

Vårt behov av spekulation

Det började med tulpanlökar i Holland 1593.

Fortsatte med handelskepp i England på

1700-talet. Idag är det aktier som gäller.

Det handlar om att bli rikare än sina grannar.

Snabbt.



Går det att förutse hur en kackerlacka kommer att röra sig genom att studera hur den har rört sig? Många tror att det går med aktiekurser.





Av Jonas Bernhardsson

För spekulerar folk?
Ja, alla "dom andra" alltså. Själv investerar man ju. Och det är en stor skillnad. Alla vet att spekulanter i grund och botten är ohederliga, opålitliga och kortsiktiga kapitalister. Medan investerare är långsiktiga industrialister som skapar bestående värden. Män, inte så ofta kvinnor, med fast handslag, varmt hjärta och kall hjärna.

De senaste årens explosionsartade utveckling på börsen svarar delvis på frågan. Det finns väl inget så störande som att se sin granne blir rik. Girigheten slår lätt rot. Och rik på aktier är det många som har blivit under nittioalets senare hälft. Precis som man kunde bli på tulpanlökar i Holland på 1600-talet. Eller på att børsintroducera företag som skulle uppfinna evighetsmaskinen i 1700-talets England. Eller på att under 1920-talet i USA grunda investmentbolag vars huvudsakliga verksamhet gick ut på att köpa aktier i varandra.

Inget nytt på aktiemarknaden alltså.

Vad som händer där idag har hänt innan och kommer att hända igen. "Speculation is as old as the hills." Så skrev i Edwin Lefèvre i *Reminiscences of a Stock Operator* redan 1923.

Men eftersom aktörerna på aktiemarknaden har ben som harar och minnen som åsnor tvingas historien att upprepa sig. Om och om igen.

Hur ser spekulantens historia ut då?

Låt oss börja i Holland.

Den holländska tulpanlökhysterin är en spektakulär historia. Allting började 1593 när en österrikisk professor förde med sig några ovanliga turkiska växter hem. De sällsynta lökarna blev snabbt ett populärt samtalsämne bland holländarna, och en natt bröt sig en tjuv in i professorns hus och stal de omtalade tulpanerna. Dessa såldes sedan på svarta marknaden, och under de år som följde spred sig tulpanlökarne successivt och blev mycket populära.

Och så småningom allt dyrare.

Sakta men säkert började tulpanhysterin att växa bland holländarna. Tulpanerna manipulerades utseendemässigt för att åstadkomma spektakulära färgkombinationer. Vilket i sin tur ledde till att det blev mode i tulpaner. Folk började diskutera – och spekulera i – hur nästa års tulpaner skulle se ut. Och vad de skulle komma att kosta. Försigkomna handelsmän – och spekulanter – köpte på sig extra stora lager av tulpaner inför varje säsong i hopp om att priserna skulle

stiga. Vilket de också gjorde. Borgare och bönder, handels-



vänd



Isaac Newton spekulerade – och förlorade.

Vårt behov av ...forts.

män och arbetare, alla började plötsligt att spekulera i tulpanlökar.

Skeptikerna sa efter ett tag att priserna "omöjligt kunde gå högre", bara för att därefter se sina grannar göra enorma vinster på något som bara fortsatte att stiga och stiga i pris. Den självuppfyllande profetian blev verklighet. Priserna steg till himlen. Om bara alla trodde på det blev det verklighet. Alla tjänade pengar.

Priserna på tulpanlökar tjugofaldigades under januari månad år 1637. Vilket följdes av en ännu större nedgång i februari. Toppen var nådd. Priserna började nu att sjunka i rasande takt, till allas stora förvåning.

Kraschen var ett faktum.

Vad som egentligen initierade kraschen är det än idag ingen som med säkerhet kan säga. Men när snöbollseffekten av allt snabbare fallande priser skapar panik blir kraschen obehagligt något som berör alla. Priset på dessa unika tulpanlökar föll på mycket kort tid ner till priset för vanlig lök. Från all time high år 1637 på 5 500 cent ner till 50 cent. Ett kursras på närmare 99 procent. The bottom was nådd.

Tulpankraschen påverkade hela den holländska ekonomin som gick från blommande högkonjunktur till lågkonjunktur och slutligen till en djup, allvarlig ekonomisk depression.

Låt oss flytta oss hundra år framåt och hundra mil västerut.

I början av 1700-talet var engelsmännen redo att satsa pengar på sånt som de inte visste någonting om. En längre period av goda år, högkonjunktur som vi nu kallar det, i förening med få investeringsstillfällen lade grunden för kraschen som har kommit att kallats för The South Sea Bubble.

