

Dagens Næringsliv, 8/9 2006

Førsteamanuensis Hilde C. Bjørnland  
Institutt for samfunnsøkonomi  
Handelshøyskolen BI

## Hva driver aksjemarkedet?

*Dagens aksjemarked er uberegnelig. Dette burde finansanalytikere, långivere og andre som flytter penger, daglig fortelle sine kunder.*

For to dager siden kunne man på forsiden i Dagen Næringsliv (DN) lese at nå er norsk økonomi på kokepunktet. 10 kvartaler med vekst har gitt oss den lengste sammenhengende oppgangen i nyere tid. Og økonomene tror på fortsatt vekst.

For dem som husker så "langt" tilbake som mai i år, må det virke noe underlig at da var forsiden på DN og andre aviser preget av overskrifter av langt mer dramatisk karakter. Da var det frykten for børskrakk som var gjeldende. Og selv om krakket ikke kom, falt børsen med over 15 prosent på noen få dager.

Men hvordan kan aksjemarkedet falle dramatisk i en periode hvor man observerer kvartal etter kvartal med høy realøkonomisk vekst? Er det da ingen kobling mellom realøkonomien og aksjemarkedet? Eller for å si det på en annen måte, drives ikke aksjemarkedet av de samme underliggende faktorene som resten av realøkonomien (investeringer, forbruk, utenrikshandel, produksjon, sysselsetting)?

Selvsagt har realøkonomien innflytelse på aksjemarkedet, problemet er bare at markedet overstyres av uberegnelige faktorer som gjør utviklingen i aksjemarkedet uforutsigbart. Dette burde finansanalytikere, långivere og andre som flytter penger, daglig fortelle sine kunder. Og ikke bare i dag, aksjekursen kan i perioder ligge enormt langt vekk fra de mer langsiktige fundamentale verdier. Oppgangen i aksjemarkedet de senere år har vært langt større enn det man kan forklare med grunnleggende forhold som har gitt vekst i resten av økonomien. At børsfallet kom akkurat i mai, hadde de færreste forutsett. At børsen på ett eller annet tidspunkt ville falle (eller korrigere seg - alt ettersom hvordan man ser det) kan imidlertid ikke ha kommet som noen overraskelse.

Dessverre hjelper det lite om man er en enslig svale som predikerer at aksjemarkedet vil korrigere seg ned, så lenge mange deltagere i aksjemarkedet fortsetter sin irrasjonelle adferd med å spekulere i at kursene for evig og alltid skal opp. Det er først når de store investorene trekker seg ut at panikken vil bre seg. Da får man de store kursbevegelsene, drevet av frykt. De store investorene kan så på et senere tidspunkt gå inn igjen og kjøpe aksjer for en lavere pris for derved å drive aksjekursene oppover. De mange små investorer taper, de store vinner og aksjemeglerne tjener penger.

Det er i denne sammenheng at de som tolker og skriver (i media) om aksjemarkedet har en stor utfordring. Nyere forskning viser at markedet overreagerer når det kommer ny

informasjon som ikke er forventet (innarbeidet i markedet). Særlig i forhold til indikatorer og utsagn som sier noe om forventet pengepolitikk. Et interessant men litt utradisjonelt arbeid i denne sammenheng hørte jeg på en konferanse jeg var på tidligere i sommer. To forskere, Michelle Bligh og Gregory Hess, henholdsvis sosiolog og økonom, hadde analysert taler, pressekonferanser og utsagn fra Greenspan for å se hvordan dette påvirket markedet. Ved å se på alle ordenes lingvistiske betydning har de så funnet at det er særlig ord/setninger som uttrykte sterk grunn for bekymring for den økonomiske utviklingen som førte til en systematisk overreaksjon i markedet. To konklusjoner kan trekkes ut av dette. For det første viser dette at kommunikasjonen fra Greenspan ble tatt alvorlig i markedet. For det andre betyr dette at selve den språklige utførelsen i den skriftlige og muntlige kommunikasjonen kan være et effektivt virkemiddel for sentralbanken (Fed) til å påvirke markedet.

Overreaksjon i ett marked smitter imidlertid lett over på et annet. Dette ble vist i en studie av Michael Ehrmann, Marcel Fratzscher og Roberto Rigobon i fjor. De tre forskerne fant at det er en stor samvariasjon mellom finansmarkedene i Europa og USA. Påvirkningen er imidlertid størst når den går fra USA til Europa. Over 25 prosent av kursbevegelsen i Euro området kan tilskrives direkte påvirkning fra USA. Det er imidlertid viktig å merke seg at denne samvariasjonen gjelder kun på kort sikt. På lengre sikt vil de individuelle aksjemarkedene i større grad reflektere verdien på fremtidig fortjeneste i markedet.

Det hjelper imidlertid lite for en investor å vite at aksjemarkedene over tid vil reflektere fundamentale forhold, så lenge de på kort sikt kan bevege seg i alle retninger. Analytikere og ikke minst de som skriver i media har derfor et betydelig ansvar for hvordan man bringer informasjon ut til potensielle investorer. Man bør sette økonomiske nøkkeltall mer i perspektiv. Slik jeg ser det, er det ofte for stor fokusering på kortsiktige bevegelser i markedet som feilaktig blir tolket som langsiktige trender. Selvsagt skal aviser selge, men de bør ikke forvirre.