

Om løfter og likviditet



Månedsbrev 12/2015

Et finansmarked karakterisert av store handelsvolum og små "spreads" tjener markedsaktørene snarere enn kundene de er ment å betjene.

Arne Jon Isachsen
Centre for Monetary
Economics (CME)

Hva er en obligasjon? Et løfte om å motta en fremtidig kontantstrøm (obligation er jo forpliktelse på engelsk). Men hvorfor skal det alltid være et løfte om fem kroner hvert år i ni år og så 105 kroner i år ti? Eller noe lignende.

Finansielle innovasjoner i obligasjonsmarkedet

Tenk på henne som snart blir 70 år og skal tre inn i pensjonistenes rekke. Som har planer om å tilbringe halve tiden i Frankrike og halve tiden i Norge. Som legger til grunn at ønsket pengebruk går noe ned over tid. Og som kan ta seg råd til et budsjett på 270.000 norske kroner hvert år de neste fem årene pluss like mye i euro, dvs. 30.000 euro. For så å trappe ned til 225.000 kroner pluss 25.000 euro hvert år de derpå følgende fem. Med bibehold av kjøpekraften, dvs. at den forventede årlige kontantstrømmen skal være korrigert for inflasjon i Frankrike og Norge.

Er det noen seriøs finansinstitusjon som kan love henne en slik kontantstrøm? Som er villige til å selge henne et løfte med denne kontantstrømmen? Hva vil i så fall prisen være?

Hvorfor er det ikke et slikt produkt i markedet (eller kanskje er det det?) Uten hovedstol. Splittet på to valuter. Inflasjonsjustert. Skreddersydd denne kunden. Mon tro om det har noe med manglene likviditet å gjøre?

Ville ikke blitt rare handelen i denne obligasjonen. Vår pensjonistvenninne ville

blitt sittende på den. Etter å ha lagt fem-seks millioner kroner på bordet – betalte "up front" for dette løftet – lever hun herrens glade dager de neste ti årene. Bruker pengene etter hvert som de triller inn. Har mer tid til barnebarna når hun ikke trenger å passe på formuen. Mer kvalitetstid med økonomien på plass.

En obligasjon er et løfte om å motta en fremtidig kontantstrøm.

Bedre likviditet kan svekke analysen

Men hvem ville fått problemer om likviditeten i markedene gikk ned? "Market practioners rather than their customers", sier John Kay i en artikkel i Financial Times den 18. november.

Overdreven likviditet i markedet kan gå på bekostning av "nøye evaluering" av utsteders evne til å innfri sine forpliktelser, hevder Kay videre, og minner om at finanskrisen som startet i USA i 2008, hadde som bakgrunn boliglån som var blitt verdipapirisert. Det vil si at man laget obligasjoner basert på kontantstrømmen disse lånene forventet å generere. Banken som hadde gitt slike lån, kunne kvitte seg med dem via obligasjonsmarkedet. Men som det skulle vise seg, da lånene "en masse" ikke lot seg betjene, var moroa over.

Slike obligasjoner, der avstanden mellom låntaker er endelig långiver er lang – over

Stillehavet eller Atlanterhavet i mange tilfeller – gjorde det ikke mulig med en skikkelig kredittvurdering fra långivers side. Han måtte stole blindt på ratingbyråer. Som av grunner vi ikke trenger å gå nærmere inn på her, gjorde en elendig jobb i mange tilfeller.

Omsetning tar overhånd

I stedet for å innovere hva gjelder produkter ulike kundesegmenter vil kunne ha glede og nytte av, går racet i obligasjonsmarkedet på mest mulig omsetning eller "trading" av den gitte mengden utestående obligasjoner. Mer handel gir bedre likviditet, sier man, ja mer handel ER bedre likviditet. Og likviditet ser det ut til at vi aldri kan få nok av. Så innoverer man da, med nye algoritmer, nye dataprogrammer, nye markedsplasser; alt for å bedre likviditeten, få opp omsetningen og putte noen få basispunkter på egen bunnlinje.

