

Et forsøg på at forklare aktie- og obligationskursernes svingninger

Af Leif Monies¹⁾

Nærværende artikel er et forsøg på at finde frem til begivenheder og forhold, der synes at have øvet indflydelse på kurserne på det danske obligations- og aktiemarked sådan, som det har fundet udtryk på Københavns børs.

En sådan undersøgelse kan foretages som en langtidsbetragtning ved at undersøge kurserne eller deres index over en længere årrække for at klarlægge hovedlinierne i den økonomiske udvikling. Eller den kan foretages med ganske få år som basis og må da gøre rede for såvel hovedtendensen i disse få år som de daglige bevægelser. Det er den sidste mulighed, der er valgt her, og der er valgt årene 1949 og 1950. Det siger sig selv, at der på grundlag af en undersøgelse over kun 2 år ikke kan siges noget generelt. Dette understreges af, at kurssvingningerne her kun er sat i relation til nogle prisindex og til større politiske og økonomiske begivenheder i ind- og udland.

En mere dybtgående undersøgelse vil tillige tage hensyn til f. eks. størrelsen og sammensætningen af vor im- og eksport og indholdet af diverse handelsaftaler samt, hvad der måske er vigtigere, bevægelserne på udlandets fondsbørser. Det fremhæves fra kompetent side, at bevægelserne på New Yorks og Stockholms børser følges temmelig nøje ad, og at Københavns børs, som er væsentlig mindre end de to andre børser, er en svag afspejling deraf. En i New York Times, International Edition, fra 3/1 1950 vist kurve over aktiekursernes bevægelser i 1949 har således den samme hovedtendens som aktieindexkurven for samme år her hjemmefra.

Endnu skal der fremhæves et forhold, som vanskeliggør undersøgelserne, og som ikke klart fremgår af det følgende: det påstås i børs kredse, at børsen ofte i nogle måneder forud for en begivenhed er klar over dens komme, men — naturligvis — ikke dens indhold.

¹⁾ civilingeniør, stud. merc.

Et forsøg på at forklare aktie- og obligationskursernes svingninger

Af Leif Monies¹⁾

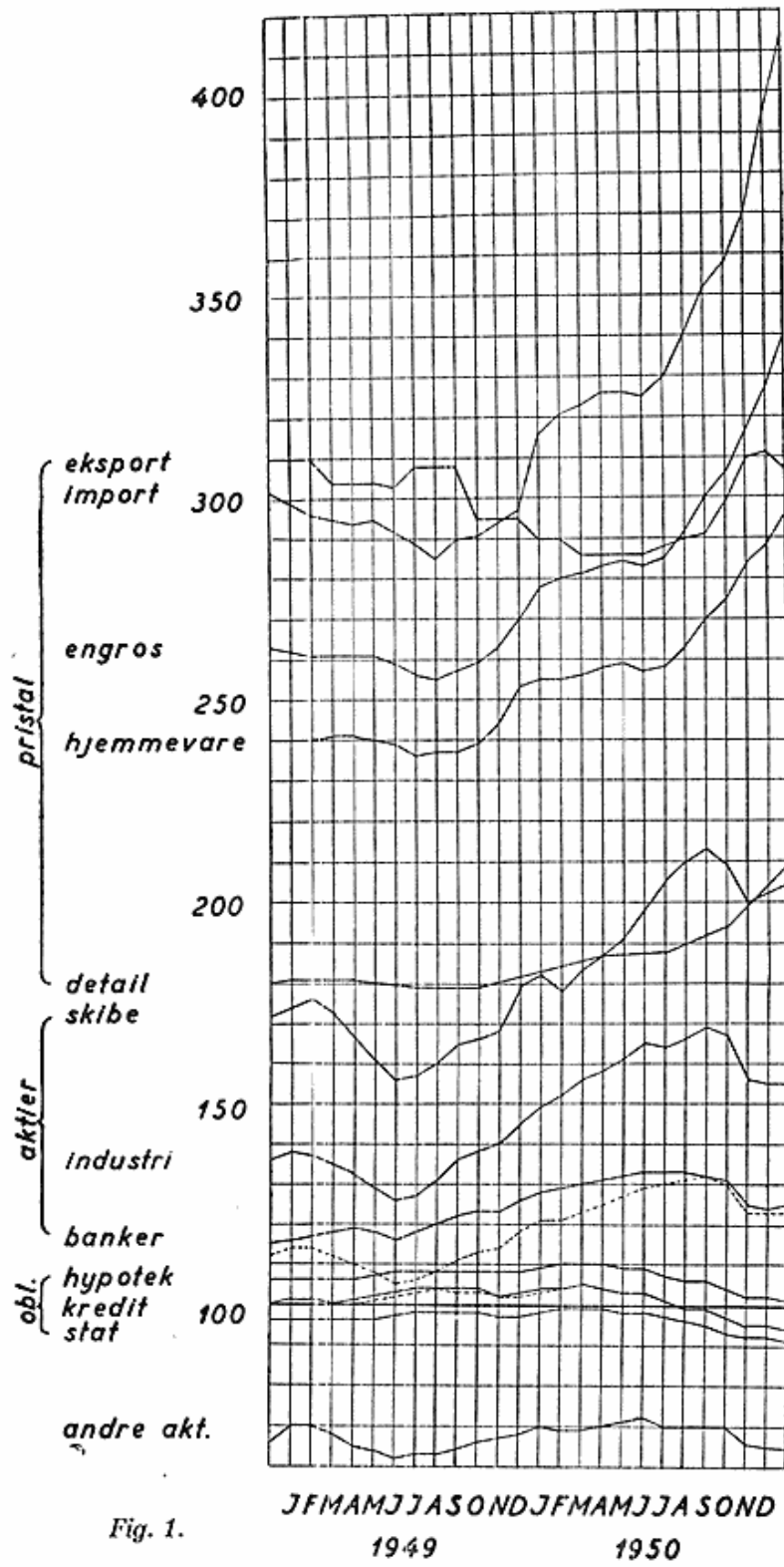
Nærværende artikel er et forsøg på at finde frem til begivenheder og forhold, der synes at have øvet indflydelse på kurserne på det danske obligations- og aktiemarked sådan, som det har fundet udtryk på Københavns børs.