På den här tiden ansågs det som ett privilegium bland engelsmännen att få äga aktier. Därför bildades 1711 ett bolag med namnet The South Sea Company som tillfredsställde investeringsbehovet hos den engelska allmänheten. Bolaget tog över en del av den engelska statsskulden på 10 miljoner pund och fick i gengäld monopol på handeln i Söderhavet. All-

mänheten tog för givet att ett sådant upplägg var mycket intressant och tecknade följaktligen så mycket aktier de orkade.

Direktörerna på The South Sea Company blev ganska snabbt varma i kläderna och erbjöd den engelska staten att helt och hållet finansiera den engelska statsskulden. När nyheten om detta spred sig steg kursen omedelbart från 130 pund till 300 pund.

Den 12 april 1720 gjorde South Sea Company en nyemission till kursen 300 pund utan problem. Och när även kungen tecknade för sammanlagt 100 000 pund bröt köphysterin ut bland allmänheten. Kursen steg till 340 pund under ett par dagar. För att tillgodose köpintresset annonserades ytterligare en nyemission, denna gången till kursen 400 pund. Men allmänheten fortsatte att köpa och drev upp aktierna till 550 pund inom en månad utan att någon avmattning verkade vara inom sikte.

I juni genomfördes ännu en framgångsrik nyemission och kursen bröt genom 800 pund. Vid det här laget fanns det knappt en välbärgad engelsman som inte ägde aktier i South Sea Company.

Så småningom passerade kursen 1 000 pund. En ten-bagger, alltså.

Men inte ens South Sea Company kunde tillgodose denna köprusch bland spekulativa engelsmän. Andra företag växte upp som svampar ur höstmyllan för att skilja spekulanterna från deras pengar. Och allt gick att sälja, ett företag behövde pengar för att bygga skepp för att bekämpa pirater, ett annat försökte utvinna silver ur bly och ett tredje skulle som sagt uppfinna evighetsmaskinen.

Mättet rågades när ett företag registrerades med namnet "A Company for carrying on an undertaking of great advantage, but nobody to know what it is". Grundaren genomförde en lyckad emission och lämnade kort därefter den engelska kontinenten med hela aktiekapitalet.

Så, hur spricker en spekulationsbubbla?

Tja, kanske är det som med boxaren Jake i Hemingways *The Sun Also Rises*; "gradually at first, then suddenly."

Följaktligen vaknade de insiktsfulla direktörerna på South Sea Company en morgon och bestämde sig för att sälja. När nyheten läckte ut till allmänheten föll kursen som en sten samma dag.

Kraschen var ett faktum.

En av dem som förlorade större delen av sitt livs sparkapital i The South Sea Bubble var Isaac Newton. Han beklagade sig offentligt i en insändare: "I can calculate the motions of heavenly bodies, but not the madness of people."

Låt oss flytta oss över Atlanten och tvåhundra år framåt i tiden.

Under 1928 blev det av okänd anledning nästan varje amerikans hobby att spekulera på aktiemarknaden. Samtidigt ökade lån med aktier som säkerhet från en miljard dollar under 1921 till nästan nio miljarder under 1929. På en aktiemarknad där detta fenomen varit relativt okänt hos allmänheten tidigare. Men att låna stora belopp för att spekulera i aktier var säkert. Åtminstone om man satte tilltro till ett uttryck som myntades under den här perioden och som dammades av senast under 1980-talet: "Är du skyldig banken en miljon så har du problem med banken. Är du skyldig en miljard så har banken problem med dig."

Att spekulera hade helt enkelt blivit en viktig del av den amerikanska kulturen.

Liksom i The South Sea Bubble startades en mängd företag med oklara avsikter. Finansmannen Rufus Tucker grundade 1921, med ett startkapital på endast 500 dollar, ett antal investmentbolag vars huvudsakliga verksamhet gick ut på att köpa aktier i varandra. Samtidigt emitterades aktier på löpande band för att få in mer pengar. Genom dessa inbördes af-



färer steg värdet på det gemensamma investmentbolaget United Founders till över en miljard dollar innan den stora kraschen 1929.

Den amerikanske författaren John Brooks sa att, "man kunde prata om spritförbudet, Hemingway, luftkonditionering eller musik eller hästar, men till slut var man tvungen att prata om börserna, och det var först då som konversationen kom igång på riktigt." Aktiemarknaden dominerade allt socialt och kulturellt liv, och ofta flyttades nyheterna om olika kursstegringar fram till tidningarnas förstasidor.

Den 3 september 1929 toppade Dow Jones Index på den amerikanska aktiemarknaden all time high. För att sedan inte återhämta sig under de nästföljande tjugofem åren. Ett kvarts sekel av förlust för dem som hoppade på den 3 september.

