Kim Lindström

Pol.mag. Kim Lindström har verkat som placerare och börskolumnist sedan 1960-talet. Han har skrivit flera böcker om aktiemarknaden. Tidigare har han också suttit i styrelsen eller den operativa ledningen för flera värdepappersföretag. Artikeln bygger på ett föredrag som Lindström höll på Ständerhuset 3.5.2017.

Från törnrosasömn till överhettning

Helsingforsbörsen genom tiderna

Det krävdes nästan 70 år för att 1916 års omsättningsrekord skulle överträffas. Datoriseringen av börshandeln och invasionen av utländska placerare spädde sedan på expansionen. Nokias enorma kursstegring och världsledande ställning förklarar största delen av börsomsättningens ökning under 1990-talet och det nya millenniets första år.

Helsingforsbörsen grundades år 1912 i det av Lars Sonck ritade börshuset. I ett drygt sekel har aktieaffärer diskuterats i huset, inte minst i Börsklubben, jämnårig med börsen och huset. Tiden har dock inte stått stilla på Fabiansgatan. Börsen har fått sin beskärda del av såväl dramatik som samhällets och teknologins utveckling. Psykologin, alltid närvarande på börsen, leder ofta till överdrivna reaktioner på nyheter. Ibland är börsstämningen maniskt euforisk, ibland tröstlöst depressiv. Inte ens under lugnare tider är börsen händelsefattig. Allt som rör sig i världen kan påverka placerarnas beteende.

Börsens försiktiga start avlöstes redan år 1916 av den värsta spekulationsbubbla som bevittnats i Finland, senare kallad häxdansen. Utlösande faktorer var första världskrigets va-

Invigningen 2.2.1912.

1927.

Efter bombningen 27.2.1944.

rubrist i kombination med en enormt ökad utelöpande sedelmängd. Den påföljande hyperinflationen i stort sett tiofaldigade prisnivån på ett par år. Den ryska krigsmakten hade omättliga behov och inflationen skapade väldiga skenvinster i våra företag. Inbördeskrig i både Finland och Ryssland ökade samhällsoron. Allmänheten ville rädda sina besparingar. Aktier representerade realtillgångar och sågs som en förstklassig lösning.

Följaktligen blev börsen ett veritabelt folknöje under krigsåren och inträdesavgift kunde uppbäras av de folkmassor, som ville följa med börssessionerna från börssalens läktare. Aktiehandeln ökade så våldsamt, att affärerna fortsatte på kvällarna i Hotel Kämp. Fram till år 1918 trefaldigades antalet noterade bolag till 92 och fyrfaldigades

Diagram 1.

1960-talet.

antalet börsmedlemmar till 62. Bland de senare fanns förutom banker också privatbankirer. Till de mest framgångsrika hörde Wilhelm Bensow och Tom Sahlberg, som senare sålde sin bankirfirma till Ane Gyllenberg.

Efter bubblor följer eftertanken

Vårt första börsindex, Unitas aktieindex, har uträknats först från och med år 1923. Det kan dock beräknas att aktiekurserna reellt sett aldrig varit så höga i vårt land som under år 1916. Likaså var samma års aktieomsättning i reella termer så omfattande, att den överträffades klart först år 1984 i en helt annan verksamhetsomgivning.

Efter alla börsbubblor följer eftertankens kranka blekhet. Börsens kursras 1919–1924 ackompanjerades av ränte- och skattehöjningar, valutareglering, bankkris och en åtstramning av kreditgivningen. Av de 92 börsbolagen och 62 börsmedlemmarna från år 1918 återstod sex år senare endast 37 bolag och 24 medlemmar.

Efter några glada börsår prövades placerarna på nytt under den ekonomiska depression, som liksom i USA inleddes med ett brant kursfall år 1929. Konjunkturläget kännetecknades av kapitalbrist, sjunkande exportpriser och ökad arbetslöshet. Valutakrisen två år senare tvingade både pundet och de nordiska valutorna att lämna guldmyntfoten.

