

Finansbobler. Nobelpristageren Robert J. Shiller har undersøgt, hvordan økonomiske bobler opstår, når investorer bliver ramt af såkaldt irrationelle overdrivelser og entusiasme. Er der en ny obligationsboble i udsigt?

Af frygt for at stå alene

Af JEPPE MATZEN

Den amerikanske Yale-professor og nobelprisvinder i økonomi fra 2013, Robert J. Shiller, er for nylig udkommet med tredje opdaterede udgave af sin bog, *Irrational Exuberance*.

Udgivelsen vil i indviede kredse af økonomer, finansfolk og centralbankdirektører muligvis blive taget som et dårligt tegn, man helst havde været foruden. Første udgave af Shillers *Irrational Exuberance* udkom i år 2000 og handlede om, at aktiemarkederne var overvurderede, og at folk især var for begejstrede for teknologi- og it-aktier. Kort tid efter at Shillers bog var udkommet, sprang it-boblen, investorerne tabte penge, og de vestlige landes økonomier blev kastet ud i en mindre krise.

Anden udgave af Shillers bog udkom i 2005. Her havde han tilføjet et nyt kapitel, som advarede imod, at der var en boble på boligmarkedet. Hvad skete året efter? Den amerikanske boligboble sprang, og tabene fra overvurderede såkaldte subprime-lån medvirkede til at sætte gang i den globale finanskrisen.

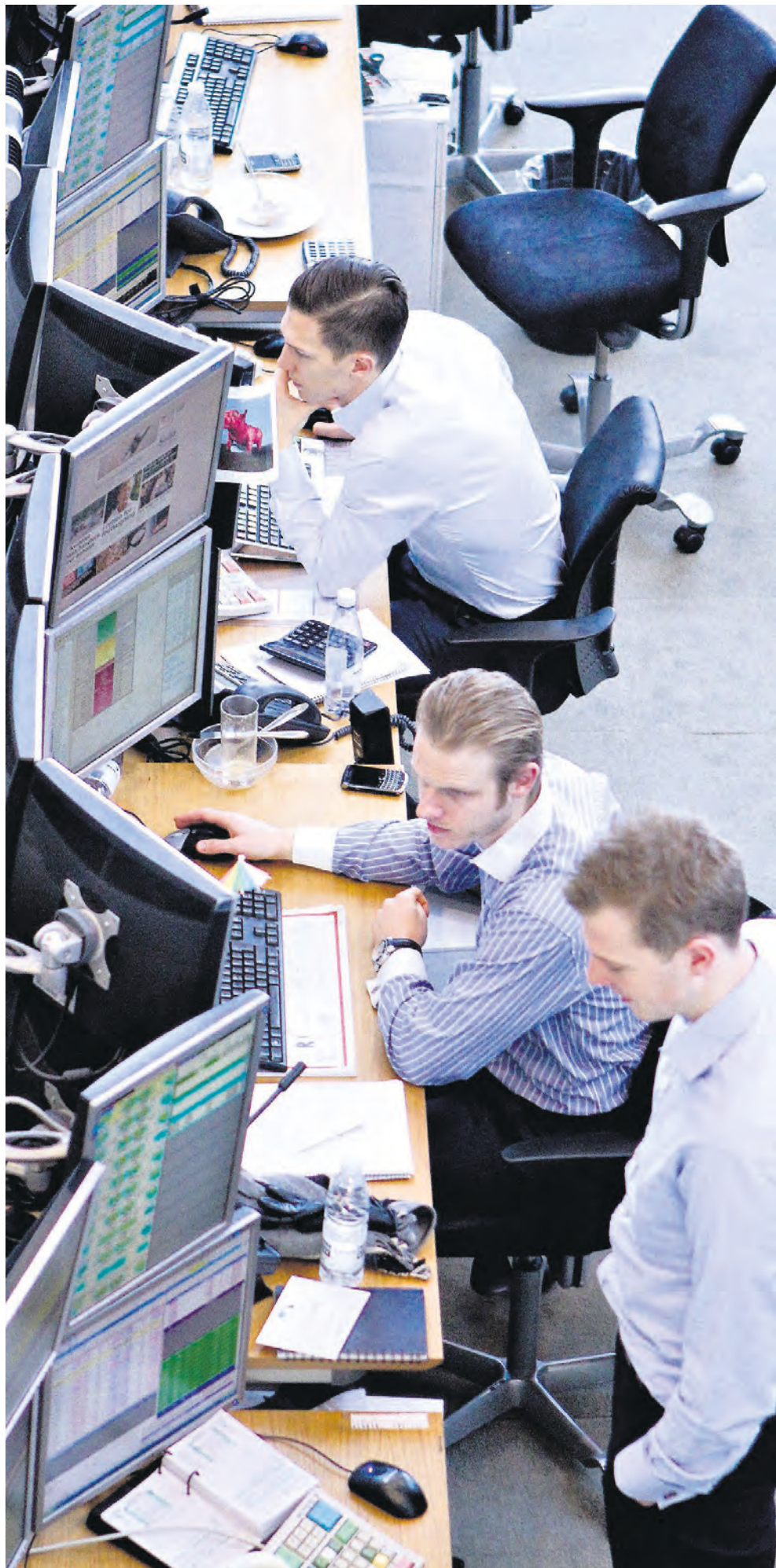
I tredje udgave af *Irrational Exuberance* har Robert J. Shiller tilføjet endnu et kapitel. Det tager en ny gruppe værdipapirer under behandling, nemlig obligationer. Spørgsmålet trænger sig derfor på: Er der grund til at frygte, at en ny obligationsboble er på vej?