En sådan undersøgelse kan foretages som en langtidsbetragtning ved at undersøge kurserne eller deres index over en længere årrække for at klarlægge hovedlinierne i den økonomiske udvikling. Eller den kan foretages med ganske få år som basis og må da gøre rede for såvel hovedtendensen i disse få år som de daglige bevægelser. Det er den sidste mulighed, der er valgt her, og der er valgt årene 1949 og 1950. Det siger sig selv, at der på grundlag af en undersøgelse over kun 2 år ikke kan siges noget generelt. Dette understreges af, at kurssvingningerne her kun er sat i relation til nogle prisindex og til større politiske og økonomiske begivenheder i ind- og udland.

En mere dybtgående undersøgelse vil tillige tage hensyn til f. eks. størrelsen og sammensætningen af vor im- og eksport og indholdet af diverse handelsaftaler samt, hvad der måske er vigtigere, bevægelserne på udlandets fondsbørser. Det fremhæves fra kompetent side, at bevægelserne på New Yorks og Stockholms børser følges temmelig nøje ad, og at Københavns børs, som er væsentlig mindre end de to andre børser, er en svag afspejling deraf. En i New York Times, International Edition, fra 3/1 1950 vist kurve over aktiekursernes bevægelser i 1949 har således den samme hovedtendens som aktieindexkurven for samme år her hjemmefra.

Endnu skal der fremhæves et forhold, som vanskeliggør undersøgelserne, og som ikke klart fremgår af det følgende: det påstås i børs kredse, at børsen ofte i nogle måneder forud for en begivenhed er klar over dens komme, men — naturligvis — ikke dens indhold.

¹⁾ civilingeniør, stud. merc.



Kilder. Det anvendte talmateriale er for de daglige kursers vedkommende hentet fra de af dagbladet »Børsen« udgivne børstabellet for 1949 og 1950; her findes køberkurser for daglig noterede aktier opført for hver børsdag, mens obligationskurserne kun er opført for midterste og sidste børsdag i hver måned.

Indextallene er taget fra Statistisk Aarbog 1949 og 1950 samt fra Statistiske Efterretninger 1951.

Begivenhederne er taget fra »Hvem Hvad Hvor« 1950 og 1951.

Enkelte kommentarer er fundet i de københavnske hovedbankers beretninger for årene 1949 og 1950.

