

Nogle aspekter af børskrakket oktober 1987

Cand.merc. Henrik Lumholdt, North Star Fund Managers

Børskrakket for nu ca. 2 år siden sætter fornyet fokus på det gamle spørgsmål om sammenhængen mellem de finansielle markeder og den øvrige økonomi. Artiklen gennemgår elementerne i en amerikansk betænkning om krakket og diskuterer dets realøkonomiske betydning i lyset af prisdannelsen på de finansielle markeder. Der argumenteres for, at traditionel økonomisk teori ingen forklaring giver på børskrakket, men at dets realøkonomiske betydning omvendt er overvurderet.

Realøkonomiske størrelser udvikler sig sjældent med samme hast som finansielle. Ændringer i forbrugskvoter, inflationstakter m.v. giver vel bl.a. derfor sjældent anledning til så voldsomme reaktioner fra politisk hold som ændringer i f.eks. obligations-, aktie- og valutakurser. Børskrakket i oktober 1987 gav betydeligt røre i navnlig den amerikanske regering. Præsident Reagan nedsatte umiddelbart efter kursskredet et hurtigtarbejdende udvalg som skulle analysere begivenhederne (»the Presidential Task Force on Market Mechanisms«), hvis resultater siden er blevet publiceret i the Journal of Economic Perspectives¹.

Udvalget kommer et langt stykke i at tilbagevise en række af de mulige forklaringer på krakket. Udfra empiriske beregninger tilbage til 1928 påvises det, at situationen næppe kan opfattes som et uundgåeligt resultat af en stigende volatilitet i aktiemarkedet, da

denne gennem flere perioder har ligget på et væsentligt højere niveau end i de senere år. Samtidig demonstreres det, at mens fundamentale faktorer naturligvis på et eller andet plan må ligge til grund for udviklingen, byder sådanne forhold ikke på nogen forklaring på tidspunktet for krakket. Hertil kommer, at den bemærkelsesværdige internationale spredningseffekt der opstod står uforklaret hen udfra fundamentale forhold, da disse antager ganske forskellig vægt blandt de lande der blev berørt.

Udvalget gennemgår grundigt de mange og komplicerede handelsprocedurer der anvendes på moderne børser og udviklingen på de to skæbnessvangre dage d. 19. og 20. oktober. Nogen egentlig forklaring på krakket præsenteres dog ikke. I en central sentens i konklusionen hedder det:

»Crises such as the one in October remind us that we do not live in the economist's »frictionless markets««. The stock market's infrastructure – including computerised trading systems, and market making and clearing mechanisms – are only equipped to handle a limited rate of volume flow and price change. These »institutional constraints« are usually fairly visible; but when the pressure on them is great enough, a variety of breakdowns can occur«. Og den fortsætter:

»In a world without institutional constraints, a one-day 500 point stock market fall would look just like a scaled-up version

of a one-day 50 point drop, or like 10 days of 50 point declines strung together.«²

Det kan anføres, at hvis et system (i dette tilfælde det finansielle) har tilstrækkelig kapacitet til at modstå et givet pres, giver presset ingen problemer i sig selv. Dermed har man ikke givet nogen forklaring på presset, men synspunktet i betænkningen synes at være, at dette måske i sidste ende er mindre interessant, hvis der opstilles effektive procedurer til at administrere en sådan situation. Det væsentligste bidrag fra betænkningen er derfor de anbefalinger der opstilles. De er flg.:

1) Reguleringen af handelen på futures, options- og aktiemarkedet bør centraliseres hos een enhed, snarere end, som nu, at blive varetaget af to selvstændige enheder.

2) Der bør opstilles procedurer til standsning af handelen i lignende krisesituationer, »circuit-breaker mechanisms«.

3) Clearings- og afviklingssystemerne på de forskellige markeder bør forenes med henblik på at mindske »inter-market credit exposures«.

4) Overdækningskrav (»margin requirements«) på de forskellige markeder bør gøres konsistente.

