

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

Vekst, myter og overtro

Forholdet mellom økonomisk vekst og aksjer er befengt med myter og overtro. Hverken god eller dårlig vekst forklarer aksjeavkastningen.

Finans Trym Riksen



Siden 2001 har amerikanske økonomer som deltar i Survey of Professional Forecasters spådd for høy vekst i 85 prosent av tiden; bare en veldig skjev mynt forklarer et slikt utfall. Siden 1972, da datainnsamlingen begynte, har de ikke spådd en eneste av de syv økonomiske nedgangsperiodene - resesjonene - underveis.

Det er utvilsomt problematisk å bruke profesjonelle økonomers vekstprognoser for å si noe om utsiktene i aksjemarkedet.

Selv om man er dårligere enn et kron-og-mynt-kast til å spå om fremtiden, kan man likevel være god til å si noe om tilstan-

den akkurat nå; det krever bare klarsyn og ikke fremsyn. La oss derfor undersøke verdien av klarsyn.

Vi holder løpende aksjeavkastning opp mot den samtidige veksten i økonomien. Vi ser på vekst i både den generelle økonomien og i foretaksøkonomien. Veksten deles inn i fem tilstander. Tallene er arrangert slik at økonomien har befunnet seg i hver av de fem tilstandene i like store deler av tiden siden 1919. Det er brukt amerikanske data.

Tabellen viser at sammenhengen mellom nivået på veksten og avkastningen i aksjemarkedet er fraværende. Med andre ord: Om det er høy eller lav vekst i økonomien, har ikke betydning noe for aksjeavkastningen.

100 års statistikk med vekst og avkastning og 45 år med profesjonelle økonomers prognoser utgjør et omfattende empirisk beslutningsgrunnlag. Til tross for at fakta er klare, tilpasser svært få økonomer seg til realitetene; de fortsetter å lage prognoser som før, og aksjeforvaltere bruker vekstprognosene i forsøk på å styre risikoen. Vi skal se at det å gjøre den samme gale tingen flere ganger og forventet et annet utfall enn før, sier mer om økonomene enn det reelle forholdet mellom økonomisk vekst og aksjeavkastning.

En systematisk tilnærming til et problem bør starte med at man tar kontroll over innhold og metode i analysen. I dette tilfellet er innholdet det samme, men vi endrer metoden. Mens økonomer flest er opptatt av nivået på veksten, deler vi heretter opp historikken i



All aksjeavkastning de siste 100 årene har kommet i perioder med tiltagende vekst, skriver artikkelforfatteren. Foto: Skjalg Bøhmer Vold

Børs i gode og i dårlige tider

Det synes å være liten sammenheng mellom nivået på den økonomiske veksten og avkastningen i aksjemarkedet.

Avkastning gitt tilstand i årsveksten i økonomien.

Tilstand	Andel av tiden	Den generelle økonomien	Foretaksøkonomien
Meget lav	20 %	11 %	7 %
Lav	20 %	1 %	7 %
Middels	20 %	8 %	8 %
Høy	20 %	8 %	7 %
Meget Høy	20 %	7 %	8 %

Tabellen viser realavkastningen i amerikanske aksjer representert ved Standard & Poor's 500-indeksen avhengig av om årsveksten i økonomien var høy eller lav. Vi ser på årsveksten i en amerikansk sammenfallende indeks for økonomisk vekst og i resultat pr. aksje blant de 500 største selskapene i USA. Tallene, som er fra 1919 til i dag, er arrangert slik at hver av de fem veksttilstandene får like høy representasjon, dvs. 20 prosent.

2017 DN grafikk/Kilde: Formuesforvaltning, Economic Cycle Research Institute, Robert Shiller

perioder med henholdsvis avtagende og tiltagende vekst; i stedet for nivået for veksten, ser vi på retning i veksten.

Når vi deler opp vekst- og aksjehistorikken i to, finner vi at

all aksjeavkastning de siste 100 årene har kommet i perioder med tiltagende vekst. I perioder med avtagende vekst har realavkastningen vært positiv omtrent like ofte som den har

vært negativ, med et gjennomsnitt litt under null.

Eksempelet illustrerer hvor viktig metodevalget er for utfallet av analysen; ser du på nivå i veksten, forstår du ingenting, men ser du på retning i veksten, forstår du mer.

Hvorfor tvilholder økonomer på metoder som ikke fungerer, mens de rynker på nesen av enkle og oppklarende sammenhenger?