Hovedtendensen. Hovedtendensen i obligations- og aktiekursernes svingninger i 1949 og 1950 er søgt belyst ved hjælp af figur 1. Her er indtegnet de officielle obligations- og aktiekursindex for hver af de grupper, den offentlige statistik regner med, og for henholdsvis obligationer og aktier under eet. Obligationer er inddelt i stats-, kredit- og hypotekforeningsobligationer, og aktier i bank-, industri-, skibs- (= rederi-) og andre aktier. Den øverste stiplede kurve er det samlede aktiekursindex; det samlede obligationskursindex (nederste stiplede kurve) falder ofte sammen med indexet for kreditforeningsobligationer og ses derfor kun på korte stykker som en selvstændig, stiplede kurve.

De øvrige kurver på figuren er detailpristallet og engrospristallet; det sidste er sammensat af import-, export- og hjemmevarepristallet.

Alle index refererer til 1935 = 100. Inddelingen på absisseaksen er tænkt som medio pågældende måned, hvorved figuren omfatter tiden medio december 1948 til medio januar 1951.

Obligationer. Bevægelserne indenfor de tre grupper: stats-, kredit- og hypotekforeningsobligationer er praktisk taget ens gennem hele perioden, så at interessen alene samler sig om det samlede index. — Den indbyrdes beliggenhed af kurverne er bestemt af, at statsobligationer omfatter serier både med lav og middelstor rente, kreditforeningerne serier med middelstor og hypotekforeningerne med højere rente.

1948 sluttede med en stramning af pengemarkedet; kassebindingslovene for banker og sparekasser lempedes derfor pr. 1/1 1949 (de udløb 31/12 1949). Den forøgede pengemængde slår først igennem fra april 1949 og bevirker stigende kurser (faldende rente). Stigningen standses af devalueringen den 18. september. Faldet standser i november, og kurserne begynder atter at stige fra årets slutning til

marts 1950, hvorefter de atter falder. Både i november 1949 og i marts 1950 indgås der økonomiske forlig på Rigsdagen; selv om der kan være andre årsager, kan indholdet af disse forlig måske forklare noget af svingningerne i obligationskurserne. I november gælder forliget vareforsyningsloven og prisloven, mens det i marts gælder skatterne, og regeringen bemyndiges til at optage to statslån. Lånene blev udbudt i marts; men markedet fandt renten utilfredsstillende, så det garanterende bankkonsortium måtte overtage en betydelig del af lånene. — Hvorvidt den truende strejkesituation kan have holdt købere, specielt fagforeningerne, tilbage, kan ikke påvises; men man kan ikke helt se bort fra muligheden.

Den 25. juni 1950 bryder krigen i Korea ud, og med Danmarks alvorlige økonomiske situation som baggrund forhøjer Nationalbanken den 4. juli discontoen med 1 % til 4½ %. Herved forstærkes faldet i obligationskurserne; det standser i september, hvor der afholdes valg, som ikke resulterer i nogen afklaring i landets økonomiske situation. Faldet fortsætter derfor i oktober. Der følger herefter en række begivenheder, der alle bunder i valutasituationen, og hvis virkninger hver for sig ikke kan udredes; det er regeringsskiftet den 28. oktober, discontoforhøjelsen med yderligere ½ % til 5 % den 2. november og de nye kriselove med mere eller mindre pengeopsugende karakter samt; som en følge af disse love, bankernes stramning af långivningen til børsspekulationer. Alt i alt fortsætter kursfaldet, med en kort standsning i december, ind i 1951.

Obligationsskurserne viser således en forøget pengemængde i løbet af 1949 og et stykke ind i 1950; kurserne er stigende, renten faldende, hvad der igen betyder »billigere penge«. Fra omkring marts 1950 strammes markedet, kurserne falder, altså »dyrere penge«.

Tages den herskende frygt for den danske krones værdi som en kendsgerning, har man heri noget af forklaringen på det kursfald, der sætter ind 3 måneder før første diskontoforhøjelse og et halvt årstid før folketingsvalg og regeringsskifte.

Aktier. Aktiekursindexene er korrigerede for udbytterne, så at det kursfald, der kommer umiddelbart efter udbyttedeklareringen, som følge af, at kuponen ikke følger aktien, ikke får nogen indflydelse på indexberegningen.