I betænkningen demonstreres det, at eksistensen af separate »clearinghouses« for aktie-, futures- og optionshandelen på den amerikanske børs havde den effekt, at handlende børsfirmaer blev registreret for deres nettoposition i f.eks. futuresmarkedet, uden at modgående positioner til afdækning heraf i aktiemarkedet optrådte hos det enkelte »clearinghouse«. Derved blev de egentlige positioner overvurderet med resulterende unødvendige »margin calls«, d.v.s. krav om indbetaling af yderligere kapital til overdækning af positioner i løbet af kursfaldet. Li-

kviditetsbelastningen på systemet blev derfor tilsvarende større og nødvendiggjorde en kraftigere indsats fra den amerikanske Nationalbank. Punkterne 1), 3) og 4) er derfor aspekter af samme problemstilling, nemlig mangel på samordning af børshandelen. Det anbefales i den sammenhæng, at Nationalbanken tildeles en mere central rolle p.g.a. af dens økonomiske styrke. Uden den likviditetsstillelse Nationalbanken tilvejebragte, kan man kun gætte på hvor langt kursfaldet og den medfølgende ustabilitet var gået.

Mere kontroversielt er imidlertid spørgsmålet om en egentlig standsning af børshandelen. Når kursfald på over 20% i løbet af en time efterfølges af tilsvarende stigninger, kan man betvivle kursernes informationsmæssige værdi. Investorer som havde indgivet købsordrer havde ingen mulighed for at vide til hvilken kurs handelen ville blive eksekveret og panikken blev derfor tilsvarende større. Et fuldstændigt stop for handelen skulle kunne modvirke en sådan effekt, hvis der samtidig blev iværksat procedurer til en retablering af informationsniveauet. Der argumenteres fremdeles:

»When people are attempting to draw inferences from market prices, those prices are in a sense a public good – the more informative they are the better. An individual trader does not take into account the fact that his (rational) actions may contribute to the overall disorder in such a way as to make prices less informative to others. When these externalities are significant in magnitude (as it is likely they were at times during October 19th and 20th), intervention that seeks to disseminate information and establish prices based on broader consensus can make everybody better off«.³

Hvorledes retableres informationsniveauet da? Udvalget foreslår helt konkret, at ordre-bøgerne gøres offentligt tilgængelige med

henblik på at markedsdeltagerne får den nødvendige indsigt i udbuds- og efterspørgselsforholdene. Dette skulle gøre det mere attraktivt at bringe sin handel »til torvs« end de signaler stærkt fluktuerende priser giver. Argumentet er vanskeligt at afvise. Men det vil næppe blive let at vinde ordlyd for sådanne procedurer blandt markedsdeltagere som er sårbare overfor offentliggørelse af deres nettopositioner, fordi et væsentligt element i arbitragehandelen netop er, at disse positioner ikke kendes. Det er sin sag at skulle afdekke f.eks. en salgsordre i et marked, hvor alle ved, man skal af med papirerne.

Prisdannelsen på finansielle aktiver

Finansiell økonomisk teori giver en meget nøgtern forklaring på kursdannelsen på finansielle aktiver. Kursniveauet antages at udtrykke markedsdeltagernes (gennemsnitlige) kapitalisering af fremtidige nettobetalingen til ejeren af aktivet, idet kapitaliseringen foretages med den relevante alternativrente ved investering i aktiver i samme risikoklasse.

Det er svært apriori at argumentere mod denne teori, som blot forudsætter at markedets gennemsnitlige deltager ræsonnerer således. Ikke desto mindre kan den virke noget gold overfor den empiriske virkelighed. Hvilke forhold skulle da kunne give anledning til, at denne kapitalisering pludselig foregår ved en helt anden rente, som ved et børskrak?

Navnlig to egenskaber ved finansielle markeder adskiller dem fra andre markeder. Den første er, at markederne i det væsentlige er beholdningsmarkeder, idet tilgangen til markederne normalt er ubetydelig i forhold til den samlede masse af fordringer. Det er med andre ord den samme beholdning der skifter hænder, og primært prisen der varetager clearing af markedet. Det andet, og måske

mest afgørende, er karakteren af den »vare« der handles. Besiddelse af finansielle aktiver er ikke udtryk for noget forbrug i gængs forstand; udover at tilvejebringe et afkast giver aktivet ingen »nytte«.

