

Aksjemarkedet – en ustabil, syklisk prosess

(ca. 9.500 tegn med mellomrom)

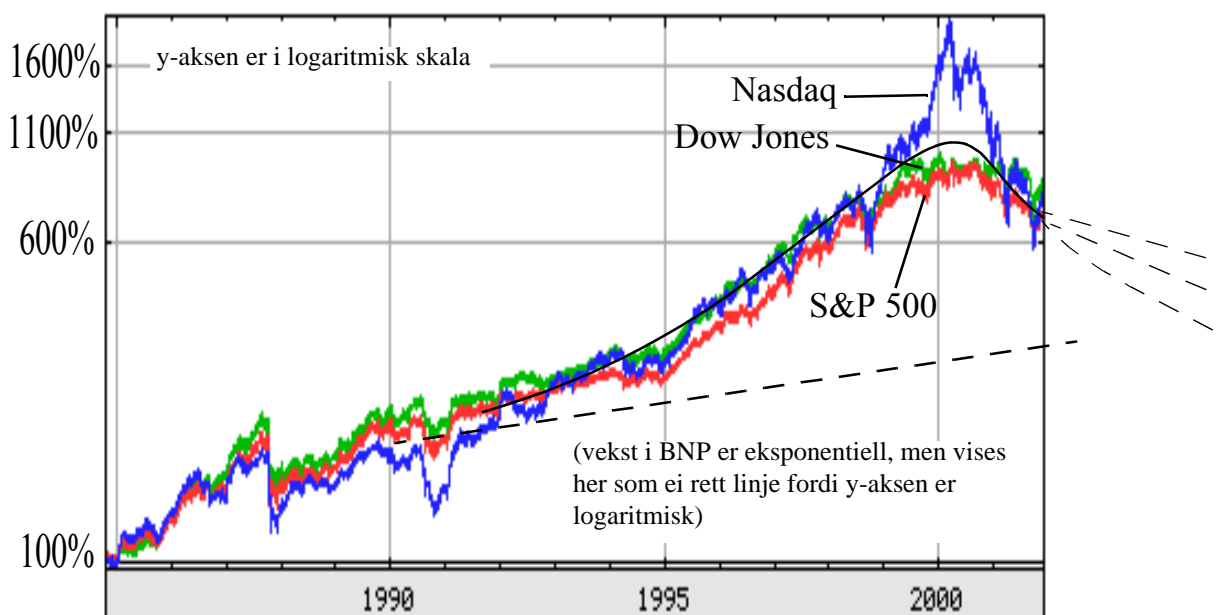
Ingress: Aksjemarkedet svinger i lange bølger med store utsving. Dette er ikke bare et spill med risiko for spekulantene, men også farlig for realøkonomien. Og det er unødvendig, for disse svingningene kan reguleres bort gjennom et fullt gjennomførbart reformtiltak, hevder Trond Andresen.

Denne artikkelen bygger på arbeid med en matematisk modell [1] av et *aksjemarked*. Jeg skal forsøke å forklare essensen av modellen verbalt. Men først en avstikker til lærebøkene i økonomi. De forklarer aksjemarkedets virkemåte slik: En stor mengde “aktører” handler aksjer på børsen. De har forskjellig vurdering av inntjeningsutsiktene til de enkelte firma. Men gjennomsnittlig antas de å ha korrekt informasjon (så “korrekt” som det er mulig å kjenne framtida). Når et firma f.eks. har fått en stor kontrakt, bedres firmaets utsikter og aksjens pris er plutselig blitt for lav i forhold til dette. Flere kjøpere enn selgere melder seg, prisen stiger inntil et nytt likevektsnivå er nådd, hvor like mange vil selge som kjøpe. På denne måten, sier teorien, vil børsen gjennom prisendringene fortelle hvordan deltakernes “kollektive hjerne” løpende vurderer bedriftene. Børsindeksen, som er en veiet sum av mange bedrifters aksjekurs, ville da grovt sett fulgt den stiplede linja i figuren (neste side), ei linje som svarer til (den ikke inflasjonskorrigerte) veksten i økonomien (her: USA). Indeksen ville riktignok gjort små hopp opp eller ned, når sentralbankens styringsrente settes ned eller opp, eller ved hendelser i store selskaper som veier tungt i indeksen. Men i vår sammenheng er linja i figuren god nok.