Det skyldes trolig et metodevalg for 70 år siden. Da erstattet toneangivende økonomer intuitiv innsikt i konjunkturer og aksjeavkastning med tilslørende statistikk og matematikk. Etter hvert ble det viktigere å bruke anerkjente metoder enn metoder som fungerer i praksis. Det hele har kulminert i relaterte og overgripende teorier om «effisiente» markeder og markedet som en informasjonsprossessor uten like; det vil si teorier som støtter et syn på markedene og verden som kaotiske og uforståelige for mennesker.

Man har altså laget en teori som forklarer både prognosebommer og økonomers manglende evne til å etablere en sammenheng mellom vekst og avkastning.

Hva betyr dette i praksis for aksjeinvestorer akkurat nå?

Vel, den økonomiske veksten er god, men den har vært avtagende siden mai. Tolk det som du vil. Satser du på kron eller mynt?

Trym Riksen, leder av strategisk og taktisk allokering i Formuesforvaltning

Avgift avliver nyttig næring

SV og Venstre foreslår i sine alternative statsbudsjett avgift på deponi av overskuddsmasser fra mineralutvinning på 50 kroner per tonn. En så høy avgift vil ta livet av næringen. SV bruker Nordic Mining som eksempel. Med en slik avgift må de betale 12,5 milliarder kroner i deponiavgift for sitt Engebø-prosjekt. Til sammenligning har den norske mineralnæringen en årlig samlet omsetning på cirka ti milliarder.

Avgiften skal tvinge bedriftene til å bruke mer av massene og finne alternative bruksområder for det som deponeres. Ingen har større interesse av slik bruk enn bedriftene som tar dem ut.

For det første er det et selvstendig mål å redusere miljøbelastningen så mye som mulig. For det andre er det lønnsomt å selge så mye som mulig av massene. For det tredje medfører selve deponeringen både praktiske ulemper og kostnader for bedriftene.

Incentivene til å bruke så mye av steinen som mulig er altså på plass for lengst. Å finne alternative bruksområder for overskuddsmasser er også blant de viktigste tiltakene i veikartet for mineralnæringen som ble lansert i fjor.

Verden trenger mer og flere mineraler. 13 gruver må til for å produsere en vindmølle, 16 for å lage et solcellepanel. Og her har Norge noe helt unikt: Rik geologi, lang erfaring med ressursforvaltning og et av

verdens strengeste miljøregelverk. Norsk mineralutvinning bidrar til en mer bærekraftig verden. Dersom mineralutvinning blir ulønnsomt her, vil mer produksjon foregå i land med langt svakere miljø- og HMS-regelverk.

Elisabeth Gammelsæter, generalsekretær i Norsk Bergindustri

Eiendom bedre enn aksjer

Det er ikke vanskelig å være enig med professor Erik Lie om nordmenns besettelse av eiendom (DN 20. november). Men det er ikke like lett å være

enig med ham i at aksjer har gått bedre enn eiendom (i Norge) siden 2003, dersom vi ser på egenkapitalavkastningen. Lie skriver at belåningsgraden på eiendommen minst må være på 50 prosent, og aksjeporteføljen ubelånt, for at eiendom skal gi bedre avkastning enn aksjer.

Men det er jo nettopp slik de fleste investorer: med høy belåning i eiendom og liten eller ingen belåning i aksjer (her ligger jo belåningen i selskapene).

En gjeldsandel i eiendom på under 50 prosent er heller unntaket enn regelen, spesielt for eiendom som er beregnet for investering fremfor boformål.

Og da kunne vi tilføyd en tredje misforståelse blant (norske) eiendomsinvestorer: Ja,

økt belåning gir høyere avkastning på egenkapitalen, men det gir også høyere risiko. Anekdotiske bevis fra eiendomsmarkedet tyder på at investorene ikke bryr seg mye om Miller og Modiglianis teori om at høyere belåning ikke gir høyere verdi. Dessuten er ikke risikoen i eiendom like synlig som i aksjer.

Naboens nye Porsche kan komme fra arv eller fra Norwegian Bank, men mest sannsynlig fra høyt belånte eiendomshandler. Eiendom er det ideelle stedet å forsøke å bli rik med små midler. Bankene låner villig vekk til eiendom, og faktisk mer villig når prisene er høye enn lave.

Jon Mjølhus