Efterspørgselen efter aktivet afhænger af vurderingen af dets relative fordelagtighed som værdiopbevaringsmiddel. Et spørgsmål der melder sig er, om indkomst- og substitutionseffekter fra varemarkedsmodellen egner sig til forståelse af denne efterspørgsel.

Pengeteorien tjener til belysning. Vanskeligheden ved at sidestille penge med andre varer har betydet, at der måtte udvikles en særlig teori for deres efterspørgsel. Først med Friedmans bidrag og udviklingen af moderne porteføljevalgsteori opstod en ramme, hvor det var muligt at forstå penge på en måde, som i det mindste gav associationer til den generelle efterspørgselsteori. Karakteristisk er dog, at der ingen egentlig forklaring gives på pengenes »egennytte«.

Når obligationer og andre aktiver i investors portefølje giver en »rente« (forrentning), påvirker højden herpå penges relative fordelagtighed. Men hvilken rente er der tale om, når alternativerne til pengehold er risikobetone- de aktiver? Porteføljevalgsteorien giver det svar, at investor sammenholder risiko og forventet afkast og diversificerer sin portefølje. Pengeefterspørgselen bliver da udledt residualt af efterspørgselen efter finansielle aktiver med formuen som begrænsning. Er afkast på finansielle aktiver tilnærmelsesvis normalfordelte vil standardafvigelsen herpå være et fuldstændigt udtryk for aktivets risiko⁴. Dette bliver da sammenholdt med den forventede værdi i investors indifferensfunktion. Teorien giver ikke svar på, over hvilken periode investor antages at beregne denne standardafvigelse og hvor ofte skønnet revideres.

Forventningsdannelsen på finansielle markeder

Hvis markedet overvejende baserede sin vurdering af finansielle aktiver på forventet afkast og standardafvigelse på afkastet, hvorledes kan det da forklares, at der opstår pludselige kursskred og perioder med voldsomme fluktuationer i kursdannelsen? Dette synes ikke at være foreneligt med en forventningsdannelse i markedet som rækker langt bagud og derfor kun langsomt tilpasses kortsigtede kurspåvirkninger.

Antages det omvendt, at markedet anvender kortsigtede estimater, ville det tilsvarende være lettere at forklare kortsigtede fluktuationer. Men kortsigtede estimater vil normalt være ustabile og stride mod den rationalitet der antages porteføljevalgsteorien. Det kan anføres, at eksogene stød, f.eks. offentliggørelsen af ny information er årsagen til de fleste kursudsving. Konfronteret med den observerbare virkelighed synes dette en god beskrivelse. Men den er kun forenelig med en kortsigtet forventningsdannelse og tilpasning i markedet.

Hvis denne kritik er berettiget, medfører det, at tankegangen fra prisdannelsen på varemarkedet bliver desto mere uanvendelig, jo mere risikobetonet aktivet er. Jo større en del af afkastet på et aktiv der afhænger af det fremtidige kursniveau, jo større er aktivets risiko cet.par., med mindre investors tidshorisont er uendelig (aktier) eller svarer til aktivets løbetid (obligationer). Hvis kursen på et aktiv med høj risiko på et givet tidspunkt er 200, hvad er da efterspørgselen ved kurs 180? Svaret er vel, at dette kan man i realiteten ikke svare på, punktet kan ikke specificeres. Det er oplagt, at tilbydes markedet aktivet til kurs 180 på et tidspunkt, hvor det handles til 200 vil efterspørgselen på et velfungerende og likvidt marked i princippet være uendelig. Men der foreligger intet om situa-

tionen hvor kursdannelsen har medført en bevægelse fra kurs 200 til kurs 180.

Når kurstab eller -fald bliver det overvejende element i afkastet, bliver det vanskeligt at operere med en substitutionseffekt: Aktivet bliver ikke relativt mere attraktivt i forhold til andre aktiver p.g.a. et kursfald, med mindre dette har skabt forventning om fremtidige kurstigninger. Tilsvarende opnår investor ingen positiv indkomsteffekt ved at kunne købe aktivet til en lavere kurs, da der ingen gevinst deri ligger, med mindre sandsynligheden for fremtidige kurstigninger er forøget p.g.a. faldet. Sidstnævnte er i strid med teorien om effektive markeder.