"Få krascher i världshistorien kan mäta sig med den stora börskraschen 1987"

Industrikonjunkturen hade egentligen mattats av och börjat falla redan månaden tidigare. Två dagar efter all time high, den 5 september, föll marknaden mycket kraftigt. Ett fall som några år senare fick namnet Babson Break. Namnet kom från Roger Babson, en finansiell rådgivare på Wall Street som under flera år predikat att marknaden skulle krascha. Under en föreläsning i New York varnade han, "för en krasch så fruktansvärd att fabriker kommer att bommas igen och folk förlora sina arbeten. Resultatet kommer att bli en allvarlig depression."

Tisdagen den 22 september gjorde han ytterligare ett uppmärksammat framträdande där han uppmanade folk att sälja sina aktier. Och trots att Babson hade ropat varg en så lång tid att ingen längre tog honom på riktigt allvar så rasade marknaden ändå direkt när hans senaste uttalande dök upp på nyhetsremsan på mäklarhusen runt om i USA. Aktiekurserna började till allas stora förvåning att falla i rask takt.

Måndagen den 21 oktober uppstod en kraftig acceleration i kursrasen. Nedgången hade nämligen tvingat fram ytterligare säkerhetskrav för de som spekulerade på marginalen, det vill säga de som hade köpt aktier för lånade pengar. Och spekulanter som inte kunde sätta in mer kapital var följaktligen tvungna att sälja ut delar av sina innehav för att möta säkerhetskraven, vilket i sin tur eldade på nedgången ytterligare.

Och kraschen var återigen ett faktum.

Den Svarta Torsdagen den 24 oktober uppgick handeln på The New York Stock Exchange till drygt 13 miljoner aktier. Många aktier rasade 10-15 procent under endast en timmes handel.

Måndagen den 28 oktober 1929 blev en av de värsta dagarna på The New York Stock Exchange. Endast måndagen den 19 och tisdagen den 20 oktober 1987 kan mäta sig med denna dag.

Kurserna föll dramatiskt över hela linjen.

Det var ett blodigt fältslag. Eller en slakt, som någon beskrev det. Begreppet luftgropar myntades. Det innebar att i vissa stunder fanns det inga köpare överhuvudtaget, vilket åstadkom fritt fall i kurserna. Raset fortsatte fram till den 15 november och då hade börserna fallit med nästan 50 procent. Värden för 25 miljarder hade utplånats.

Med undantag av det stabila och trygga AT&T som "endast" tappade tre fjärdedelar av sitt värde föll sedan kurserna på flera av de stora välkända amerikanska bolagen, så som "blue chips", med upp till 95 procent fram till all time low 1932. Och kraschen åtföljdes av den värsta depressionen någonsin i Amerikas historia.

Få krascher i världshistorien kan dock mäta sig med den stora börskraschen 1987.



VA 29 okt 1987

Det hela började, som så mycket annat, i USA.

The New York Stock Exchange öppnade precis som vanligt klockan halv tio på morgonen den 19 oktober 1987. På Coutron-skärmarna försökte chockade mäklare följa aktiekurser som omedelbart rasade. Säljare kom inte fram på linjerna som blockerades nästan direkt vilket gjorde att köparna förskräckt drog sig undan.

Men trots att raset den dagen kom som en kalldusch för nästan alla, var det i förväg uppdukat för en rejäl krasch. För visst hade 1980-talet, the Roaring Eighties, alla klassiska kännetecken för en riktig spekulationsbubbla. Kursuppgången hade varit enastående; under tio år nästan tiofaldigades värdet på The New York Stock Exchange.

I oktober beslutade det amerikanska representanthuset att beskatta aktier som innehades av så kallade raiders för att försvåra uppköp på börserna. Underskottssiffrorna för USA:s handelsbalans offentliggjordes och de var klart sämre än vad marknaden hade förväntat sig. Samtidigt höjde riksbanken i Tyskland diskontot med en tiondels procentenhet. Och slutligen, lördagen den 17, gjorde den amerikanske finansministern ett uttalande som enhälligt tolkades av finansmarknaden som att USA inte längre skulle försvara den försvagade dollarn mot D-marken.

Allt detta fick utländska handlare att ringa in sina säljorder redan under veckoslutet, och när New York-börserna öppnade var raset följaktligen oundvikligt.

För att förvärra saken ytterligare hade kurserna rasat med 95 punkter på onsdagen veckan före, motsvarande 3,8 procent, och på fredagen med 108 punkter, motsvarande 4,6 procent. Och detta på toppen av vad många ansåg vara en våldsamt övervärderad aktiemarknad efter 1980-talets imponerande uppgång. Tiden var alltså mogen för en större kursjustering.