Från år 1934 var börsstämningen positiv nästan ända fram till andra världskriget. Placerarna bevittnade dock med oro Tysklands aggressivitet. Den 1 september 1939 stängdes börsen för en vecka på grund av anfallet mot Polen. Likaså var börsen stängd under våra förhandlingar med Sovjetunionen i oktober–november 1939 samt under hela vinterkriget. Efteråt kan man känna tacksamhet över börspausen. När röda armen vällde in över våra gränser räknade få med att Finland och dess samhällssystem skulle överleva aggressionen. Senare fick börsen konkret känning av kriget, när ett ryskt plan bombade börshuset i februari 1944.

Andra världskriget blev för börsen en upprepning av första världskriget. Krigföringen finansierades med sedelfinansiering och varubristen

1980-talet.

var svår. Frasen ”flykt till realvärden” togs åter i bruk. Under krigsåren kunde myndigheterna i viss mån hålla tillbaka penningvärdeförsämringen med en rigorös priskontroll, men inte efter vapenstilleståndet år 1944. Resultatet blev en galopperande inflation och upprepade devalveringar, som höjde priserna till det fyrfaldiga under 1940-talets senare hälft.

Livlig handel med holdingbevis

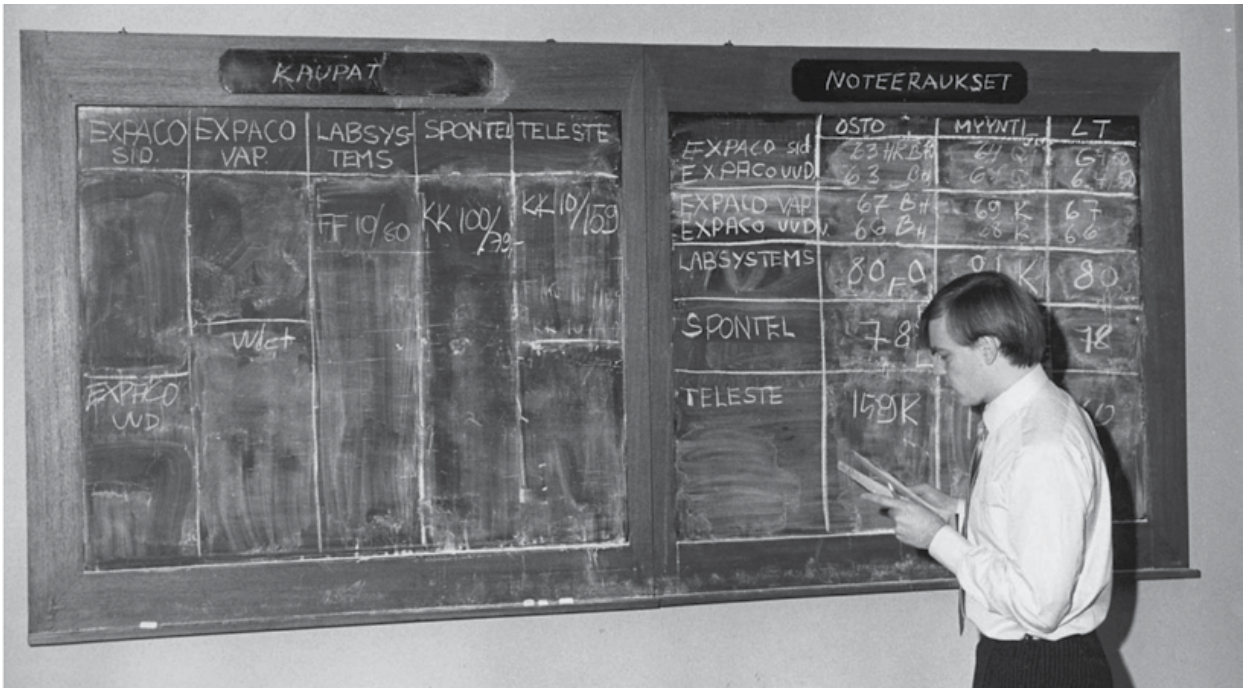
Landavträdelserna till Sovjetunionen medförde liksom även krigsskadeståndsleveranserna betydande skattehöjningar, när den evakuerade befolkningen skulle ersättas för det som den förlorat. Statsmakten emitterade obligationer i ett så kallat andra ersättningslån och andelsbevis i den så kallade Förvaltningskoncernen för ersättningsaktier, oftast kallade holdingbevis. Storföretagen måste emittera aktier utan vederlag till denna koncern. Aktierna kunde senare återköpas till kurser som Finansministeriet fastställt.