Går man konceptuelt i retning af større sikkerhed i aktivet, bliver billedet klarere. En kortfristet obligation der er faldet i kurs bliver tydeligt relativt mere fordelagtig i forhold til penge. En langfristet obligation der er faldet i kurs, vil ganske vist, som den korte, give en højere effektiv rente til udløb, men kortsigtet frygt for yderligere kursfald kan afholde investorerne fra at købe den. Med aktier kan billedet blive endnu mere uklart.

Porteføljevalgsteorien har givet et væsentligt bidrag til forståelsen for aktivsammensætning på det principielle plan. Men den byder ikke på en forklaring på de voldsomme fluktuationer i aktivpriser der kan observeres. Tilsvarende synes tankegangen fra varemarkederne at være uegnet til forklaring af prisdannelsen på finansielle aktiver hvor risiko-elementet er dominerende.

Finansiell økonomiske teori savner stadig en forklaring på de særegne forventningsmekanismer, der kan skabe situationer som i oktober 1987. Nyere forsøg på at inddrage stokastisk teori tegner til at kunne give resultater, men de bud der er fremkommet er stadig vanskelige af forene til en generel ramme.⁵

Effektive markeder

Hvis udviklingen i prisen på et finansielt aktiv fra tidspunkt $t=0$ til tidspunkt $t=1$ ikke følger nogen systematik, kan der ingen kursgevinster opnås ved at analysere den tidligere kursudvikling. Dette er meget kort fortalt den efterhånden velkendte teori om effektive markeder, som derfra går videre til at konkludere, at et marked som opfører sig på denne måde må udtrykke al den tilgængelige (relevante) information. Kun fremkomsten af ny information kan medføre kursændringer.

At det er vanskeligt at finde et mønster i kursudviklingen på finansielle markeder kan ikke benægtes. Dertil kommer, at der er betydeligt empirisk belæg for hypotesen om de finansielle markeders uforudsigelighed.⁶ Men er det derved samtidig fastslået, at den ressourceallokering der varetages på de finansielle markeder lever op til idealerne fra den fuldkomne konkurrencemodell? Svaret må afhænge af, om man mener, at en investor som har købt en aktie d. 18. oktober 1987 og derefter oplever et tab på 25% i løbet af to dage, må stille sig tilfreds, da han købte aktivet til en pris som udtrykte al tilgængelig information.

Strengt taget kan den opfattelse godt forsvares. Forventningsdannelsen på finansielle markeder implicerer, at fremkomsten af ny information har betydning principielt i al fremtid. Kapitaliseringen heraf på kurserne kan selvsagt antage betydelige værdier. Begivenhederne i oktober 1987 gav imidlertid et eksempel på kursfald i perioder, hvor stort set ingen ny information fremkom.⁷ Dette skulle ikke kunne lade sig gøre på et effektivt marked. Om sådanne isolerede observationer skal give anledning til at afvise teorien kan diskuteres. Men hvis det ikke kan udelukkes, at situationen i oktober 1987 vil gentage sig, er det et spørgsmål, om det kan fastholdes, at kursen til enhver tid vil give et

pålideligt billede af den underliggende realøkonomi.

Krakkets realøkonomiske betydning

Hvis den samlede fordringsmasse i en økonomi nedskrives, er økonomiens realformue da faldet? Krakket i -87 gav anledning til udtalelser om, at der nu var »tabt« værdi for milliarder, og skøn for realvæksten i verdensøkonomien blev revideret på baggrund af beregninger af antaget nedgang i forbrug m.v. Med »the benefit of hindsight« kan det nu anføres, at disse antagelser vist var overdrevne. Der har ikke kunnet konstateres nogen tendens til international recession, og børskurserne er stort set på alle implicerede markeder tilbage til »præ-krak«-niveauet. Mere interessant er det imidlertid, hvorvidt et sådant kursskred principielt skal tillægges nogen realøkonomisk betydning.