Det samlede aktieindex. Bevægelserne i aktiekurserne må i højere grad end for obligationskurserne sammenlignes med udefra kommende

begivenheder. Ser man på figur 1 på kurverne for det samlede aktieindex og for engrospristallet, viser de næsten samme form indtil den første discontoforhøjelse den 4. juli 1950. Engrospristallet ses så overvejende at være domineret af importpristallet; hjemmevarepristallet må, sådan som vore naturlige råvareforhold nu engang er, på forhånd antages at følges meget nøje med importpristallet, hvad det også gør. Exportpristallets bevægelse har en helt anden karakter end importpristallet, (blandt andet som følge af Englandsaftalen, hvis indflydelse viser sig i den forøgede, ugunstige afstand mellem im- og exportpristalletene efter devalueringen). Med andre ord svarer bevægelserne i aktiekurserne stort set til bevægelserne i importpriserne.

Nederst på figur 3 er indtegnet Moodys råvareindex, et amerikansk prisindex for de vigtigste råvarer på verdensmarkedet¹⁾. Basisåret er mig ikke bekendt, hvorfor der ikke kan drages nogen talmæssig sammenligning med det danske importpristal; men det ses i hvert fald, at de svingninger Moodys index udviser, i større eller mindre grad genfindes i vort importpristal (NB: ordinaterne i de to figurer er ikke ens gradueret). — Moodys index når sit absolutte minimum siden krigen den 28/6 1949 (332,2); vort importpristal når først sit minimum i august, det er dog ikke den laveste værdi siden krigen. Som følge af, at det meste af vor import foregår ved køb på kontrakt, må bevægelserne i verdensmarkedets priser, Moodys index, først efter nogen tid slå igennem i vort importpristal.

Importpristallet falder i begyndelsen af 1949, aktiekurserne følger med og når deres minimum allerede i juni samtidig med, at exportpristallet stiger som følge af den store smøraftale med England den 27. juni. Importpristallet når sit minimum i august. Samtidig sætter dollarkrisen alvorligt ind i Europa og ikke mindst i England. U. S. A. ønsker under de forhandlinger, der føres i den kommende tid, devaluering af pundet. Så sent som den 15. september dementerer Sir Stafford Cripps meget kraftigt rygterne om devalueringen; den kom den 18., og vi fulgte omgående med. I børskredse kom devalueringen overraskende. Stigningen i exportpristallet ødelagdes omgående af devalueringen, mens stigningen i importpristallet først slår igennem

¹⁾ Moodys index er, så vidt jeg har kunnet få oplyst, ikke offentliggjort samlet noget sted. Det beregnes for næsten hver dag og offentliggøres herhjemme undertiden i Berlingske Tidende og fra og med marts 1951 daglig i »Børsen«. Tallene her stammer fra vekselerfirmaet L. Palsby, som desværre manglede dem for ca. et halvt år. — Der er kun afsat to værdier pr. måned: een omkring den første og een omkring den midterste dag i måneden.

et par måneder senere. Aktiekurserne var stigende inden devalueringen; men stigningen svækkes umiddelbart efter af de før nævnte grunde. I november skærer importpristalskurven exportpristalskurven, og prisstigningen udefra slår igennem for alvor. Denne stigning fortsætter gennem hele 1950, hvor den bliver forstærket af Koreakrigen og oprustningen. Aktiekurserne stiger jævnt fra november 1949 til september 1950.

Mens der måske kunne påvises forbindelse mellem obligationskurserne og overenskomstforhandlingerne på arbejdsmarkedet i begyndelsen af 1950, synes noget tilsvarende ikke at kunne ses for aktiernes del, end ikke for industriaktier.

Discontoforhøjelsen i juli 1950 svækker kun i ringe grad stigningen i aktiekurserne, da Koreakrigen umiddelbart forinden er brudt ud. Først da den socialdemokratiske regering efter valget begynder at komme i vanskeligheder, påvirkes aktiekurserne af rent danske forhold. De falder trods stigende priser. Aktiekurserne tegner nu resten af året samme billede som obligationskurserne. Under obligationer blev der omtalt en række begivenheder, der var årsag til kursfaldet i den allersidste del af 1950; for aktiernes vedkommende antages det, at bankernes stramning af långivningen var den vigtigste.