Hadde denne teorien vært riktig, ville aksjemarkedet vært en relativt harmløs affære. Men i figuren vises også den *virkelige* utviklinga av verdens viktigste aksjemarked, målt ved de tre hovedindeksene i USA: Nasdaq, Dow Jones, og S&P 500. De har forskjellige forløp fordi bedriftene er vektet inn forskjellig i hver indeks. Nasdaq-indeksen, som er dominert av IT-selskaper, har hatt en mye mer dramatisk vekst og fall enn de to andre, men disse har også passert sin topp. Den tynne krumme linja i figuren indikerer et slags grovt gjennomsnitt av de tre indeksene. Vi ser altså at det virkelige aksjemarkedet oppfører seg annerledes enn det teoretiske: I den første fasen over mange år vokser det mye brattere enn BNP, for så å synke kraftig over etterfølgende år. Figuren viser bare den siste langsiktige bølgen i aksjemarkedet, men empiriske undersøkelser forteller at det har vært flere slike mangeårige opp- og nedganger tidligere. Robert Shiller [2] spår på dette grunnlaget at når toppen er passert vil man ha grovt sett *ti år* med nedgang før en ny langsiktig oppgang starter. Se den krumme linja i figuren, og tre mulige “prognoser”. Merk at Shillers (og mitt) syn står i sterk motstrid til utsagn i finanspressa om at nedgangen vil snu i løpet av noen måneder – eller til neste år, i følge OECD: “....det blir negativ vekst for USA både i andre halvår i år og første halvår neste år. Men allerede andre halvår neste år er den amerikanske veksten oppe i 3,8 prosent og der holder den seg ut 2003”.

For å kunne diskutere mekanismen bak dynamikken i figuren, trenger vi noen begreper: Når en aksje er overpriset, betyr det at dens inntjening ikke står i noe rimelig forhold til dens pris. Et mål som brukes er den såkalte p/e-verdi, ”price/earnings ratio”, forholdet mellom pris og fortjeneste. Jo større p/e, jo verre. Hvis bedriften for eksempel tjener inn 5% pr. år av samlet aksjeverdi, er $e/p = 0.05$, og p/e-verdien blir $1/0.05 = 20$. La oss anta at bedriften betaler 3% i utbytte, og re-investerer de resterende 2%. Aksjen gir altså 3% i avkastning. Dette er lavere enn en annen og helt sikker finansiell plassering, statsobligasjoner, som kanskje gir 5-6%. Så hvis aksjen skal være interessant å kjøpe, eller beholde, ved en p/e-rate så høy som 20, må eieren ha klare forvent-

ninger om *verdistigning*. For avkastningen på en aksje består av *summen* av utbytte og verdistigning. Og summen kan bli langt høyere enn 6%.



Det var spillet rundt verdistigning, spesielt i USA og spesielt med Internett-selskaper, som førte til det rekordhøye prisnivået som passerte toppen i januar–mars 2000 ($p/e = 44$ for den mest representative indeksen, S&P 500, mye høyere for Nasdaq). På vei mot denne toppen kjøpte man ikke aksjene p.g.a. det ubetydelige utbyttet, men i forventning om verdistigning, *som er en sjøloppfyllende profeti*. For når flere tenker slik, stiger prisene p.g.a. økt etterspørsel, noe som bekrefter at dette er "smart" og det får enda flere til å kjøpe. Bankene gir villig vekk kreditt, dermed strømmer mer og mer penger inn i aksjemarkedene. P/e drives ytterligere i været. Merk at aktørene ikke handler på grunnlag av den enkelte bedrifts framtidsutsikter, men *ut hva de tror andre aktører vil gjøre*. Vi har en prosess med minimal forankring i realøkonomiske vurderinger – den er som et pyramidespill; den er ustabil.

Men etter hvert som p/e stiger, erkjenner flere og flere aktører at aksjene er overvurderte. Noen av dem kjøper mindre enn før, eller selger. Kursstigninga vil da flate ut. Og da blir aksjeeierne mer og mer avhengig av utbyttet aksjen kan gi – et utbytte som på grunn av den høye kursen blir så lavt som 0–2%. Nå vil flere og flere tenke: Hvorfor bli sittende med et slikt verdipapir som i tillegg er risikabelt, når du kan selge det og i stedet kjøpe en sikker statsobligasjon som gir deg 5–6%? Noen vil gjøre dette, det vil føre til at aksjekursene vil begynne å synke, noe som gjør enda flere nervøse. Vi får dermed en sjølførsterkende (dvs. ustabil) prosess også på nedtur – ikke bare på opptur. Etter flere års nedgang er aksjene blitt så billige (p/e under ca. 10) at flere vil kjøpe enn selge, og en ny langsiktig oppgang starter. Varigheten av en slik syklus, som ikke er uker eller måneder, men mange år, *bestemmes i minimal grad av realøkonomien (eller ytre begivenheter som 11. september)*. Den skyldes tregheten i forplantning av stemning blant "aktørene".