De egentlige brukerne av finansmarkedene – bedriftene og sparerne – er de tjent med denne utviklingen? Nei, mener professor Kay, et finansmarked karakterisert av store handelsvolum og små "spreads" tjener markedsaktørene snarere enn kundene de er ment å betjene. Vi trenger ikke børser der det handles hvert millisekund, sier han videre. Kundernes behov – sparerne og investorenes – ville blitt ivaretatt på adekvat vis dersom børsene var oppe en dag i uken.

Investorene ser på hverandre

En annen side av denne saken er at når likviditetsbehovet er der for alvor, idet tilliten til det løftet som jo en obligasjon egentlig er, har forduftet som dugg for solen, ja da er likviditeten borte. Ingen stiller priser lenger. Nettopp hva som hendte høsten 2008. Og som førte til at sentralbanken i USA måtte tilføre likviditet til andre sentralbanker verden rundt for å hindre sammenbrudd av de globale finansmarkedene.

Keynes' berømte "beauty contest" fanger opp poenget om at investorer ofte er mer opptatt av hva andre investorer mener enn hva de selv kommer frem til ved en grundig og sober analyse.

Se for deg en helside i avisen med bilde av hundre, vakre kvinneansikter. Sjanse for premie for deg om du gjetter rett på hvilket ansikt som vil få flest stemmer som det vakreste. Etter å ha tenkt litt over saken blir det klart at hvem du genuint synes er penest, er mindre relevant. Det er det ansiktet du tror at folk flest finner vakrest, som er det relevante. Eller hva du tror at folk flest tror at folk fest synes. Og så videre.

Sikkerhet er viktigere

Sparerne er ikke opptatt av umiddelbar likviditet. De er opptatt av sikkerhet for pengene sine. Og investorene har børser mer for å hente inn ny kapital enn for å se at egne og andres papirer løper rundt i lynrask handel.

Fordi kunder temmelig kjapt kan miste tilliten til et finansforetak og trekke pengene fort ut, stiller myndighetene i stigende grad krav til "marketability" av aktiva på balansen til banker og andre finansforetak. Men dermed reduseres universet disse selskapene kan investere i. Forventet avkastning for kunden går ned.

Er det underliggende problemet egentlig for god likviditet i mange produkter, kombinert med faren for "herd mentality" eller saueflokkatferd? Hvilket kan skape "run" på en bank uten at det er grunnlag for det? I så fall er ikke poenget å ha maksimal likviditet i markedet, men å ha optimal likviditet. Likviditeten i mange verdipapirmarkeder i dag er trolig adskillig større enn den optimale.

I slet lune?

*Jeg i slet Lune, Morgenblad?
Jeg, som kun behøver et Glimt af Solen
forat briste i høi Latter af en Glæde
jeg ikke kan forklare mig?*

Når jeg skriver om finansmarkeder og alt det rotet og all uoversiktligheten disse markedene er preget av – prøver å forstå dem, tenker på

helhetens interesse, forsøker å skjære gjennom tåkefyrsters resonnementer – avstedkommer det ikke sjelden nedlatende og sure kommentarer.

Sparerne er ikke opptatt av umiddelbar likviditet. De er opptatt av sikkerhet for pengene sine.

Som om jeg er i slett lune fordi jeg setter fingeren på ting som kan bringe andre i dårlig humør. Da er det fint å søke hen til Henrik Wergeland og hans dikt Mig Selv som han skrev i 1841. Første vers står over. Her kommer det tredje:

*Min Kats Strygen mod min Kind
udglatter alle. Hjertesaar.
I min Hunds Øje sænker jeg mine Sorger
som i en dyb Brønd.*

Sela, en labrador retriever, en skikkelig trofast venn, lys i pelsen, ligger her på teppet sitt og ser på meg. Mens vinden uler ute.

04. desember 2015

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