The Big Bang, måndagen den 19 oktober 1987, var därmed ett faktum.

Efter en knapp timmes intensiv handel hade åtta av de trettio aktier som ingår i Dow Jones Index fortfarande inte fått någon kurs eftersom det i princip inte fanns några köpare. Detta hade aldrig hänt tidigare.

Innan lunch hade drygt 200 miljoner aktier bytt ägare under stor nervositet. Klockan 15 hade börserna rasat med 300 punkter. Och när mäklarna till slut fick stänga, en timme senare, hade kursrasen nått hela 508 punkter, eller 22,6 procent.

Något liknande hade tidigare aldrig skådats.

Börsens ordförande, John Phelan, sa på en kaotisk presskonferens efter börsernas stängning: "Detta är den värsta marknad jag någonsin varit med om. Jag hade aldrig kunnat föreställa mig att man skulle kunna komma så nära det totala sammanbrottet!"

Vissa större aktier rasade med över 25 procent. Eastman Kodak föll med drygt 30 procent. En gigantisk kapitalförstörelse. Detta kan jämföras med det dittills största raset under en dag, den 28 oktober 1929 som slutade på knappt 13 procent.

Raset fortsatte i fem veckor, och många aktörer på Wall Street talade om världens undergång. Månaden efter kraschen, i november, berättades det i stort uppslagna artiklar i de flesta tidningar om en professionell placerare som först hade skjutit sin mäklare, därefter hela sin familj och slutligen tagit sitt eget liv. Wall Street nös, Europa fick influensa och Sverige bäddades ner med lunginflammation.

Så kan händelseförloppet i Sverige mellan 1987 och 1990-talets början beskrivas. Den svenska finanskrisen övergick snabbt till en lågkonjunktur så djup att många inte drog sig för att kalla det för depression. Arbetslösheten steg från 1,1 procent i juni 1990 till 5,1 procent i juni 1992, 9 procent i juni 1993 och 13 procent i slutet av 1995. Antalet konkurser fördubblades mellan 1990 och 1992. Kreditförslus-

vänd

terna ökade från 2,8 miljarder 1989 till 11 miljarder 1990 och top-
pade 1992 på knappt 75 miljarder. Tomelilla Sparbank förlo-
rade under 1990 nästan 30 procent av sin totala kreditstock.

Spekulanten blev därmed en döende dandy som drog
ett darrigt andetag den historiska Svarta Måndagen i ok-
tober 1987 och sin sista suck hösten 1990 när räntorna
steg till himlen och börsernas rasade i källaren. Det glada
åttiotalet blev nittiotal. Finansvalparna fick panik, sökte
vanliga jobb och började räkna ATP-poäng. Kenneln
stängde.

Hur kunde det ske?

Orsaker som ansågs ligga bakom kraschen, förutom massor-
nas galenskap och en "allmänt ohämmad kapitalism" som en jour-
nalist uttryckte det, var alla nya derivatinstrument som hade dykt upp på
marknaden under 1980-talet. Sedan diskuterades datatekniken och avre-
gleringen av finansmarknaden samt datortrading. Stora placerare lade in
automatiska köp- och säljorder vid vissa kursnivåer. Och när dessa nivå-
er nåddes ackumulerades mycket snabbt ett så stort säljtryck att den nor-
mala balansen mellan efterfrågan och utbud inte fungerade.

Diskussionerna fortsatte flera år efter denna unika börsmandag.

Och nu går de varma igen.
Löpsedlarna är återigen målade med krigsrubriker. Bör-
sen upp ena dagen med två procent. Nästa dag ned en halv,
efter det att Greenspan harklat sig. Och så upp igen. Drevet går

och alla vill vara med. Och med nuvarande räntor har pengarna ingen
annanstans att ta vägen. Alla träd växer till himlen. Alla tjänar pengar och
Svarte-Petter är underst i leken. Hur länge kan det fortsätta? Är börsernas
övervärderad, undrar många oroligt.

Nej, vill jag säga.

Undervärderad?

Nej, hävdar jag.

Svaret är att den är värderad.

Något annat går egentligen inte att säga. Majoriteten av alla aktörer an-
ser nämligen att kurserna ska ligga där de ligger. Den som påstår att "al-
la dom andra" har fel påminner om den där gubben som körde på fel si-
da av motorvägen. När han hörde på sin bilradio att polisen varnade för
en bilist som hade kommit över på fel sida av körbanan utbrast han irri-
terat, "En bil! Här är ju för fasen flera hundra!"

Men vad är det egentligen som driver kurserna idag?