Obligationerna och holdingbevisen överläts utan kostnad till den evakuerade befolkningen, som dock i första hand behövde kontanta medel. Därför uppstod en livlig handel med dessa värdepapper och under några år på 1940-talet svarade de för hälften av börsomsättningen. Ersättningsobligationerna var nästan bokstavligen guldkantade, eftersom amorteringarna var bundna till partiprisindex.

Liksom under första världskriget sjönk aktiernas realvärden brant trots en kraftig nominell kursstegring ännu under år 1945. Snart började aktiekurserna rasa även nominellt trots penningvärdeförsämringen. Stämningen i samhället kännetecknades nämligen av en vitt utbredd osäkerhet, ibland ren panik. Utöver politiskt betingade vilda strejker fanns nämligen en djup oro beträffande Sovjetunionens slutliga avsikter i Finland. Statskuppen i Tjeckoslovakien år 1948 hade en förlamande inverkan. Inte utan skäl talade man om ”farans år”.

Törnrosasömn i två årtionden

Under största delen av 1950- och 1960-talen var börsen händelselös och börsomsättningen obetydlig. Perioden är känd som börsens törnrosasömn. Staten började nämligen år 1953 emittera både skattefria och indexbundna obligationer. Bankerna hakade på några år senare med skattefria indexdepositioner. Snart blev det möjligt att till och med få skattefria hyresintäkter. Börsaktierna kunde givetvis inte konkurrera med dessa marknadsvidriga placeringar, i synnerhet



1985.

som vanliga privatpersoners börsplaceringar för det mesta varit oskäligt hårt beskattade i Finland, också internationellt sett. Normalt skulle till exempel devalveringarna åren 1957 och 1967 ha lett till köpfest på börsen. I stället sjönk aktiekurserna i åratal. År 1967 sades kurserna vara ”onaturligt låga” i Föreningsbankens kvartalstidskrift Unitas, som traditionellt var försiktig i sina uttalanden.

En plötslig och dramatisk förändring inträffade från februari 1968. I samband med en inkomstpolitisk helhetslösning slopades indexbindningarna, vilket totalt förändrade aktiernas konkurrensläge. Börslistans banker genomförde vid ingången till 1970-talet stora emissioner och hade i motsats till tidigare år storslagna reklamkampanjer för sina aktier. För exportindustrin var frihandelsavtalet med Europeiska gemenskapen viktig. Kursuppgången 1968–1973 blev sålunda en av börsens brantaste genom tiderna.

Betecknande för berg- och dalbanan på vår börs är att de lukrativa åren i början av 1970-talet förbyttes år 1973 i en börskrasch, som pågick oavbrutet ända till år 1977. Allt började med energikrisen, som höjde oljepriserna från september 1973 till mars 1974 med hela 300 procent. Den påföljande lågkonjunkturen drabbade hårt i synnerhet skogsindustrin och förvärrades av en närmare 20 procents inflation, överstora löneförhöjningar och våldsamt höjda skatter framför allt år 1976. Man talade om ”stagflation”. I genomsnitt halverades kursnivån under dessa år, ibland kallade ”börsens onda tid”.

