

Likviditeten i aksjemarkedet og realøkonomien

Randi Næs, Johannes A Skjeltorp og Bernt Arne Ødegaard*

Feb 2011

Sammendrag

Likviditet har vært et nøkkelord gjennom finanskrisen. Handelen i verdipapirer, som før krisen var lett omsettelige, stoppet helt opp. Fall i likviditet er noe som kjennetegner de fleste finansielle kriser, men store svingninger i aksjemarkedslikviditet og handlekostnader er også noe man observerer i “normale” perioder. I en artikkel som nylig er publisert i “Journal of Finance” finner vi at variasjoner i aksjemarkedslikviditet inneholder realtidsinformasjon om hvor man er i konjunkturforløpet, og kan også brukes til prediksjon av makroøkonomiske størrelser. Ved å bruke norske eierskapstall har vi relatert effektene til endringer i porteføljesammensetning av aksjer. Resultatene i artikkelen er oppsiktsvekkende robuste over tid og vist både i det norske og det amerikanske aksjemarkedet. Aksjemarkedslikviditet kan derfor bli en nyttig realtidsindikator for både akademikere og praktikere. I denne artikkelen oppsummeres hovedresultatene i studien.

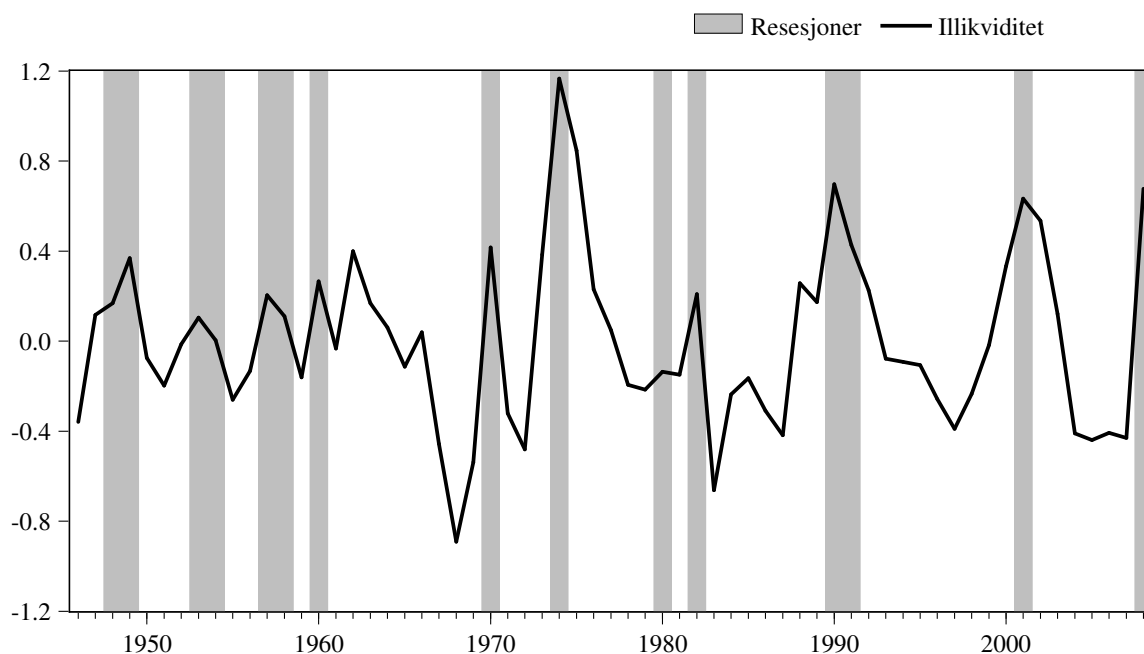
Er aksjemarkedet en god indikator for utviklingen i realøkonomien? Til tross for at dette spørsmålet har vært viet stor oppmerksomhet både fra investorer og akademikere, har det vist seg vanskelig å besvare. Noen ganger ser vi tydelig at aksjemarkedet *kan* predikere, som under finanskrisen i 2007, hvor vi så problemene i aksjeprisene før krisen ble reflektert i realøkonomiske størrelser. Andre ganger ser vi store svingninger i aksjeprisene som over hodet ikke kan knyttes til fundamentale realøkonomiske forhold, som for eksempel “krakket” i aksjemarkedet i 1987. Resultatene fra akademiske studier der man systematisk tester hvilken evne aksjemarkedene har til å predikere makroøkonomiske størrelser viser en overraskende svak, og lite robust, sammenheng mellom aksjepriser og realøkonomien. En svak sammenheng er overraskende fordi aksjepriser i teorien skal reflektere aktørenes forventninger om økonomien framover. Intuitivt, siden aksjepriser er nåverdien av selskapers forventede inntjening, bør aksjeprisene falle umiddelbart når investorene innser at økonomien er i ferd med å gå inn i en nedgangskonjunktur. Hvis ikke, vil ikke aksjeprisene reflektere det fallet i framtidig inntjening som en nedgangskonjunktur må antas å føre med seg.