Det är enklare att besvara. Först och främst: utbud och efterfrågan. Men
det förflyttar bara frågan ytterligare ett steg. Vad är det som ligger bakom
värderingen av utbud och efterfrågan?

Vinsterna, räntan och risken, lyder det övergripande och sakliga svaret
från Fundamentalisten. Eller den diskonterade nuvärdessumman av alla
framtida förväntade vinster, om man ska vara lite petigare. Fråga vem som
helst som har studerat de ekonomiska disciplinerna, så rabblar de alla sam-
ma läxa.

Men kan det verkligen stämma?

Min granne som bara blir rikare och rikare på sina aktier, har han verk-
ligen koll på det här? Han skulle inte kunna diskontera om han så hade
hela helgen på sig. Han lägger ner mer tid på att tvätta bilen än att ta re-
da på vad bolagen bakom hans aktier egentligen sysslar med. Han läser
söndagsbilagans börssidor som om det var Lotto-dragningar.

Res tantum valet quantum vendi protest, lyder då det mer filosofiska sva-
ret från Chartisten. Något är bara värt vad någon annan kan tänka sig be-
tala för det. Köparen köper till en viss kurs för att han förväntar sig
kunna sälja vidare till en högre kurs.

Om aktien sedan har ett p/e-tal på 3 eller 500 spelar
ingen roll. Det är flocken som bestämmer. Oavsett
grund. Oavsett kunskaper i att diskontera. Det finns

"Wall Street nos, Europa fick influensa och Sverige bäddades ned med lung- inflammation"

nämligen inget så katastrofalt som en rationell investeringspoli-
tik i en irrationell värld. Det sa Keynes redan för sextio år se-
dan.

Man måste tänka som flocken.

Ska du gissa vem som vinner en internationell skön-
hetstävling med deltagare från alla världsdelar är dina
egna åsikter om vem som är vackrast ointressanta. Du
måste gissa hur alla andra tänker.

Hur tänker flocken då? Ja, den oförlitlige Reefat El-
Sayed var kanske inne på rätt spår ändå när han sa att "ak-
tiens värde bestäms av två krafter: drömmar och girighet.
Det är allt. Det är hela sagan."

Fast han missade i så fall den andra sidan av traden. För om kö-
paren är girig så är säljaren rädd. Girighet och rädsla. Det är det som spe-
let på finansmarknaden handlar om. Och har handlat om i alla tider. "The
game does not change, and neither does human nature", skrev den kloke
Edwin Lefèvre i början av seklet.

Alla ens handlingar på börsernas definieras av hur man hanterar den stän-
diga konflikten inombords mellan spekulantens två grundläggande driv-
krafter. Girighet och rädsla.

Girigheten efter snabba vinster. Rädslan för att förlora.

Marknadens psykologi.

Är då chartisterna och diagramkvilibristerna de bäst lämpade för den
otacksamma uppgiften att försöka värdera något och förutsäga de finan-
siella marknaderna?

Njaj, majoriteten av aktörerna har fortfarande större förtroende för
p/e-tal, substansvärde och, för all del, diskonterade nuvärden än för
head-and-shoulders-formationer, rätvinkliga trianglar och stochastics.

Kanske ligger det någon sanning i påståendet att fundamentalisterna
har rätt på lång sikt och chartisterna på kort sikt. För även om de mest
ortodoxa troende i båda lägren fortfarande strider så har många börjat
kombinera varandras idéer. Allt för att försöka förstå marknaden. Tre de-
lar vetenskap och två delar hokus-pokus. Tre delar siffror och två delar
psykologi. Ekonomiska värden slår förr eller senare genom på lång sikt.
Och mänskliga drivkrafter som girighet och rädsla driver kurserna på kort
sikt.

Samma förklaring torde ligga bakom fenomenet att de flesta spekulan-
ter oftast har lätt för att köpa men svårt för att sälja.

För arf är det så?

Även detta handlar om mänskliga svagheter. Vi föredrar
undermedvetet positiva förväntningar (kursen kan gå upp)
framför konstaterande av tråkiga fakta (kursen har gått ner). Ge-
rard Loeb uttrycker det på följande sätt *Battle For Investment Survival*:
"Man gillar helt enkelt att realisera vinster, men inte förluster. Man hatar
också att köpa tillbaka något för ett lägre pris än vad man sålde för."

Man vill egentligen inte riktigt komma till den lite obehagliga insikten
att man hade fel. Genom att inte sälja behöver inte förlusten realiseras,
det vill säga beviset eller bekräftelsen på att man faktiskt hade fel döljs.
Man behöver inte erkänna misstaget.

Och med facit i hand är det alltid lätt att veta vad man skulle ha gjort.