De enkelte aktiegruppers index. Den indbyrdes beliggenhed af kurverne for de enkelte aktiegruppers index er bestemt af den indre værdi og af udbyttet i forhold til kursen; dette forhold er størst for skibsaktier og mindst for »andre aktier« med de to andre grupper placeret imellem på samme måde som på figuren (fig. 1). Hovedindtrykket af de enkelte index's bevægelser er hver for sig det samme som for det samlede index. Udsvingene for bankaktier er mindre end for de andre grupper, som følge af bankernes politik med ret konstant udbytte. Kurven nærmer sig da også obligationskurven i formen.

Skibsaktiernes kurser burde egentlig sammenlignes med fragtraterne i stedet for med råvarepriserne; men bevægelserne har for en stor del været de samme. Den væsentligste afvigelse findes i begyndelsen af 1950, hvor fragtraterne og dermed skibskurserne faldt, mens råvarepriserne steg. Et par måneder ind i året steg fragtraterne også.

Industriaktierne udmærker sig kun ved en tydelig nedgang i kurserne ved den første diskontoforhøjelse (juli 1950); nedgangen var kun midlertidig. Årsagen kan tænkes at være, at en meget stor del industrivirksomheder ligesom bankerne fører en konstant udbyttepolitik, hvorved de kommer til at ligne obligationer noget.