Vår forskning viser at aksjemarkedet faktisk har vært en god indikator for den underliggende og framtidige utviklingen i realøkonomien, men at den relevante informasjonen heller må trekkes ut fra likviditeten i markedet enn fra prisene. Et aksjemarked sies å være likvid dersom kjøp og salg av et stort antall aksjer kan skje raskt til en lav transaksjonskostnad og uten at prisen flytter seg nevneverdig som følge av handlene. Likviditet er med andre ord et mangehodet troll og det er vanskelig å finne mål som kan fange opp alle dets dimensjoner. I vårt arbeid fokuserer vi på transaksjonskostnadene i markedet og på likviditet som en priselastisitet. Det mest vanlige målet på kostnaden ved å handle aksjer er spreaden, forskjellen mellom kjøps- og salgskursen i markedet. Endringer i spreaden signaliserer endringer i kostnaden ved

*Næs: Nærings- og handelsdepartementet og Universitetet i Stavanger; Skjeltorp: Norges Bank; Ødegaard: Universitetet i Stavanger og Norgest Bank. Synspunktene i artikkelen er forfatternes egne, og kan ikke tillegges Norges Bank eller Nærings- og handelsdepartementet.

å omsette aksjer. Empirisk bruker vi å se på spread i prosent av aksjepris (relativ spread), fordi dette målet er sammenligbart på tvers av aksjer. Et annet mye brukt mål er Amihuds illikviditetsrate. Amihuds illikviditetsrate viser hvor mye prisen må bevege seg for å omsette et gitt transaksjonsvolum, altså tas det hensyn til både pris og kvantum. For å få likviditetsmål som dekker hele aksjemarkedet, beregner vi for hvert mål gjennomsnittet over alle aksjene som handles i markedet.

Basert på amerikanske data finner vi at endringer i likviditet har vært en ledende indikator for konjunktursvingningene i USA i hvert fall siden andre verdenskrig. Denne sammenhengen er illustrert i figur 1 basert på Amihuds illikviditetsrate og alle NBER (The National Bureau of Economic Research) resesjoner over perioden 1947-2008. Som figuren klart viser har likviditeten i aksjemarkedet typisk blitt dårligere flere kvartaler før resesjonen er et faktum.



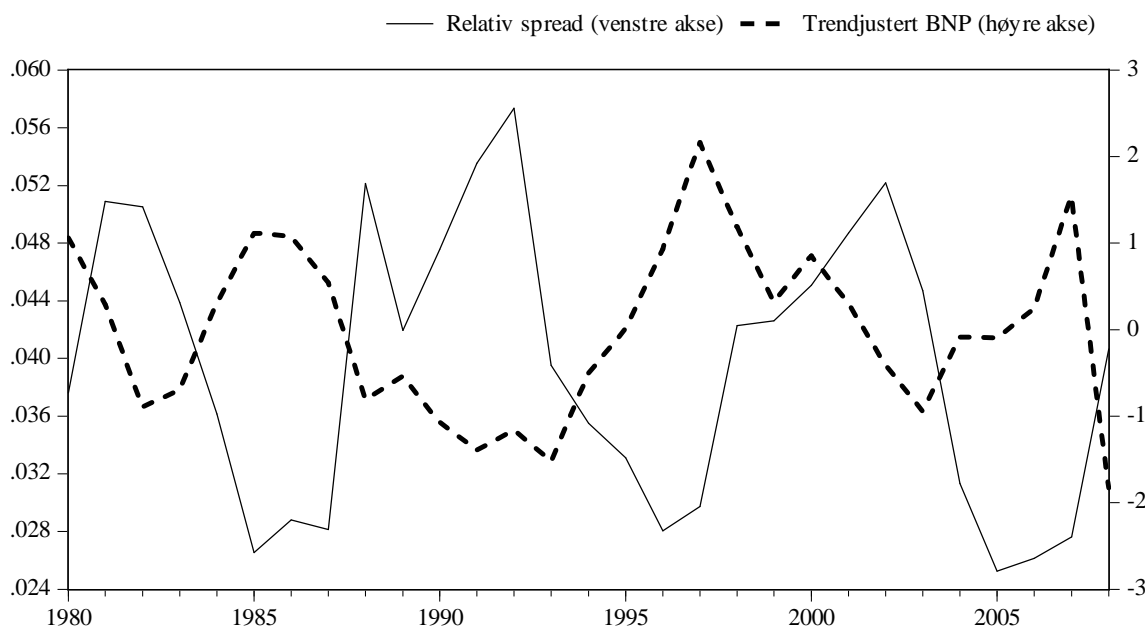
(Likviditetsmålet er trendkorrigert.)