Om man bara hade vetat. Så nästa gång när man har mer erfarenhet
ska man vara bättre förberedd. Och då blir allting annorlunda.

För visst är det många som suttit och hängt över diagrammen för S-E-
Banken eller Trygg-Hansa från 1992 och studerat dessa typiska bungy
jump-formationer. Först ner, sen upp igen. Tänk, vilka lätta pengar.

Det kan vara tryggt, även för en Funda-
mentalist, att ibland luta sig mot den teknis-
ka analysen och konstatera att om trenden är



Vårt behov av att...*forts.*

nordlig kliver jag på och om trenden är sydlig håller jag mig undan.

Det finns en historia om det här.

En Fundamentalist och en Chartist satt och åt middag på en restaurang. När Chartisten böjer sig fram för att hålla upp mer vin råkar han stöta till sin bordskniv som faller ner från bordet i en mjuk båge, med spetsen före, och sätter sig rakt i Fundamentalisten sko. Fundamentalisten sitter alldeles stilla under tiden. Chartisten ber om ursäkt och undrar, "Men varför flyttade du inte på foten?"

"Min granne som bara blir rikare och rikare på sina aktier skulle inte kunna diskontera ens om han hade hela helgen på sig"

Fundamentalisten ser lite fundersam ut och svarar sen, "Jag trodde att den skulle vända upp igen."

Och visst ligger det väl något i det. En riktning är en riktning tills riktningen ändras. Och under tiden är det bara att följa med. The trend is your friend, som chartisterna säger. Historiska kursrörelser förutsäger framtida kursrörelser.

Fundamentalisterna skakar roat på huvudet åt detta och påpekar att teknisk analys är samma sak som att försöka köra bil enbart genom att titta i backspeglarna. Nej, det som gäller är en djup förståelse av bolagets affärer så att man kan diskontera den framtida vinstutvecklingen och sedan bedöma risk och alternativa placeringar.

Chartisterna i sin tur är skeptiska till detta onödigt tillkrånglade tillvägagångssätt. Att följa trenden är samma sak som att surfa. Inte behöver man veta en massa om tidvattensysik, resonans eller dynamik för att hitta en bra väg. Det gäller bara att se när den kommer och sen hoppa på. Vad bolaget sysslar med är faktiskt inte intressant.

Den amerikanske tradern Richard Dennis håller med: "I could trade without knowing the name of the market."

Så vart är börsen på väg då?

Står vi inför en ny krasch nu anno 1998? Bara ett drygt decenium efter århundradets krasch, Svarta Måndagen 1987. I höst kanske? De stora krascherna har inträffat på måndagar och i oktober.

Kan vi inte dra lärdom av historien?

Den amerikanske författaren, John Gailbraith, svarar på detta i *Den Stora Börskraschen 1929*: "För att en ny katastrof skall inträffa, räcker det egentligen bara med att minnet av den föregående utplånas. Och ingen vet hur lång tid det tar att glömma."

Frågan är vad vi måste göra för att hålla händelserna från tulpanlökarernas Holland och börskrascherna 1929 och 1987 färska i minnet?

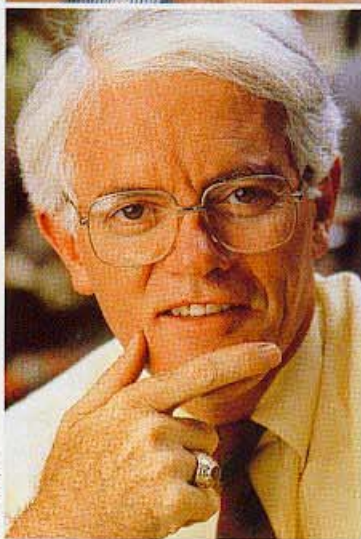
Det där med att vårda sina erfarenheter för att kunna förbereda sig inför framtiden påminner om Maya-indianernas syn på världen. I den gamla Maya-kulturen fanns en världsåskådning som byggde på att universum gick under fyra gånger.

Varje gång försökte människorna dra nytta av erfarenheten och förbereda sig inför nästa katastrof.