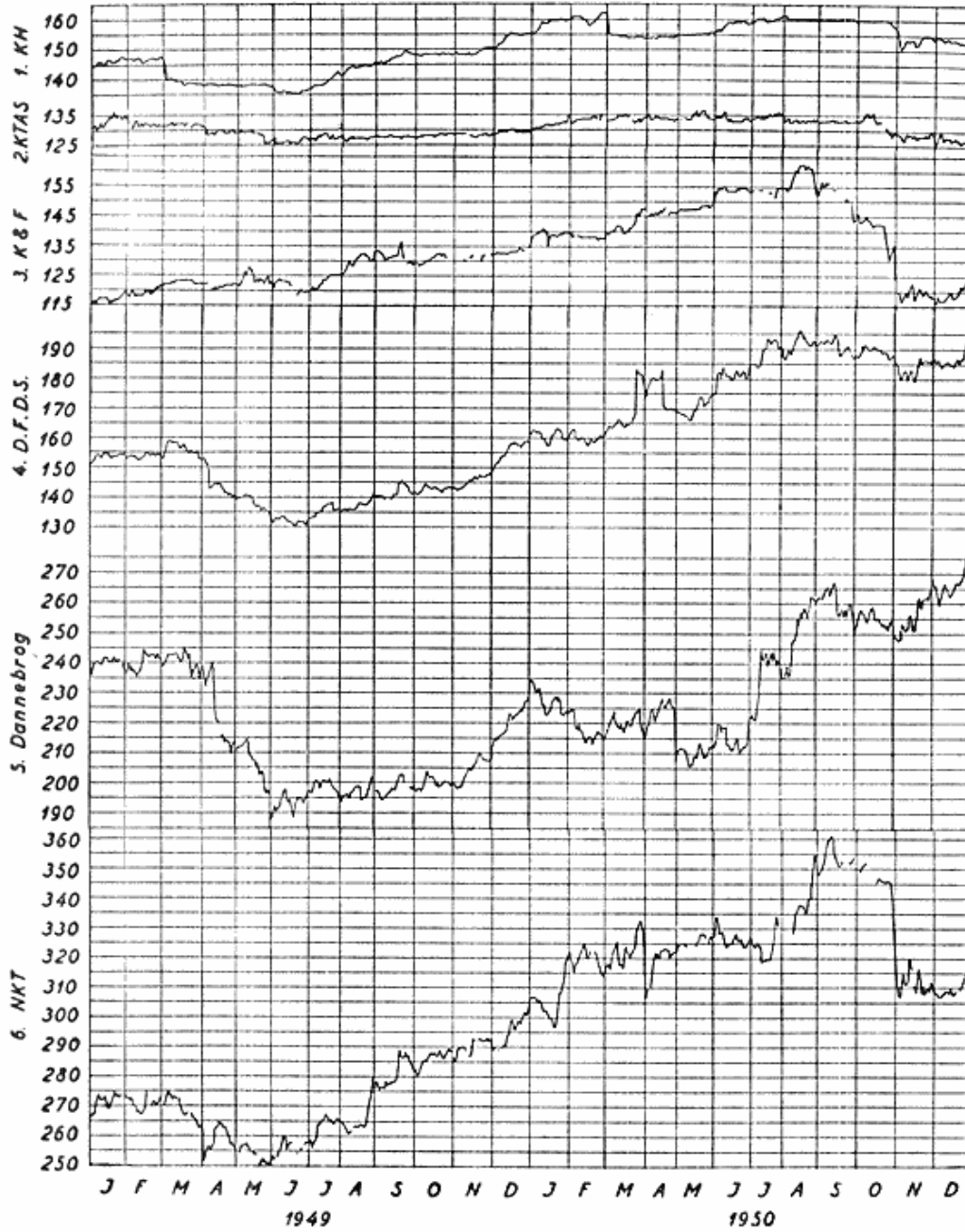


Fig. 2.

Kurvernes numre refererer til opstillingen side 120.

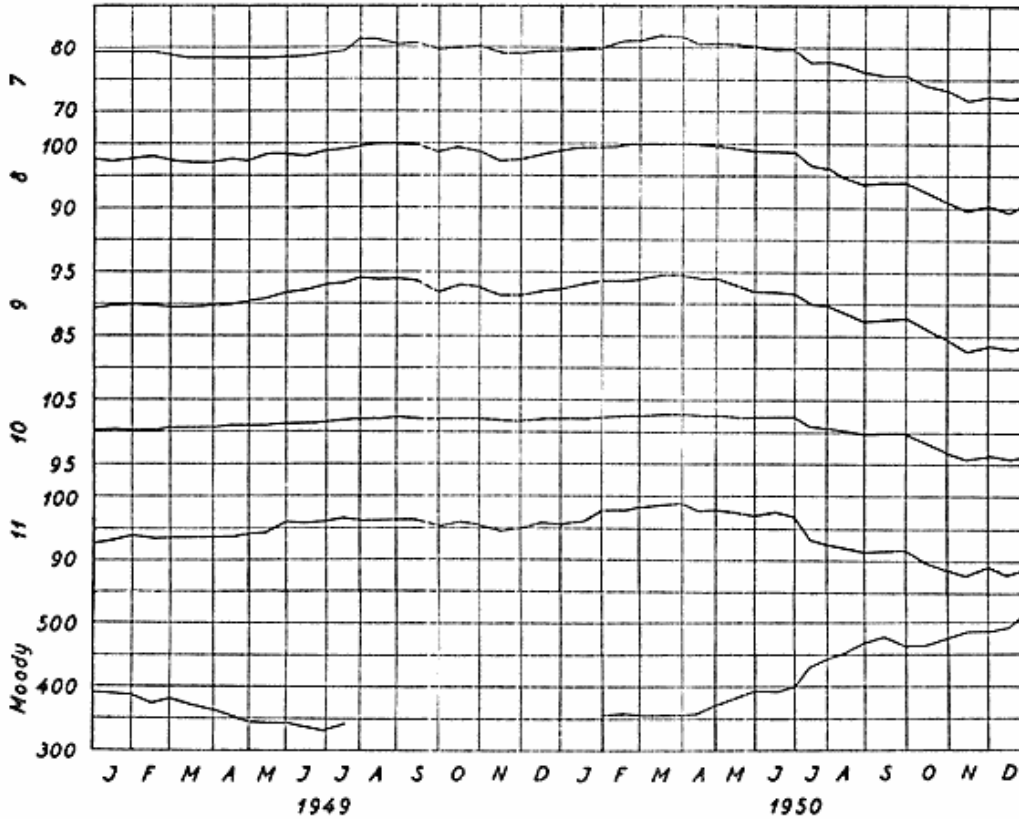


Fig. 3.

Kurvernes numre refererer til opstillingen side 120.

De daglige svingninger. I børskredse inddeler man aktierne i følgende grupper:

- A) banker
- B) trafikelskaber
- C) forsikringsselskaber
- D) handelsselskaber
- E) skibe
- F) industri,

idet grænserne mellem grupperne dog ikke er skarpe. Obligationerne inddeles i følgende grupper:

- G) stats- og kommuneobligationer
- H) kreditforeningsobligationer
- J) hypotekforeningsobligationer.

