjonskursen svinger med renten, er noe man tar med åpne øyne. Kredittrisikoen derimot, nemlig faren for at utstederen av papiret ikke kan gjøre opp for seg, vil noen investorer gjerne fri seg fra. Deres spesialitet er renteutviklingen mer generelt, og ikke prisingen av risiko av det enkelte selskap.

Ved hjelp av Credit Default Swaps (CDS) kan risikoen for mislighold bli overført fra eieren av en obligasjon til selgeren av dette instrumentet. For en pris kan således eieren av obligasjonen gå fri fra en risiko som utstederen av swappen mener seg bedre egnet til å bære.

Denne swappen blir i sin tur et eget verdipapir.

Om det koster 215.000 dollar årlig å forsikre betjeningen av en obligasjon utstedt av et amerikansk foretak pålydende ti millioner dollar, sier vi at CDS-en handles til 2,15 %, eller til 215 basispunkter (bp). Om prisen for et år siden var det halve, har kjøpere av slike swapper tjent gode penger.

De senere år har markedet for CDS-er eksplodert. I USA er det nå på rundt 45 tusen milliarder dollar i underliggende papirer (som de ti millioner dollar i avsnittet over). Hvilket overstiger mange ganger størrelsen på omfanget av utstedte obligasjoner. Hvilket igjen betyr at mange tar rene spekulative posisjoner i dette markedet. De som tror at prisen på å forsikre seg mot mislighold av en obligasjon skal opp, kjøper CDS-en. De som tror den skal ned, selger. Og markedet for CDS får klare likhetstrekk med et veddemål.

Som motpart til ti tusen milliarder dollar i underliggende papirer var Bear Stearns tungt inne i markedet for Credit Default Swaps. Ti tusen milliarder dollar tilsvarer om lag 25 norske oljefond. Eller nærmere 30 ganger Norges Fastlands-BNP i 2007. Om Bear Stearns mandag 17. mars hadde måttet legge inn årene, ville motpartene til CDS-ene som dette finanshuset hadde, også blitt rammet. Hvordan ville markedet for CDS sett under ett håndtert en slik situasjon? Og hva med finansmarkedene bredere vurdert? Ville ønsket flukt ut av usikre papirer blitt så stor at ingen markedsklarering lot seg etablere idet kjøpersiden tørket inn? Hvilke kurser måtte finansinstitusjoner som hver dag må sette opp sin balanse basert på markedsverdier, i så fall sette på sine innehav av obligasjoner som med ett ikke lot seg omsette? Og hva ville konsekvensene bli for soliditeten i finansforetakene?

Markedets organisering ikke uten betydning for systemrisikoen

CDS handles over disk, dvs. i OTC-markedet (Over The Counter). Her er to parter i hver transaksjon, selgeren av swappen og kjøperen av den. Om i stedet omsetning av Credit Default Swaps var blitt organisert over en børs, ville vi hatt tre parter, og et mer standardisert og langt mer robust system. Ved en slik organisering er børsen motpart for kjøper så vel som for selger. Begge partene betaler inn en margin til børsen, som sikkerhet for at veddemålet, som en CDS er, blir gjort opp. Denne marginen justeres daglig i lys av kursutviklingen på den aktuelle CDS.

Ved en slik måte å organisere markedet på ville en eventuell konkurs for Bear Stearns vært enklere å håndtere. Investeringsbanken ville vært mindre sammenvevd med andre aktører i finansmarkedet. Midler for oppgjør ved tapte veddemål i markedet for CDS ville allerede vært innbetalt til børsen som står for klareringen av dette markedet. En redningsoperasjon fra myndighetenes side kunne kanskje vært unngått.

Alan Greenspan under lupen

Finansnæringens fornemste oppgave er å samle opp og å kanalisere sparemidler til finansiering av gode prosjekter. I tillegg vil et modent finansmarked ha ulike instrumenter for omfordeling av risiko. Men instrumenter for å kvitte seg med risiko kan også brukes til å ta risiko. I et uoversiktlig marked kan for mye risiko ende opp på for få hender. Robustheten til det finansielle system kommer i spill.

På dette punktet vil den forrige Fed-sjefen, legendariske Alan Greenspan, kunne få problemer med sitt renommé. I oktober 2005, et snaut halvår før egen avgang, uttalte han at

“increasingly complex financial instruments have contributed to the development of a far more flexible, efficient, and hence resilient financial system than the one that existed just a quarter-century ago.”

I ettertid kan det synes som han undervurderte aktørenes villighet til å ta risiko. Og overvurderte deres iver til å redusere risikoen. Nye finansielle instrumenter innbyr til begge deler. Hvorfor markeder for slike ikke ble bedre observert og regulert av myndighetene er blant de spørsmålene man i dag stiller seg.

11. April 2008

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