Figur 1: Illikviditet og resesjoner i USA

Det viser seg at aksjemarkedets likviditet faktisk er en bedre indikator for konjunkturutviklingen enn andre mye brukte indikatorer fra finansmarkedene som rentenivå og terminstruktur (forskjellen mellom lange og korte renter). Den eneste indikatoren vi har vanskeligheter med å “slå” i det amerikanske markedet er kredittspreaden (forskjellen mellom lånebetingelsene til “gode” og “dårlige” låntagere).

Vi finner en tilsvarende sammenheng mellom likviditet og realøkonomi også for Norge, noe som tyder på at dette ikke er noe som er spesielt for ett marked. Dette er illustrert i figur 2 som viser gjennomsnittlig relativ spread for aksjene på Oslo Børs sammen med “output gap” (kapasitetsutnyttelsen i økonomien) for Norge i perioden 1980-2007.

Å fastslå at aksjemarkedslikviditeten ved New York Børsen eller Oslo Børs kan forutsi realøkonomien er en ting. Å forstå *hvorfor* vi observerer dette resultatet er en annen. Hvorfor skulle likviditeten være en bedre prediktor enn prisene i aksjemarkedet? En mulig forklaring



Figur 2: Illikviditet (relativ spread) og kapasitetsutnyttelsen i Norge

er at aksjepriser reflekterer et sett av antagelser om renter, risikopremier og forventede kontantstrømmer, mens likviditet i en “renere” forstand reflekterer porteføljeskift som følge av endringer i investorenes forventninger til den økonomiske utviklingen. Hvis man tror det er fare for en negativ utvikling i økonomien, vil man posisjonere porteføljen mot mer likvide aktiva som det er lettere å realisere for å finansiere konsum. Det vil si at man ønsker å “vri” sin portefølje mot aktiva som er sikrere og lettere omsettelige når man ser at konjunktursyklelen peker nedover.

Vi finner støtte for denne typen oppførsel basert på tall fra Verdipapirsentralen (VPS) om aksjeeiet på Oslo Børs. Investorer “flykter” fra illikvide aksjer, typisk aksjer i små selskaper, til mere likvide aksjer, som typisk er aksjer i store selskaper, i tiden før realøkonomien går ned. Eksempler på denne typen “flight to liquidity” så vi i ekstrem grad under finanskrisen, hvor det for enkelte illikvide papirer rett og slett var umulig å finne kjøpere. Vi finner altså at den oppførselen vi så under finanskrisen bare var det ekstreme eksempelet på et mønster vi har sett i hele etterkrigstiden, i hvert fall i det amerikanske aksjemarkedet.

At likviditetsmål som er tilgjengelige på daglig basis har evne til å signalisere fundamentale skift i økonomien, er et helt nytt og interessant funn. Å signalisere er selvsagt noe helt annet enn å forårsake. De underliggende årsakene til skift i økonomien er imidlertid generelt vanskelige å forutse. Våre resultater bør derfor være svært nyttige for alle som har interesse av å vite hvor i konjunktursyklelen vi befinner oss.

Referanse

Randi Næs, Johannes Skjeltorp og Bernt Arne Ødegaard, *Stock Market Liquidity and the Business Cycle*, *Journal of Finance*, vol LXVI, no 1, Feb 2011, 139–176.