

Finansiella bubblor*

Genom att lära dig börsens olika faser kan du hinna sälja innan en finansiell bubbla spricker, skriver VA Finans expertkrönikör.

Finansiella bubblor med sina efterföljande kriser har historisk haft en regelbunden tendens att återkomma. Människan har uppenbarligen svårt att lära sig av sina misstag. Girighet är en stark drivkraft. Något som också verkar vara en universell sanning är att finansbubblor för eller senare spricker. När bubblorna uppstår finns ofta argument varför det skulle vara annorlunda den här gången ("this time is different"). Man tror sig vara lite smartare än sina föregångare och är det en bubbla hade den redan upptäckts. Många gånger florerar det en allmän sanning om varför det är annorlunda den här gången. Argumenten kan vid tillfället uppfattas som logiska, ha analysstöd och påstås av personer med stor påverkan (så kallad auktoritetstro). Den nya bubblan tar sig alltså bara andra uttryck och ger oss nya ursäkter. En ekonomi kan vara inne i en period med kraftfulla politiska reformer, ny innovationskraft, låga räntor och en konkurrenskraftig industri. Detta är en utmärkt grund för en ekonomisk tillväxt. Det hindrar inte att det längre fram ändå uppstår en finansiell bubbla med orealistiska prisstegringar.

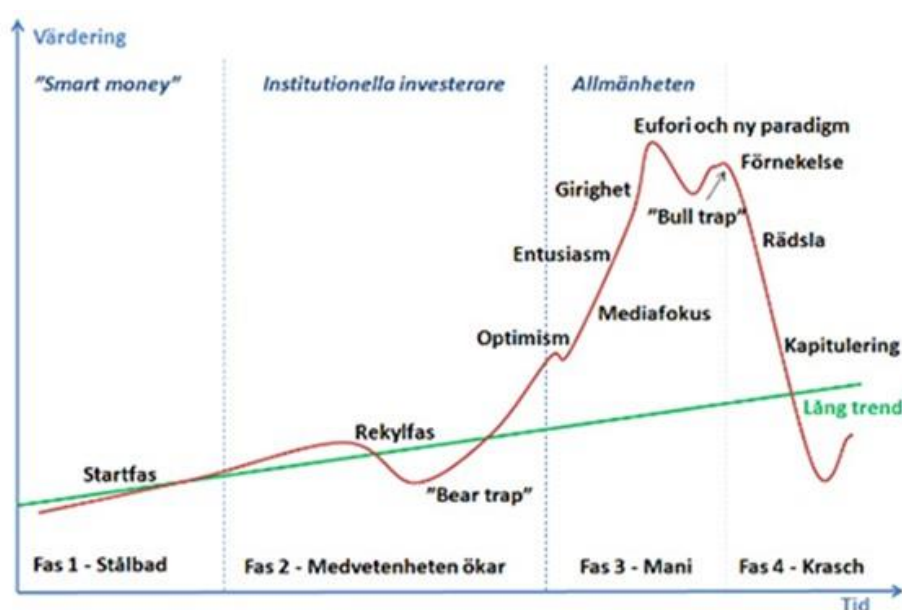
En del hävdar att finansiella bubblor aldrig kan prognostiseras och att de är påverkade av slumpmässiga händelser. Det knepiga med en finansbubbla är nämligen att förutspå när den spricker. Investerare med längre erfarenhet tenderar ofta att vara för tidiga i sina bubbelvarningar. Finansbubblor kan istället kallas "prognosbara överraskningar". Några investerare är medvetna om riskerna, problemet tilltar, som övergår i en kris och bubblan spricker med sjunkande priser. Det var fallet med subprime-krisen 2007-2009. Men gå inte på jargongen från till exempel Michael Lewis film "Big short" om att det bara fanns ett handfull investerare som kunde prognostisera subprime-krisen. Det är typexemplet på en efterhandskonstruktion eller så kallad hindsight bias. Vid den perioden fick du i god tid tydliga säljsignaler i både börser och kreditpapper. Lehman Brothers konkurs var heller inte den enda orsaken till subprime-krisen utan en konsekvens av hela förloppet. Där har många gjort fel i sin historiska analys.