Økonomenes matematiske modeller av aksjemarkeder handler ikke om det som er beskrevet ovenfor, men nesten bare om de *kortsiktige* dag-til-dag-svingningene på markedet – den såkalte volatilitet. Disse svingningene er ikke noe stort problem (bortsett fra at de gir levebrød til et unødige stort sjikt av meglere m.fl., som kunne gjort samfunnsnyttig arbeid i stedet). Forskninga forholder seg lite til det virkelig farlige fenomenet: Langsiktig og uopphørlig kursvekst over mange år til urealistisk høye nivåer som åpner for panikk og krasj, som så følges av mangeårig kursnedgang, før en ny syklus starter. Dette er først og fremst farlig fordi aksjemarkedet fungerer

som en “generator” for stemning som slår inn i realøkonomien. Når en syklus passerer toppen og krasj, langsiktig nedgang og pessimisme setter inn, bruker folk mindre penger, og bedriftene reduserer investeringene. Dette senker etterspørselen, øker arbeidsløsheten, og forsterker pessimismen ytterligere. Dermed får stemningsskifter i aksjemarkedet realøkonomisk betydning, det er ikke bare et Kasino hvor noen spilleres tap er andres vinning. Å snu en slik nedadgående spiral er svært vanskelig, fordi stemninga har så stor treghet – det blir som å prøve å få en supertanker til brått å skifte kurs. Senket rente er et lite effektivt instrument, slik vi har sett i Japan som ikke kommer ut av sin 10-årige depresjon tross utlånsrente på null, og USA som har sett liten effekt av store rentekutt det siste året.

Det er kanskje håpløst å foreslå å reformere aksjemarkedet, men jeg tror følgende forslag ville hatt en stabiliserende virkning, og det ville vanskelig kunne omgås: Lag et system for eierskap som er slik at langsiktig overprising blir en umulighet! La eierandelens tiltrekningskraft ligge i utbyttet, og bare det! Jeg tenker meg at bedriftene til enhver tid har sitt eierskap organisert i form av aksjer som “nullstilles”. Aksjen har en gjennomsnittlig “løpetid” på – la oss si – 5 til 10 år, akkurat som en obligasjon. I denne perioden mottar innehaveren det utbytte som han/hun har vært med på å vedta på generalforsamling, som i dagens system. Men en gitt aksje kan bli “innfridd” når som helst i perioden. Dette utløses av et datastyrt loddtrekningssystem drevet f.eks. av Børsen. En eier vil da få beskjed om at din aksje nr. XXX er innfridd av bedriften til pålydende verdi, og det aktuelle beløp er vedlagt. Ønsker du å opprettholde din innflytelse, kan du fornye den til samme pris, eller du kan kjøpe aksjer i en annen bedrift. Dette systemet vil umuliggjøre langsiktig overprising, for hvem vil by mye mer for et verdipapir som når som helst kan bli innløst til pålydende?

Systemet vil også ha en annen god virkning: Det vil i større grad gjøre aksjemarkedet til det økonomisk teori sier det skulle være – en innretning for løpende å kanalisere ledige midler til den del av næringslivet som flertallet av aktører tror har de beste utsikter. Dette i motsetning til i dag, hvor aktørene deltar i et psykologisk spill mot hverandre, et spill hvor stadig mer penger sirkulerer i eksisterende aksjer, og utstedelse av nye verdipapirer (”frisk kapital”) er et helt sekundært trekk.

Til slutt må nevnes at reformforslaget har visse uheldige bivirkninger, som heldigvis kan motvirkes. Det er ikke plass til å gå inn på det her, men jeg runder av med å påstå at forslaget er fullt mulig å gjennomføre, og at det vil ha den tilsiktede stabiliserende virkning!

[1] se http://www.itk.ntnu.no/ansatte/Andresen_Trond/dwnld/stockm-0901.pdf

[2] Shiller, Robert J. (2000), Irrational Exuberance, Princeton University Press, Princeton