

Gjestekommentar  
- finansFinn Øystein  
BerghHalvor  
HoddevikIngvild  
Borgen  
GjerdeJon  
MjølhusAlexandra  
MorrisEspen  
SirnesTrym  
Riksen

# Aksjemarkedet har snudd

Mange lurer på hvorfor aksjemarkedet er så turbulent for tiden. Svaret er at det har snudd.

Det skal ikke være lett å forstå markedets krumspring. På skolen lærte vi at «ingen vet hvor haren hopper» som et bilde på markedets uransakelighet. Og når markedet hopper mer enn før, tyr akademikere gjerne til «sjokk» som forklaring på de store svingningene; sjokk er definisjonsmessig uventede og passer dermed ikke inn i modeller som har til hensikt å forklare fremtidig risiko.

Akademikere i økonomi og finans har de siste tiårene oppdaget at ulike faktorer er velegnet for å beskrive avkastningsmønstre i enkeltaksjer. Eksempler på slike faktorer er størrelse - hvor selskapene rangeres etter markedsverdi - og verdi - hvor selskapene rangeres etter markedsverdi i forhold til bokført verdi av egenkapitalen. Selv om academia har kommet langt i å beskrive forskjeller i avkastning mellom aksjer, har det vært mindre fremgang i forsøkene på å forklare tidsvariasjonen i hele aksjemarkedets avkastning, det vil si hvorfor aksjemarkedet gir god avkastning i én periode og svakere avkastning i den neste.

Blant de meste respekterte finansakademikere er det spesielt én faktor som anses som så kontroversiell at den ikke er helt akseptert. Eugene Fama, nobelprisvinner i økonomi i 2013, er kjent for aksjefaktor-modeller og hypotesen om effisiente markeder. Derfor har det stor betydning når han fortsatt uttrykker skepsis til «momentum» som faktor, det vil si at den nærmeste tidens

## Finans Trym Riksen



utvikling, la oss si seks til 18 måneder, er den beste prognosen for utviklingen i neste periode.

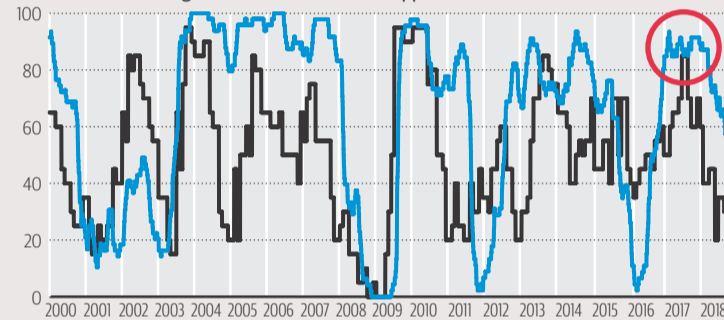
Til tross for at momentum er blitt påvist overalt, sa Fama i et intervju i 2015 at han «håper momentum forsvinner», samtidig som han påpekte at momentum er «den største forlegningen for teorien om effisiente markeder».

Hvis man har et mer åpent syn på momentum enn akademikere som Fama, finner man at faktoren er velegnet for å beskrive trender i både økonomien og i kapitalmarkedet. For

## Mister moment

Børsmomentum er positivt når **200 dagers** glidende gjennomsnittskurs er **tiltakkende**. Økonomisk momentum er positivt når dagens **økonomiske vekst er høyere** enn den var for et **halvt år siden**. Vi ser at globalt børsmomentum og globalt økonomisk momentum ofte har gått i takt, helt i tråd med antakelsen om at aksjer er et speilbilde av økonomien.

- Andelen aksjemarkeder i MSCI ACWI-indeksen med positivt momentum (47 land)
- Andelen land hvor økonomisk vekst er høyere enn for et halvt år siden (20 land)
- Børsmomentum og økonomisk momentum toppet ut for 12 til 18 måneder siden.



2018 DN grafikk/Kilde: Formuesforvaltning, Economic Cycle Research Institute, Ned Davis Research

over 100 år siden skrev Wesley Clair Mitchell (1874-1948) boken «Business Cycles», hvor han påbegynte arbeidet med å forstå trendene i hele økonomien. Mitchells arbeid er aldri blitt akseptert blant moderne økonomer, men vi kan takke arven etter ham for at vi i dag har et rikt utvalg av indikatorer som beskriver trend eller momentum i verdens økonomier, det vil si om årsveksten i økonomien er tiltagende eller avtagende.

Å beregne trend eller momentum i aksjemarkedet er enklere: Vi bruker 200 dagers glidende gjennomsnittspris som definisjon på om momentum er tiltagende eller avtagende.