Först kom det en gigantisk syndaflojd och svepte med sig hela världen. De överlevande flyttade därför upp i träden för att förbereda sig inför nästa. Men nästa gång gick universum under i en stor eldsvåda. Efter det lämnade de överlevande sko-



F.T.-Pica



IBL Bildbyrå

Måndagar är värst	
De tio värsta börsdagarna på The New York Stock Exchange. Påfallande många har infallit i oktober och på måndagar...	
Datum	Kursras %
19 okt 1987	-22,6
28 okt 1929	-12,8
29 okt 1989	-11,7
6 nov 1929	-9,9
12 aug 1932	-8,4
26 okt 1987	-8,0
21 juli 1933	-7,8
18 okt 1937	-7,8
5 okt 1932	-7,2
24 sep 1931	-7,1

Källa: Malkiel, Burton "A Random walk Down Wall Street"



Pressens bild

Reefat El-Sayed (ovan t v) sammanfattade aktiehandeln med två ord: drömmar och girighet. Fidelitys Peter Lynch (t v) kunde till slut inte slå index längre - han var index. Erik Penser (t h) har däremot inga sådana ambitioner - hans datorplaceringar följer index.

gen och sökte sig istället till de trygga bergen där de byggde sina hem av sten och granit. Och nästa gång som världen gick under var det i en stor jordbävning som återigen lade alla hem i ruiner.

Och så höll det på, med varje ny katastrof.

Massornas galenskap är alltså oförutsägbar. Det ligger i sakens natur. Den tyske författaren Friedrich Schiller sa redan på 1700-talet att, "Människan är som individ ganska sansad, klok och förständig. Men i en grupp så förvandlas hon eller han till en träskalle."

Så frågan är om någon vet vart börsen är på väg, egentligen.

Kanske marknaden trots allt är effektiv.

Hemska tanke.

Kanske alla kursrörelser är helt slumpmässiga och förutsättningarna för att kunna förutsäga dem därmed är lika stora som att försöka räkna ut hur en kackerlacka ska röra sig genom att titta på hur den redan har rört sig över golvet; ett beteendemönster som många har liknat vid just kursrörelser i aktier. Dessutom ärt det ett forskningsprojekt på Chalmers Tekniska Högskola i Göteborg.

Varför är det då så många lärda män som tvistar därom?

Ja, säg det. Det finns en historia som belyser det här.

vänd

Vårt behov av...*forts.*

Det var en gång en vis man som hade rykt om sig att kunna avgöra dispyter. En dag blev han ombedd att fälla utslag i en diskussion mellan två filosofer. Han lyssnade noggrant på den första som ihärdigt argumenterade för sina åsikter.

Efter att ha funderat över hans framförande ett tag sa han, "Ja, du har rätt."

Sedan argumenterade den andra filosofen lika övertygande för sin sak, och efter det att den vise mannen funderat även över hans argument nickade han tankfullt och sa, "Ja, du har rätt."

En person som suttit och lyssnat var något konfunderad och kunde inte låta bli att fråga den vise mannen, "Du sa att båda filosoferna hade rätt,

men deras åsikter var helt och hållet motsäggelsefulla. Båda kan väl inte ha rätt?"

Den vise mannen funderade över detta en kort sekund och nickade därefter tankfullt, "Ja, du har helt rätt." Samma känsla kan infinna sig

om man lyssnar på experter som uttalar sig om morgondagens börs. Att

ha åsikter om de finansiella marknaderna är nämligen ganska lätt. Allt man behöver göra

är att lägga till några om på rätt ställe. Om konjunkturen viker går räntan ner, om räntan går ner går börsen upp, om inflationen ökar stiger räntan. Det är inte svårt alls. Allt man kan göra är att som den vise mannen nicka och instämma, "Ja, du har helt rätt."

"En långsiktig

investering är egentligen

bara en kortsiktig spekula-

tion som gått snett"

Men inte blir man hjälpt av det. "Forecasts are difficult to make", säger filmmakaren Samuel Goldwyn i ett klassiskt citat, "particularly those about the future."

Alltså, var ödmjuk inför uppgiften att förutsäga morgondagen.

Att skåda i den finansiella kristallkulan försvåras dessutom ytterligare av det faktum att marknaden är ett lärande väsen.

Om det till exempel upptäcks att börskurserna av någon till synes oförklarlig anledning alltid går upp på fredagar, eller i juli eller efter lunch kommer aktörerna att använda denna kunskap så fort de ser mönstret. Följaktligen kommer kurserna istället att gå upp på torsdagar, i juni och före lunch. Så fort ett samband upptäcks på marknaden upplöses det.

Marknaden lär sig och spelreglerna förändras ständigt.

Men hur kommer det sig då att det trots allt finns ett antal spekulanter, eller investerare för all del, som ständigt, år efter år, uppvisar en mycket stor uthållighet i att överträffa börsindex? Hur kan detta förekomma om allting är bestämt av slumpens nyckfulla tärningskast?

Antag att tusen spekulanter skall tävla i att singla slant. De som får krona går vidare. Enligt lagen om sannolikhet kommer cirka femhundra spekulanter att få krona, i första omgången. Dessa

får nu singla en andra gång, varav cirka tvåhundrafemtio får krona. Tredje omgången får cirka hundrajugofem spekulanter krona, och så vidare. Slutligen, i tionde omgången, koras vinnaren som tio gånger i rad lyckats få krona.