Det er rent faktisk noget, som i dag diskuteres blandt internationale investorer og i førende finansmedier. Årsagen er dog ikke Shillers nye bog, men snarere udviklingen på obligationsmarkedet siden finanskrisen. Her er der sket det, at først den amerikanske centralbank, Federal Reserve, siden den britiske Bank of England og senest den europæiske ECB alle har foretaget gigantiske pengepolitiske lempelser. De har med andre ord ladet seddelpressen køre og har brugt pengene til at opkøbe primært statsobligationer. Opkøbene har sendt renten på obligationerne helt i bund og i visse tilfælde ligefrem under nul.

UMIDDELBART burde obligationsrenter på nul eller måske 0,2 procents afkast om året gøre det uinteressant at investere i obligationer. Over en fem- eller tiårig periode er det endog meget ringe afkast på en investering. Men her kommer så paradokset. Investorerne flokkes på trods af det om at sætte penge i statsobligationer. Hvorfor?

Lider investorerne af den massepsykose, som er titlen på Shillers bog, nemlig »Irrational Exuberance« – på dansk irrationelle overdrivelser? Har en irrationel entusiasme for at investere i obligationer, ligesom en epidemi, spredt sig fra investor til investor? Hjulpet på vej af historier i elevatoren, i baren over en nightcap eller måske via avisartikler og finansmedier?

Robert J. Shiller har i et interview i det amerikanske *Time Magazine* fra januar selv givet svaret. Det er et nej. Ifølge Shiller stemmer hans teori om irrationelle overdrivelser og boblers opståen ikke overens med udviklingen på obligationsmarkedet. Irrationelle overdrivelser er nemlig karakteriseret ved, at de finder sted i opgangstider i en begejstret forventning om, at både verdensøkonomien og aktie-, obligations- eller boligmarkedet vil fortsætte opad, og at de seneste markante



Fondsmæglerselskabet Saxo Bank. FOTO: JEANNE KORNUM

værdistigninger og »de gode tider« er kommet for at blive. En ny økonomisk æra har indfundet sig.

Det forhold gør sig ikke gældende i dag, hvor Eurozonen balancerer på grænsen til deflation – prisfald – og hvor verdensøkonomien endnu ikke for alvor er kommet i gang oven på krisen.