Gjennom 2018 har den nysgjerrige analytiker kunnet observere at trenden i verdens økonomier og aksjemarkeder

utvilsomt har toppet ut i henhold til momentumdefinisjonen. I figuren ser vi at momentum i verdens aksjemarkeder og økonomier har fulgt hverandre i større grad enn akademikernes påstand om at «ingen vet hvor haren hopper». Og rundt årsskiftet 2017-2018 toppet momentum ut i både økonomier og aksjemarkeder, helt etter den alternative læreboken om økonomi og finans.

Det gir oss objektivt satte kriterier for å kunne fastslå at «det har snudd». Merk at dette ikke er en spådom, men et observert faktum.

Basert på 110 års erfaring med momentum i økonomien og aksjemarkedet i USA finner vi at aksjemarkedet har gitt en realavkastning på 12 prosent når momentum i både økonomien og aksjemarkedet var positivt.



**Fordi momentum i både verdens økonomier og aksjemarkeder har snudd til det negative det siste året, tilsier historiske erfaringer at risikoen i kapitalmarkedene nå er større enn den normalt er**

Til sammenligning har aksjemarkedets realavkastning vært minus 12 prosent i perioder hvor momentum i både økonomien og aksjemarkedet var negativt. Disse utfallsrommene - plus 12 prosent og minus 12 prosent - minner lite om hypotesen om at «ingen vet hvor haren hopper».

Fordi momentum i både verdens økonomier og aksjemarkeder har snudd til det negative det siste året, tilsier historiske erfaringer at risikoen i kapitalmarkedene nå er større enn den normalt er. Derfor anbefalte vi undervekt i aksjer ved inngangen til februar.

Det har snudd. For lengst.

**Trym Riksen**, leder av strategisk og taktisk allokering i

## Må disiplinere bankene

I flere artikler 29-30. oktober omtaler DN myndighetenes forsøk på å bremse veksten i forbrukslån. Kritikken mot det aggressive salget av forbrukskreditt er berettiget, men jeg tviler på om medisinen som myndighetene foreskriver er sterk nok.

Det eneste som vil disiplinere de mest pågående aktørene, er å begrense deres adgang til å kreve utlegg i låntagernes lønnsutbetalinger for å dekke misligholdte lån. Det er en selvmotsigelse i vårt rettssystem at en bank eller et kortselskap som har tilbudt en kunde usikret kreditt, kan gå til namsmannen og kreve sikkerhet i fremtidige lønnsutbetalinger,

straks kunden misligholder.

Jeg har noen ganger gitt råd til personer som sliter med å holde styr på egen økonomi. Erfaringen er at forbrukskreditt bare bringer mer kaos inn i en vanskelig økonomisk situasjon. Uten hjelp fra andre (enn banker) ender mange dessverre opp som rene gjeldsslaver, der banken kommer først og krever skyhøye renter, gebyrer og så videre. Den enkelte får bare igjen smulene av sin egen lønn eller pensjon å leve for.

De høye omkostningene gjør at det blir lite til avdrag, og låntageren har liten utsikt til å komme ut av fellen ved egen hjelp.

Banksjefer fremholder det norske systemet som veldig disiplinerte på kundene, men

det som trengs, er disiplinering av bankene. Hvis det blir slutt på at de bare kan gå til namsmannen og hente pengene straks kundene misligholder, vil risikoen for tap på forbrukslån bli høyere. Dermed må også kredittvurderingen bli mer forsvarlig, om bankene skal unngå sterk økning i utlånstapene.

**Stein Sjølie**, samfunnsøkonom

## En nødvendig forbedring

En million arbeidstagere i privat sektor har ikke tjenestepensjonsopptjening fra første krone, ifølge tall fra Finans Norge. De

aller fleste av disse vil få liten glede av garantipensjonen, som er en målrettet minstesikring for de med den laveste opptjeningen. Alderspensjonen i folketrygden vil basere seg på akkurat den samme prosentvise satsen for alle vanlige inntekter.

Den omfordelingen Civitaøkonom Steinar Juel sikter til i sin replikk til meg i DN 31. oktober, må dermed være at de som tjener over 7,1 G får en lavere andel alderspensjon sammenlignet med tidligere arbeidsinntekt enn det inntektsgrupper opp til 7,1 G får, alt annet likt. I kroner får de høytlønnede mest alderspensjon fra folketrygden i et livsløpsperspektiv, noe beregningene til nettopp Nicolaisen og Stølen i Søkelys på arbeidslivet nr. 1-2, 2016 også viser.

Vi vet at det er store sosioøkonomiske forskjeller i forventet levealder. De høytlønnede gruppene lever i gjennomsnitt betydelig lengre enn ufaglærte arbeidere. Ethvert pensjonssystem som gir rettigheter resten av livet, er til fordel for dem som lever lenger.

LO støtter pensjonsreformen. Men muligheten for å kompensere for økende levealder er ikke jevnt fordelt mellom inntektsgruppene. En forbedring av de supplerende ordningene trengs for å sikre at fremtidens pensjonister får nok pensjon. Tjenestepensjon fra første krone er en nødvendig forbedring.

**Ellen Bakken**, LO-økonom