En enastående prestation?

Något som gör det värt att studera vinnarens modus operandi, hans metoder och knep? Om han är Fundamentalist eller Chartist?

Nej, precis.

De spekulanter som till synes ger intryck av att vara framgångsrika är alltså inte detta av egen



kraft, förmåga eller speciella talanger. Det finns ingen orsak-verkan. De framgångsrika spekulanterna är bara slumpmässigt utvalda. Oavsett om de är fundamentalister eller chartister. Eller om de lägger ner mer tid på att tvätta bilen än på att läsa årsredovisningar.

Den amerikanske spekulanten Paul Tudor Jones håller med om detta: "Det är ett spel, pengarna är bara ett sätt att räkna poäng."

Spelet på finansmarknaden, alltså.

De som är framgångsrika har egentligen bara fått svart på rouletten tio gånger i följd. Ytterst sällsynt, men likvällt fullt sannolikt. I ett tillräckligt stort obundet slumpmässigt urval kommer det alltid att finnas personer som lyckas med det som förefaller osannolikt.

De som är skeptiska till detta resonemang förklarar att för att en slant ska hamna med krona eller klave upp femtio gånger i sträck krävs det en miljon människor som singlar slant tio gånger i minuten, fyrtio timmar i veckan, och då kommer detta ändå att inträffa endast en gång var nionde sekel.

Skeptikerna påpekar också att enligt detta resonemang är det precis lika möjligt att stänga in ett antal apor med varsin skrivmaskin i ett rum och förr eller senare kommer någon av dessa apor – endast genom att slumpmässigt hamra på tangenterna – att ha skrivit Shakespears samlade verk.

Det finns dock mycket som stöder sannolikhetsteorin, eller efficient market theory, det vill säga att marknaden alltid har rätt. En undersökning i USA visar att under en tjuugoårsperiod klarade två tredjedelar av de professionellt förvaltade aktiefonderna inte av att slå index.

Samma fenomen inträffade i Sverige som i USA; två tredjedelar av Sveriges sammanlagt 81 aktiefonder lyckades under 1997 inte besegra den avkastning som index gav.

Något liknande råkade Peter Lynch på Fidelity, världens största aktiefond, ut för i slutet av 1980-talet. Han blev så stor att han inte längre kunde slå index, därför att han mer eller mindre var index.

Följaktligen kan man hävda att vissa spekulanter hade turen att födas smarta, medan andra var smarta nog att födas med tur.

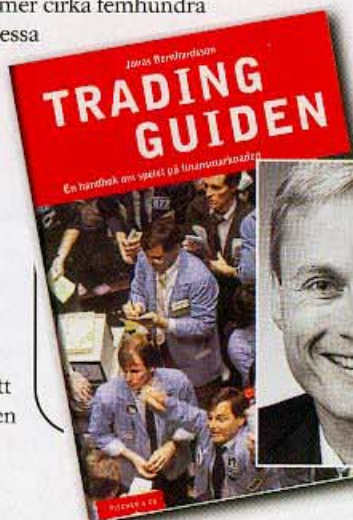
Och handlar det mest om tur, kan man väl med gott självförtroende ge sig in i leken och ta upp kampen med Erik Pensers Aktieindexfond som var den mest framgångsrika aktiefonden i Sverige under första halvåret 1997. En fond som består av en dator som bara placerar i de aktier som utgör index. Inga ambitioner att slå index alltså.

Och då stör det mig inte så mycket, trots allt, att min granne bara blir rikare och rikare på sina aktier. Han påminner i sina ljusa stunder då ändå mest om den där apan som släppte Dart-pilar på börssidorna i Financial Times.

För det finns en spekulant i oss alla.

En liten speldjävul på axeln som viskar i örat på oss. Och innerst inne vet vi att en långsiktig investering egentligen bara är en kortsiktig spekulation som gått snett. Och att en investerare innerst inne bara är en besviken spekulant.

Vårt behov av att spekulera kan således sammanfattas av författaren Jake Bernstein: "Jag ser spekulation och livet självt som intimt förknippade; att inte spekulera är samma sak som att inte existera."



■ Artikelförfattaren Jonas Bernhardsson har skrivit mer om spelet på finansmarknaden i "Tradingguiden" (Fischer & Co). Han är civilekonom och konsult och föreläser i affärsekonomi på bl a Chalmers, IHM och RMI. Sina allra första spekulationer gjorde han vid nyss fyllda 16 – i Gambroaktier.