Historiskt har finansiella prisbubblor uppstått i alla typer av tillgångsslag. Det har varit i allt ifrån tulpanlökar, fastigheter, mark, derivat, råvaror, aktier, virtuella pengar till ädelmetaller.

*Artikeln ursprungligen publicerad på Veckans Affärer i juni 2016.

Det är lättare att förstå varför finansbubblor ständigt återkommer om man tar sin utgångspunkt från de olika psykologiska faktorer (till exempel flockbeteende) som berörts i tidigare krönikor. En bred och allmänt spridd övertygelse om att "det är annorlunda den här gången" är en av de bästa varningstecken man kan få som investerare. De stigande priserna lockar till sig fler och fler investerare som vill rationalisera varför priset ska fortsätta upp.

I grafen nedan visas för en finansiell tillgång prisförändring, värdering, olika psykologiska faser och när olika investerartyper agerar. Den avslutande fasen är det vi kallar en finansiell bubbla, som är en funktion av accelererande prisökning och ett tidsförlopp. Därmed finns både värdering och tid med på x- och y-axeln:



Fas 1 - Stålbåd: Den här är en väldigt pessimistisk fas precis efter en krasch, när ekonomisk statistik är svag och en ekonomi genomgår ett stålbåd (Sverige 1992/1993, 2008/2009). Många investerare säljer risktillgångar, men marknadspsykologiskt välinformerad investerare börjar ackumulera aktier. Värderingen av aktier är låg med pessimistiska vinstprognoser från bolag och analytiker. Det är ofta låga P/E tal på noterade bolag och aktörer som Warren Buffet börjar köpa aktier. Den fallande börstrenden är i sin slutfas och börsen stabiliseras.

Fas 2 - Medvetenheten ökar: Under denna fas börjar institutionella investerare i ökad omfattning att köpa aktier och den ekonomiska trenden börjar stabiliseras från låga nivåer. Nu börjar även vissa bolag att se ljusare på framtiden och börjar rapportera en positiv förändring i vinsttrenden. Analytiker börjar höja sina prognoser på bolagen och den skapas en stigande vinsttrend. Fler börjar förstå att börsen har vänt och köper aktier.

Fas 3 - Mani: Den ekonomiska trenden är sedan länge etablerad och många bolag rapporterar stark vinstutveckling. Börsen har utvecklats bra i några år och majoriteten av investerare (allmänheten) ser få risker på börsen. Det är i slutet av denna fas som investeringsviljan i aktier är som högst från oerfarna investerare. Detta återspeglas i medias finansiella rapportering med aktietips, fondportföljer, frekvent bolagsbevakning och mediabilagor om aktiemarknaden. Det är ofta mentalt svårt att sälja aktier, eftersom din känsla är positiv och att du "riskerar" att missa ytterligare uppgång. I denna fas är det ändå viktigt att våga ligga kvar i sina aktieinvesteringar om trenden är stigande. Risken är annars att du säljer för tidigt och missar den eventuellt maniska slutfasen, med kraftfulla värdestegringar på aktier. I slutet av denna fas finns ofta signaler (divergens, lägre börstoppar, sentiment) om att börsen går in i en så kallad distributionsfas, där välinformerade investerare säljer aktier till allmänheten.

Fas 4 - Krasch: Detta är den jobbigaste fasen när den tidigare optimismen genomgår en transformering från förnekelse till kapitulation. Många vill helst inte inse att börsen vänt ned. En stor risk är att ett eventuellt försäljningsbeslut blir villkorat med att sälja sina aktier först när börsen kommit tillbaka till den tidigare toppnivån (så kallat mentalt ankare och förlustaversion). I denna fas försämras den ekonomiska statistiken successivt när börsen trendar nedåt. Är aktieinnehavet inte sålt i tid är faran stor att den psykologiska pressen tvingar fram en försäljning nära börsens absoluta botten.