Den negative situation betyder faktisk, at

investorerne opkøb af obligationer er *rational*, og det er den af to årsager. Selvom den lange rente er nær nul og derfor giver et minimalt og umiddelbart uinteressant afkast, så er statsobligationer i usikre tider som disse trods alt en sikker havn. Nul eller 0,2 procent i afkast er bedre end at tabe penge. Dertil kommer, at investorerne, selvom de ikke kan tjene penge på de lave renter, alligevel kan gøre sig forhåb-

ninger om at tjene penge på, at obligationernes kurs stiger.

Den europæiske centralbank har for eksempel svoret, at den i en periode over to år vil opkøbe obligationer for 65 milliarder euro om måneden, mens amerikanerne opkøber for 85 milliarder dollars om måneden. Det får obligationsrenten til at falde, men samtidig får det kursen til at stige, og derfor er der gode chancer for, at investorerne kan sælge deres obligationer til en højere kurs, end de har købt dem for.

Er alting således i den skønneste orden? Nej, ikke helt. For en sideeffekt ved de lave obligationsrenter er, at mange investorer rent faktisk finder obligationer uinteressante og derfor søger andre steder hen med deres penge. At de har gjort det i stor stil, vidner stigningerne på aktiemarkederne om. Disse stigninger er uforholdsmæssigt store i forhold til, hvordan økonomien ikke mindst i Europa klarer sig, og derfor er det her, der skal holdes udvig efter bobler.

TILBAGE til Shiller og hans teori om irrationelle overdrivelser. Årsagen til, at den har indbragt ham Nobelprisen i økonomi, er, at Shiller igennem et langt forskerliv har været den nok mest fremtrædende kritiker af hypotesen om, at de forskellige finansmarkeder, når bare de frie markeds kræfter slippes løs, så agerer mest effektivt.

Allerede i 1982 skrev Shiller en artikel, hvor han blandt andet påpegede, at investorer ikke altid handler rationelt. Siden da har han udbygget sine studier og argumentation, og han regnes i dag for den ledende forsker inden for det felt, som kaldes adfærdøkonomi. Mens andre økonomer i sagens natur fortrinsvis har brugt tiden på komplicerede ligninger og økonomiske modeller, har Shiller også inddraget psykologiske og adfærdsmæssige studier for at udvikle sin indsigt.

For at finde frem til, hvorfor bobler opstår, har Shiller i sin bog for eksempel beskæftiget sig med menneskers flokmentalitet og angst for at stå udenfor. Her henviser han til psykologiske eksperimenter, hvor en del af en gruppe forsøgspersoner på forhånd var instrueret om, at de skulle give nogle bevidst forkerte svar. Det var de øvrige forsøgspersoner i gruppen ikke klar over. Resultatet af forsøgene viste, at en stor del af de »uvidende« forsøgspersoner i høj grad lod sig påvirke af personerne med de forkerte svar, selvom de med sig selv godt vidste, at deres svar var forkerte. Af frygt for at stå alene fulgte de »uvidende« forsøgspersoner altså trop.

Det er sådanne studier, som blandt andet har dannet grundlag for Shillers teori om, hvordan investorer og alle vi andre mere dødelige kan være til fals for den irrationelle overdrivelse. Under boligboblen før finanskrisen i 2007 fortalte vi hinanden historier om, at man bare kunne bruge sin friværdis i boligen til et nyt køkken ud fra den forudindtagede, men fejlagtige præmis, at prisniveauet vil holde sig oppe.

Det var irrationelle overdrivelser. I dag fortæller vi hinanden historier om, at priserne på boligmarkedet i for eksempel København igen er i top, og at det kun er på sin plads, fordi priserne var alt for lave oven på krisen. Om det også er en irrationel overdrivelse, vil tiden vise. Men i hvert fald har Robert Shiller givet os mulighed for at forstå, hvad der skete, hvis det skulle gå galt.