



Fredagskronikken

Ola Kvaløy, dekan og professor i samfunnsøkonomi, Handelshøgskolen ved Universitetet i Stavanger



Alexander Cappelen Bård Harstad Ola Kvaløy Katrine Løken Simen Markussen Mari Rege Karen H. Ulltveit-Moe

Ola Kvaløy Bobler til besvær

Det er for tiden mange som ser tegn på finansielle bobler. Selv om de nærmest er umulig å identifisere, er det viktig å erkjenne at de faktisk eksisterer, og forstå hva som forårsaker dem.

● I desember 2014 annonserte president Barack Obama at USA ønsket å myke opp forholdet til Cuba. Dette var en viktig politisk og historisk begivenhet, med potensielt stor betydning for mange mennesker. Man forventet også økonomiske gevinster, noe som ga seg utslag i kursutviklingen på enkelte aksjer og fond.

Det mest spektakulære utslaget kom imidlertid hvor det ikke burde komme, i hvert fall hvis man tror på hypotesen om effektive markeder hvor prisene alltid er riktige. Aksjefondet Herzfeld Caribbean Basin Fund steg med hele 70 prosent umiddelbart etter annonseringen. Fondet er et såkalt lukket fond (closed-end mutual fund), som handles direkte på børsen, og som innehar en fast mengde aksjer i ulike selskaper. Det er dermed enkelt å regne ut fondets verdi, ut fra verdiene på aksjene som fondet eier.

Det er gjennom psykologien man håper å kunne forsvare aktiv forvaltning og aksjeplukking.

Herzfeld Caribbean Basin Fund bærer tilfeldigvis ticker-navnet CUBA, men har ingenting med Cuba å gjøre. Verdien på de underliggende aksjene i fondet endret seg heller ikke da Obama annonserte sin nye Cuba-politikk. For fondet derimot, var altså

historien annerledes. Riktignok falt prisen noe tilbake rett etter den umiddelbare stigningen, men det var først ti måneder senere at prisen var tilbake der den burde være, som reflektert i aksjene som fondet faktisk eide.

Dette er eksempel på en finansiell boble man visste eksisterte. Fondet ble handlet til priser som åpenbart lå over den fundamentale verdien. En rasjonell investor kunne likevel kjøpe fondet, i troen på at ikke alle i markedet var rasjonelle.

I motsetning til Cuba-boblen, kan man normalt ikke vite hvorvidt man har å gjøre med en boble eller ei. For Tesla, bitcoin, eller aksjemarkedet generelt, kan man regne så mye man vil på fremtidig inntjening, men man vet aldri hvorvidt prisene er for høye.

Derfor er eksperimenter spesielt nyttige i studier av finansielle bobler. I laboratorie-



↑ Nobelprisvinner og adferdsøkonomisk pioner, Richard Thaler, sier: Selv om en smårollings bevegelsesmønster på lekeplassen er temmelig uforutsigbart, er det sannsynligvis ikke et resultat av en gjennomtenkt nyttemaksimering. Foto: Håkon Mosvold Larsen / NTB

eksperimenter kan man konstruere markeder bestående av verdipapirer hvor de fundamentale verdiene er kjente (ala Cuba-fondet). Man kan så studere presist om, og under hvilke betingelser, bobler oppstår.

Den eksperimentelle forskningen på finansbobler har etter hvert blitt omfattende, og gitt flere interessante resultater. I korte trekk er følgende forhold viktige for å forstå bobledannelser:

→ Likviditet: Jo mer kontanter eksperimentdeltagerne har tilgjengelig, jo større er sjansen for bobledannelser. Også tilgang til lån øker forekomsten av eksperimentelle bobler.

→ Erfaring: Vanligvis er det studenter som deltar i slike eksperimenter, og man finner at markeder med erfarne eksperimentdeltagere sjeldnere skaper bobler. Like fullt finner en ikke nevneverdig forskjell på profesjonelle aktører som deltar i eksperimentelle markeder, og studenter som har eksperimentert erfaring.

→ Regler og reguleringer: Mulighetene for å utnytte bobledannelser til egen vinning reduserer bobleforekomsten. Spesielt kan muligheten for å handle «short», altså selge aksjer man ikke eier, virke dempende.

→ Testosteron: Mannsdominerte eksperimentelle markeder øker forekomsten av bobler. En studie har også vist at menn som blir påført testosteron, handler mer aggressivt og skaper større og flere finansielle bobler.

Til tross for denne omfattende forskningen, strides de lærde fortsatt om hvorvidt – og i hvilken grad – det faktisk forekommer finansielle bobler i finansmarkedene. Ideen om effektive finansmarkeder hvor markedsprisene alltid er riktige, står fortsatt sterkt blant en del finansforskere. Samtidig er stadig flere praktikere, det vil si investorer og fondsforvaltere, opptatt av psykolo-

gien og irrasjonalitetene i markedene. Det er gjennom psykologien man håper å kunne forsvare aktiv forvaltning og aksjeplukking.

Men her er det misforståelser på begge sider.

Halvor Hoddevik og Richard Priestley har forklart DNs lesere gjentatte ganger det forskningen klart viser: At aktive forvaltere ikke klarer å predikere, og derfor heller ikke klarer å «slå» markedet. Men det impliserer ikke, slik de tilsynelatende påstår i DN like før jul, at markedene er effektive og at bobler ikke eksisterer.

At uforutsigbarhet skulle implisere effektive markeder og alltid riktige priser omtaler nobelprisvinner Robert J. Shiller som en av økonomifagets mest fundamentale misforståelser.

Eller som en annen nobelprisvinner, den adferdsøkonomiske pioneren Richard Thaler, sier det: Selv om en smårollings bevegelsesmønster på lekeplassen er temmelig uforutsigbart, er det sannsynligvis ikke et resultat av en gjennomtenkt nyttemaksimering (annet enn å ha det gøy).

Debattansvarlig: Vidar Ivarsen
Telefon: 22 00 10 59
Sentralbord: 22 00 10 00
Epost: debatt@dn.no

Hovedinnlegg/kronikk:
Inntil 4500 tegn med mellomrom
Underinnlegg/replik:
Inntil 1500 tegn med mellomrom
Legg ved portrettfoto

Allt stoff som leveres til Dagens Næringsliv må produseres i henhold til Vær varsom-plakaten. Dagens Næringsliv betinger seg retten til å lagre og utgi alt stoff i avisen i elektronisk form, også gjennom samarbeidspartnere. Redaksjonen forbeholder seg retten til å forkorte innsendte manuskripter. Debattinnlegg honoreres ikke.

→ Mer debatt side 36-39