Med denne inddeling som baggrund er der på figur 2 og 3 indtegnet køberkurser for følgende aktier og obligationer for tiden 3/1 1949 til 30/12 1950:

- gruppe A: kurve nr. 1: Københavns Handelsbank
 gruppe B: » » 2: Københavns Telefonaktieselskab
 gruppe C: ingen, da denne gruppe kun er repræsenteret af 3 dagligt noterede papirer, og som sjældent handles,
 gruppe D: » » 3: Korn- & Foderstofkompagniet
 gruppe E: » » 4: Det Forenede Dampskibs-Selskab
 » » 5: Dampskibsselskabet »Dannebrog«
 gruppe F: » » 6: Nordiske Kabel- og Traadfabriker
 gruppe G: » » 7: Danske Statslaan 1886, uamortisabelt, 3½ %
 gruppe H: » » 8: Østifternes Kreditforening, 16. serie, 1. afd., 4½ %
 » » 9: Jydske Landejendomme, 9. serie, 4 %
 gruppe J: » » 10: Københavns Hypotekforening, 6. serie, 5 %
 » » 11: Københavns Hypotekforening, 5. serie, 4½ %
 samt det tidligere omtalte

Moodys råvareindex.

Bemærkninger til de enkelte kurver. Aktierne. Københavns Handelsbank (nr. 1). Den 2/3 1949 og 2/3 1950 noteres aktierne uden udbytte, hvorfor kursen falder. Handelsbanken er mere et udtryk for hovedbankerne end for banker som helhed; men dens kurskurve viser samme træk som indexkurven.

Københavns Telefonaktieselskab (nr. 2). KTAS udbetaler to gange om året à conto-udbytte og een gang restudbytte; derfor falder kurserne på følgende dage, hvor aktierne noteres uden udbytte: 1/2, 2/4 og 1/8 1949 og 1/2, 3/4 og 1/8 1950. Den 21/5 1949 indbød KTAS til udvidelse af aktiekapitalen, og den 28/5 noteres de gamle aktier uden tegningsret. De nye aktier var forbeholdt de gamle aktionærer med tegningsforholdet 6 : 1 til en kurs paa 125. Umiddelbart før indbydelsen var kursen 2—3 points højere end tegningskursen. Aktiekursen falder da ogsaa til 125 første børsdag efter indbydelsens offentliggørelse. Paa grund af tegningsrettens ringe værdi (1/6) og tegningskursens størrelse får det, at de gamle aktier noteres uden tegningsret, ingen indflydelse på deres kurs. Noteringen af nye aktier begynder den 28/5 og slutter den 25/7; deres kurs er enten lig med eller en ubetydelighed under de gamle aktiers, da de deltager på lige fod med disse i 1949's udbytte. (Der er ikke indtegnet kurskurve for de nye aktier). Ophøret af noteringen af de nye aktier den 25/7 ses ikke at have nogen indflydelse på de efterfølgende kurser.

Kurserne for KTAS-aktier minder ikke om de øvrige aktiekurser, men derimod om obligationskurser. Dette skyldes KTAS's struktur

som koncessioneret selskab med staten som ejer af halvdelen af aktiekapitalen, og der føres også konstant udbyttepolitik: i en lang årrække før 1939 8 % og fra og med 1939 til dato 7 %. Lignende forhold gælder de fleste andre noterede trafikselskaber.

Korn- & Foderstofkompagniet (nr. 3). Kursfald 21/9 1949 og 27/9 1950 som følge af eksklusivt udbytte.

Korn- & Foderstofkompagniet skulde være et typisk udtryk for et handelsselskabs aktiekurser. Der findes ikke nogen indexkurve for denne gruppe af aktier, og kurskurven følger ikke helt kurven for det samlede aktieindex. Derimod er der større overensstemmelse med hjemmevarepristallet, hvad der vel i nogen grad også var at vente som følge af selskabets handel med indenlandske varer.

Det Forenede Dampskibs-Selskab (nr. 4). Kursfald 6/4 1949 og 19/4 1950 som følge af eksklusivt udbytte.

Den stærke stigning i kursen i marts 1950 skyldes offentliggørelsen af regnskabet med forslag om udbytte på 12 % mod 10 % året før. Stigningen holder sig, til udbyttet er vedtaget på generalforsamlingen, og aktierne derefter udbydes uden kupon.