Debatten om formueeffekter er, som velkendt, ikke ny. Et af de første angreb på den Keynes'ske ligevægtsmodel var Pigou's anførelse af, at prisfald i en økonomi via den stigning det medfører i økonomiens realkasse (formue) måtte have en aktivitetstimulerende effekt, da formuen indgår som argument i forbrugsfunktionen. Pigou måtte dog siden erkende, en denne effekt i princippet må »nette ud« indenfor den private sektor. Den eventuelle tilbageværende effekt må da gå på samspillet mellem den private og den offentlige sektor. Senere indslag i debatten har gået på, at selv hvis den private sektor opnår en positiv formueeffekt på statens bekostning, vil en rationel forventningsdannelse medføre, at de hertil svarende fremtidige skatteudskrivninger foruddiskonteres i forbruget, hvorved effekten forsvinder.⁸

Hvis en del af agenterne i økonomien opnår en formuegevinst p.g.a. stigninger i prisen på de aktiver de holder, er der ganske vist fremkommet en mulig forbrugsudvidelse blandt

dem. For at realisere den er det imidlertid nødvendigt at realisere aktiverne, hvorved købersiden bliver inddraget. Her er billedet præcist det modsatte, da de højere aktivpriser medfører en tilsvarende større binding på formuen. Der kan dog være forskel i sektorernes forbrugstilbøjelighed som kan medføre en nettoeffekt. Et generelt prisfald vil f.eks. begunstige långivere i forhold til låntagere. Er sidstnævnte gruppe især yngre familier med en lav opsparingskvote vil nettoeffekten være negativ.

Det er nærliggende at anføre, at effekten at stigninger og fald i aktiekurserne, på samme måde som Pigou måtte erkende, vil udlignes på makroplan. Forestiller man sig, for enkeltheds skyld, et aktiemarked bestående af tre personer, kan det udmærket tænkes at handelen mellem dem medfører en vedvarende stigning i kurserne. A sælger til B til kurs 100, som sælger til C til kurs 120 i næste periode, som derefter sælger tilbage til A til kurs 140 etc. Stigningerne opstår alene p.g.a. forventninger om yderligere stigninger. Her ved realiseres kursgevinster i det uendelige, men er denne miniøkonomi derved blevet rigere? Næppe. Aktiernes værdi vil ganske vist udgøre en stadig større del af den samlede formue, men der er ikke derved fremkommet en større købekraft. Er der derimod i perioden opstået en indtjeningsfremgang i virksomhederne, udtrykker kursstigningerne en ægte formuetilvækst, som på et eller andet tidspunkt vil blive udbetalt i form af dividende.

Kursskredet i oktober 1987 er næppe udtryk for, at værdi blev tabt »overnight«, men snarere en illustration af, at de finansielle markeder undertiden vil give et noget forvrænget, eller i det mindste tidsforskudt, spejlbillede af realøkonomien. Dermed bør de også anvendes med forsigtighed som målestok for den tilstand.

Litteraturhenvisninger

- (1) Greenwald, B. & Stein J., »The Task Force Report: The Reasoning Behind the Recommendations« The Journal of Economic Perspectives, Vol. 2, pp. 3-23, 1988. Jfr. endvidere: Gammill, J.F. Jr. & Marsh, T.A., »Trading Activity and Price Behaviour in the Stock and Stock Index Futures Market in October 1987«, The Journal of Economic Perspectives, Vol. 2, pp. 25-44, 1988 og Leland, H. & Rubinstein, M., »Comments on the Market Crash: Six Months After«, The Journal of Economic Perspectives, Vol. 2, pp. 45-50, 1988.
- (2) Op. cit., p. 17.
- (3) Op. cit., p. 18.
- (4) Den generelle porteføljevalgmodel er bl.a. beskrevet i Haley & Schall, »The Theory of Financial Decisions«, McGraw Hill, 1979, i penge-teoretisk sammenhæng i Goodhart, C.A.E., »Money, Information and Uncertainty«, The MacMillan Press 1981.
- (5) Se iøvrigt analysen i Timmermann, A., »Børskrakket i oktober 1987«, Nationaløkonomisk Tidsskrift, 1989. Nr. 1.
- (6) Se f.eks.: Copeland & Weston, »Financial Theory and Corporate Policy«, Addison-Wesley Publishing Company 2nd Edition 1983.
- (7) Jvr. Greenwald & Stein, op.cit.
- (8) En teorihistorisk gennemgang gives i Tobin, James: »Asset Accumulation and Economic Activity«. The University of Chicago Press, 1980.