Kasinoekonomi och maktkamper

I slutet av 1970-talet kunde aktieplacerarna igen andas fritt och börsens goda år pågick nästan oavbrutet till år 1989. Wall Streets Black Monday i oktober 1987 åstadkom inte stort mera än en krusning på ytan hos oss. Marknaden blev allt mera överhettad i mitten av 1980-talet under den så kallade kasinoekonomin, då bankerna beviljade krediter till och med på mycket lösa grunder. Modeordet var nu ”corners” (på finska ”nurkanvaltaus”). Spekulanter köpte först en betydande aktiepost och försökte sedan tvinga huvudägaren att inlösa posten till överpris. Också maktkamper var på modet. Kouriaffärerna tvingade våra båda dåvarande storbanker på knä. Föreningsbanken och SCAB (Sparbankernas centralaktiebank) tävlade om att överta Helsingfors aktiebank. Utlänningarna blev allt aktivare på Helsingforsbörsen, vilket ledde till ett omättligt begär efter utlänningsfria aktier.

Denna tid medförde också någonting gott. Placeringsfonderna introducerades i oktober 1987 strax före Black Monday. Vi fick likaså en mängd nya börsbolag. Av genomgripande betydelse var

värdepapperslagstiftningen från år 1989. Tidigare hade börsen enligt Bankinspektionens chef Jussi Linnamo endast ”ett segelsällskaps stadgar”.

I april 1989 började aktiekurserna sjunka. Det blev startskottet för den värsta depressionen i Finlands ekonomiska historia. När vi nådde botten i september 1992 hade aktierna mist tre fjärdedelar av sitt värde, hälften av börsbolagen slopat utdelningen och största delen av dem gjort förlust. Samhället präglades av en bottenlös förtvivlan med rekordstor arbetslöshet, otaliga konkurser och vår värsta bankkris genom tiderna. Nästan hela vår östhandel försvann på grund av Sovjetunionens sammanbrott. Lösningen var bland annat två devalveringar för att eliminera finska markens orealistiska värdering på världsmarknaden.

Aktörerna tappade sitt sunda förnuft

En ny tid randades år 1993 genom att aktiernas alla utlänningsrestriktioner slopades och Nokiasagan började skrivas. Invasionen av utländska placerare fördubblade kursnivån under året. EU-medlemsskapet förbättrade också stämningen. De goda börsåren pågick nu ända fram till år 2007, dock med ett kort avbrott efter millennieskiftets IT-bubbla. Framför allt 1990-talet blev Nokias årtionde. När toppkursen 65 euro bokfördes år 2000, hade aktiekursen 800-faldigats från bottennivån år 1991.

Mot slutet av 1990-talet blev marknaden allt mera överhettad för teknologiaktier. Det förlösande ordet internet fick marknadsaktörerna att helt tappa sitt sunda förnuft. Företag som aldrig gjort vinst och som ofta helt saknade förutsättningar för framtida lönsam verksamhet värderades plötsligt till astronomiska belopp. Ett av de bättre småbolagen, det nyligen uppköpta Comptel, hade i mars 2000 ett marknadsvärde som var mer än dubbelt så högt som Kones och Huhtamäkis och nästan dubbelt så högt som Keskos motsvarande värde. Redan fram till slutet av år 2002 hade Comptel tappat inte mindre än 96 procent av sitt börsvärde.

Utvecklingen under 2000-talet är välkänd och behöver knappast behandlas i detalj. Finanskrisen 2008–2009 var dock en så extraordinär och global företeelse att några ord om den är på sin plats. Allt började med sub prime-lån, det vill säga till medellösa beviljade bostadslån som paketerats till oigenkännlighet, och fortsatte med ansvarslös ryktesspridning och blankning (short selling), som gjorde att många av anstiftarna, främst hedgefonder, till slut föll på eget grepp. Krisen krävde många andra offer, bland annat flera välrenommerade banker och finansinstitut med Lehman Brothers i spetsen. För aktieplacerarna i hela världen blev år 2008 det värsta börsåret genom tiderna. I Helsingfors och Stockholm halverades börskurserna.

Diagram 2.