Dampskibsselskabet »Dannebrog« (nr. 5). Kursfald 11/4 1949 og 29/4 1950 som følge af eksklusivt udbytte.

D.F.D.S. er et linierederi, mens »Dannebrog« er et tramprederi. Reaktionen i deres aktiers kurser er derfor noget forskellig, selv om hovedtendensen er ens og svarende til skibsaktieindexet. Tramprederiet viser større udsving end linierederiet; det ses ved det almindelige fald i kurserne i midten af 1949 og navnlig ved stigningen ved Koreakrigens udbrud i sommeren 1950. Faldet i fragtraterne i begyndelsen af 1950 ses praktisk taget ikke for D.F.D.S., men, som det kunne ventes, tydeligt for tramprederiet »Dannebrog«.

Nordiske Kabel- og Traadfabriker (nr. 6). Kursfald 1/4 og 1/10 1949 og 1/4 og 2/10 1950 som følge af eksklusivt udbytte. (I og med at man er aktionær i NKT, er man også aktionær i Nordisk Industri Holding; derfor udbytte to gange om året).

NKT viser i januar 1950 en kraftig kursstigning, derefter en noget urolig tid, for så at ende med faldet 1. april. Årsagen er, at der i begyndelsen af 1950 opstod rygter om aktieudvidelse; de holdt sig til det på generalforsamlingen viste sig at være galt. (Rygterne genopstod i januar 1951; men denne gang var de rigtige).

NKT skulle være et typisk udtryk for et industriselskabs aktiekurser, og ser man bort fra de specielle forhold, stemmer kurven overens med industriaktieindexet.

De afbrydelser, der er i kurskurverne, skyldes, at der de pågældende dage ikke har været nogen køber på markedet.

Ved devalueringen stiger aktiekurserne for de fleste af de undersøgte papirer med det samme, men falder næsten lige så meget et par dage efter. Ved den første discontoforhøjelse er forholdene lige omvendt. Ved den anden discontoforhøjelse er forholdene som før nævnt uklare.

Ud over de her specielt fremhævede bevægelser viser kurserne daglig udsving i den ene eller anden retning, om det skyldes rene tilfældigheder i forholdet mellem udbud og efterspørgsel eller andre årsager, er svært at sige; men på et så lille marked som det danske kan rene tilfældigheder bevirke væsentlige afvigelser fra de anførte hovedtendenser.

Obligationerne. Kurverne på fig. 3, side 119, omfatter:

- nr. 7: (gruppe G) Danske Statslaan 1886, uamortisabelt, $3\frac{1}{2}$ %,
- » 8: (— H) Østifternes Kreditforening, 16. serie, 1. afd., $4\frac{1}{2}$ %,
- » 9: (— H) Jydske Landejendomme, 9. serie, 4 %,
- » 10: (— J) Københavns Hypotekforening, 6. serie, 5 % og
- » 11: (— J) Københavns Hypotekforening, 5. serie, $4\frac{1}{2}$ %.

De er karakteristiske repræsentanter for deres respektive grupper. Østifternes Kreditforening, 16. serie, 1. afd. (nr. 8) blev lukket den 30/11 1950, mens de øvrige kredit- og hypotekforeningsserier (nr. 9—11) er åbne.

Kurverne udviser et temmelig ensartet forløb og viser alle samme bevægelser som det tidligere beskrevne obligationsindex. Udsvingene ses tydeligere her end på kurven for indexet, som på sin side er noget udjævnet, da der heri indgår mindre vigtige obligationer med ret konstant kursleje.

Ligesom der i indledningen blev påpeget visse mangler ved den her foretagne undersøgelse, skal det til slut fremføres, at spørgsmålet om kursernes faktiske størrelser ikke er søgt belyst. Ej heller er spørgsmålet om obligationskursernes beliggenhed i forhold til aktiekurserne undersøgt. Det sidste spørgsmål fører bl. a. til en undersøgelse af spillerummet mellem den effektive rente af obligationer, som for tiden er stigende, og den effektive rente af aktier, som på samme tid er faldende. En nærmere belysning af disse problemer, der kan karakteriseres som udslag af frygten for kronen eller, sagt med andre ord, af rentens højde, kronens stilling og dermed hele valutasituationen, kunne formentlig forøge forståelsen af, hvorfor kursbevægelserne er blevet som det er set i det foregående.