Hade vi tydliga bubbeltendenser på börsen innan årets Corona kris? Svaret är att när börsen toppade i inledningen av året var det definitivt inte något som liknade tidigare eufori och värderingar. Detta även fast børsoptimismen var hög.



Bilden ovan visar konsumentförtroende och OMXS 30 index (30 största bolagen i Sverige exklusive utdelningar). Historiskt har hög optimism alltid återspeglats i både högt konsumentförtroende och hög nivå på börsen. Det är logiskt eftersom optimistiska människor konsumerar mer och gärna tar finansiella risker genom aktieköp. Linjen i mitten är trenden i konsumentförtroendet sedan 1999. Trenden är faktiskt fallande de senaste åren 2000 med lägre "optimist toppar".

Från 2012 avviker det historiska mönstret genom att börsen förra året nådde en ny topp utan att konsumentförtroendet steg till högre nivåer. Något hände efter förra finanskrisen och vi kan faktiskt påstå att "this time is different". I Sverige har vi generellt blivit mer pessimistiska (mätt som konsumentförtroende) trots bättre börs och högre ekonomisk tillväxt. Här finns det två huvudspår. Antingen kommer börsen framöver att vända nedåt i linje med det pessimistiska konsumentförtroendet indikerar. Individer blir försiktiga till konsumtion och finansiella risker, som leder till sämre ekonomisk tillväxt och svagare börs. Det andra scenariot är att börs och konsumentförtroende stiger igen. Vi får en ny börstopp med hög optimism hos konsumenter och aktieinvestorer. Det senare är mer i linje med historiska mönster och börstoppar.

Några observationer:

- ✓ En fara med krönikans beskrivning av finansiella bubblor är att du tar den alltför bokstavigt. Du räknar med att alla bubblor kommer att se likadana ut. Om aktiemarknaden inte är lika euforisk som i mars 2000 är det ingen bubbla. Men även om du inte kan observera ett klassiskt bubbelmönster, hindrar det inte aktiemarknaden från att gå ned rejält. Det omvända gäller för den som väntar på en kollaps som kanske aldrig kommer. "Jag köper börsen först när OMX står i 100", resonerar pessimisten. Det är som Mark Twain sa: "History never repeats itself, but it rhymes".
- ✓ Viktigt är att du känner igen finansiella bubblor och kraschers slutfaser. Då kommer du lättare att förstå när tillgångar är över- eller undervärderade. Ädelmetaller och råvaror 2011 är ett bra exempel på då "hypade" tillgångar. I början av detta år gällde motsatsen med under flera år rejält nedpressade råvarupriser och pessimistiska prognoser.

- ✓ Priser har en fundamental betydelse i en finansiell bubbla. Vi utgår ifrån att ett pris ska återspegla en rimlig värdering och ett faktiskt värde. I slutfasen av en bubbla är priset missledande (hög värdering) och oerhört lockande med sina ständiga prisökningar. Det riskerar att missförstås av oerfarna investerare.
- ✓ Vid en bubbla riskerar vi att utgå ifrån att det nuvarande tillståndet med hög optimism är lika med vår uppfattning om framtiden. Allt går ju så bra, varför ska det vända ned? Samma sak gäller efter en krasch då den pessimistiska känslan hindrar dig från att köpa lågt värderade aktier. Kom ihåg att din uppfattning om risk alltid har en känslomässig bas som försvårar rätt investeringsbeslut.
- ✓ Vid de viktigaste och mer permanenta vändningarna har alltid psykologi större betydelse än fundamentala faktorer och ekonomisk statistik. Du behöver fokusera mer på modeller som fångar pristrender och sentiment. Studera även investerarenkäter och medias bevakning. Sammantaget bör du få en hygglig bild av hur nära en topp eller botten en marknad är, det vill säga spricker bubblan eller är kraschen över för den här gången.

Delar av texten är hämtad från boken Börsens Psykologi (Sterners förlag).

Lars-Erik Boström

© Copyright