I dag är aktierna datoriserade

Vad lär vi oss av börsens utveckling? Verksamhetsomgivningen och aktiehandeln har förändrats dramatiskt genom åren, vilket försvårar jämförelser. Under de senaste decennierna har vi fått en mängd nya finansiella instrument såsom placeringsfonder, optioner, konvertibler et cetera. Dessutom var aktiebreven ännu för 25 år sedan i fysisk form och ofta grafiska konstverk med tillhörande dividend- och emissionskuponger, härav begreppet ”kupongklippare”. Nu ”existerar” aktierna endast i ett datoriserat register. I dag kan vi i realtid köpa ett obegränsat antal aktier varifrån som helst. Ännu i början av 1980-talet fick vi förvärva endast finska aktier. Handeln var trög. Ett till salu erbjudet aktiebrev på till exempel 1 000 aktier var svårsålt, ifall köparna ville ha mindre aktieposter.

Förr lämnades en köp- eller säljorder över bankdisken, oftast i Föreningsbanken eller Kansallispankki. Affären verkställdes av bankens mäklare i börssalen. Idag fungerar placerarna själva som börsmäklare vid sina hemdatorer och dessutom är en betydande del av ”placerarna” robotar, det vill säga från utlandet dirigerade datorer. När dessa reagerar lika på ny information i samma ögonblick blir börsreaktionen ofta groteskt överdriven. Ännu för 50 år sedan var företagens verkliga lönsamhet och ägoförhållanden en affärshemlighet. I dag erbjuds vi bokslutskommentarer på 100 sidor eller mera.

Med tanke på det tidigare sagda var aktieomsättningen under första världskriget ofattbart stor. Såsom diagram 1 visar krävdes det nästan 70 år för att 1916 års omsättningsrekord skulle överträffas. Diagrammet visar också med all önskvärd tydlighet hur slopandet av indexbindningarna 1968 påverkade börshandeln. Datoriseringen av börshandeln och invasionen av utländska placerare spädde ytterligare på expansionen. Nokias enorma kursstegring och världsledande ställning förklarar största delen av börsomsättningens ökning under 1990-talet och det nya millenniets första år.

Samma regler för alla placeringar

Diagram 2 visar den inflationsjusterade kursnivån från år 1912, varvid de första åren uppskattats. Också här ser vi aktiehandelns exceptionella karaktär under det första världskriget. ”Häxdansen” medförde börsens reellt sett högsta aktiekurser. Slopandet av indexklausulen år 1968 innebar en ny tid också för börsaktierna. Samtidigt som bokslutsinformationen kontinuerligt förbättrats har det blivit lättare för aktieplacerarna att lyckas med sina aktieval. Kanske något oväntat tycks aktierna inte alls kunna bibehålla sina realvärden under tider av galopperande inflation. Allra sämst klarar sig bankaktierna. Industribolagen har mera realegendom och deras aktier utvecklas därför bättre. En verksamhetsomgivning med låga räntor och obetydlig inflation verkar vara den klart mest gynnsamma för börsaktier. Detta syns i den ypperliga realavkastning på i genomsnitt 9 procent per år som en finsk indexportfölj avkastat sedan år 1990.

Diagrammet bekräftar att marknadsekonomin, i detta fall företagens kapitalförsörjning via börsen, inte kan fungera ifall samma spelregler inte gäller alla placeringsalternativ. Skattefria och rent av indexbundna depositioner, obligationer och bostäder hörde inte till en fungerande marknadsekonomi och åstadkom allvarliga snedvridningar. Inte ens i dag är läget tillfredsställande, eftersom vi har ett skattesystem som närmast påminner om ett lapptäcke och som inte förhåller sig neutralt till olika placeringsinstrument. I synnerhet diskrimineras privatpersoners direkta börsplaceringar. Detta är troligen huvudorsaken till att våra bästa företag alltför ofta övergår i utländsk ägo.

Referenser

Lindström, Kim (2013) Puoli vuosisataa pörssin sisäpiirissä. Talentum

Lindström, Kim och Tom (2011) Onnistu osakemarkkinoilla. Talentum

Stjernschantz, Göran (1987) På Börsens Berg- och Dalbana. Helsingfors Fondbörs 1912–1987. Art-Print Oy

Tiderman, F. (1937) Helsingfors Börs 1912–1937. J. Simelii Arvingars Boktryckeri Ab

Tiderman, F. (1962) Helsingfors Börs 50 år. Helsingfors Fondbörs 1937–1962. Centraltryckeriet