

## I pose og sekk

Oktober bød på et fortsatt sterkt aksjemomentum i kombinasjon med en svakere norsk krone.

Globale aksjer steg nesten fem prosent i norske kroner, det vil si omtrent en årsavkastning på bare én måned.

Råvaremarkedet har hittil i år gitt et annet signal om veien videre enn aksjemarkedet.

### Ny topp i aksjeverdiene

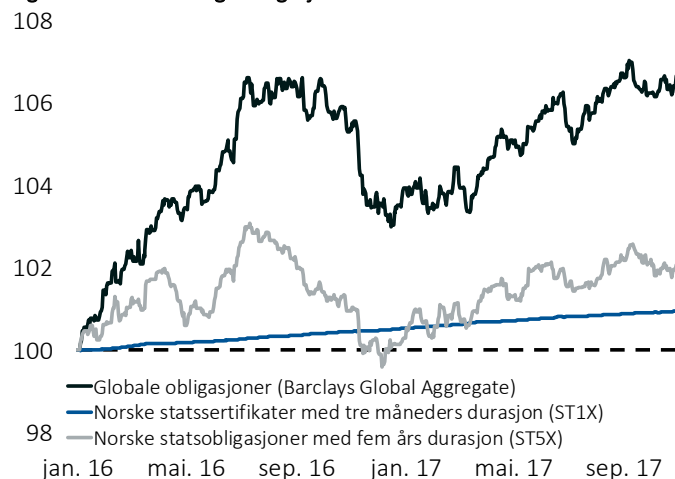
Momentum i internasjonale aksjemarkeder er sterkt. Globale aksjer steg nær fem prosent i oktober målt i norske kroner, godt hjulpet av et kronefall på et par prosent. Norske investorer fikk altså i pose og sekk i oktober. Det betyr at norske aksjeinvestorer fikk omtrent en forventet årsavkastning i globale aksjer i oktober. Dermed er globale aksjer opp 13 prosent hittil i år målt i kroner, jf. figur 1.

Figur 1: Globale aksjer i lokale valutaer, dollar og kroner hittil i år



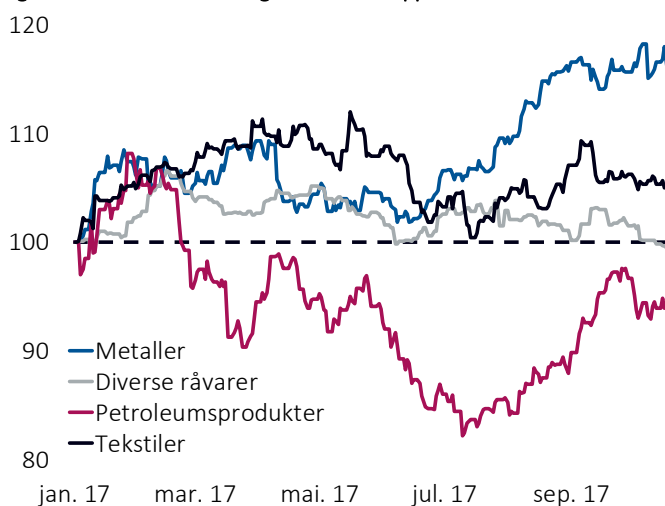
Obligasjonsmarkedet utviklet seg svakt positivt i oktober, med en oppgang på litt over en halv prosent i rentepapirer av både høyere og lavere kvalitet. Hvis vi utvider horisonten utover oktober, ser vi at det har gått over ett år uten avkastning. I norske statsobligasjoner med lengre løpetid, har det vært omtrent nullavkastning helt siden april 2016, jf. figur 2. Den lave avkastningen i obligasjoner av høyere kvalitet siden 2016 er en påminner om at de siste tiårenes gode obligasjonsavkastning er et tilbakelagt kapittel. Høy obligasjonsavkastning i årene fremover krever negative renter, og det ligger ikke innenfor hovedscenariet vårt.

Figur 2: Nullavkastning i obligasjoner siden 2016



Råvarer får alltid en del oppmerksomhet på grunn av Norges oljeavhengighet. I oktober steg nordsjøoljen til en ny topp for året; prisen ligger nå over 60 dollar fatet. Det er gode nyheter for norske myndigheter fra et statsbudsjettperspektiv. Råvarer har imidlertid bredere interesse enn den norske fordi prisen på innsatsfaktorer til industrien har historisk snudd før vendepunkter i økonomisk vekst. Interessant nok toppet petroleumsprodukter generelt ut i januar i år, andre råvarer i februar og tekstiler i mai. Det er bare metallsegmentet som har steget til ny årsrekord. Med andre ord går ikke prisen på råvarer i samme retning som aksjer og kreditt. De neste månedene vil vise oss hvilke markeder som gjør den beste jobben som veiviser.

Figur 3: Tre av fire råvaresegmenter har toppet ut i 2017



## Tema: Atferd teller

Sveriges Riksbank deler årlig ut en pris til minne om Alfred Nobel. I oktober ble årets pris delt ut til Richard Thaler (f. 1945). Dette er den tredje gangen på 15 år at prisen går til forskere som fokuserer på atferd i økonomi og finans.

2002 var første gang økonomiprisen gikk til atferdsforskere. Den gang ble prisen delt mellom Daniel Kahneman (f. 1934) og Vernon L. Smith (f. 1927). Priskomiteén begrunnet tildelingen den gang med at Kahneman «har integrert innsikter fra psykologisk forskning inn i økonomisk forskning, spesielt på områder som har å gjøre med menneskelige vurderinger og beslutningstaking under usikkerhet», mens Smith «har utviklet laboratorieeksperimenter som verktøy i empirisk økonomisk analyse, spesielt i studier av alternative markedsmekanismer». Det var spesielt tildelingen til Kahneman som den gang vakte oppmerksomhet; han er psykolog, ikke økonom, og har aldri tatt et kurs i økonomiske fag.

I 2013 ble prisen delt mellom tre økonomer; Eugene F. Fama (f. 1939), Lars Peter Hansen (f. 1952) og Robert Shiller (f. 1946). I prisbegrunnelsen het det at de tre fikk prisen «for sine empiriske analyser av aktivapriser». Her er det Shiller som peker seg ut som den atferdsorienterte. Siden 1984 har han ledet Yales prosjekt innenfor investordatferd. Prosjektet lager blant annet en spørreundersøkelse som har til hensikt å kartlegge amerikanske investorers atferd. På grunnlag av disse spørreundersøkelsene lager Shiller såkalte tillitsmålinger, det vil si indekser som reflekterer investorers optimisme og pessimisme knyttet til aksjeinvesteringer.

Shillers navn ble for alvor kjent rundt årtusenskiftet. I desember 1996 uttrykte USAs daværende sentralbanksjef, Alan Greenspan, bekymring overfor stigningstakten i det amerikanske aksjemarkedet. Greenspan brukte begrepet «irrational exuberance», irrasjonell overbegeistring, i forsøket på å beskrive hva som skjer når aksjeverdiene løper foran realitetene. Det sies at Greenspans ordvalg skyldtes et møte han hadde med Shiller i forkant av talen i 1996.

I mars 2000 ga Shiller ut en bok med tittelen «Irrational Exuberance». Timingen kunne ikke vært bedre. Omtrent samtidig, den 24. mars 2000, toppet Standard & Poor's 500-indeksen ut på det som skulle bli starten på boblesprekken i spesielt teknologi-, medie- og telekomaksjer. I 2005 oppdaterte Shiller boken med et bredere fokus; denne gang med en advarsel om utviklingen i boligmarkedet. Shillers timing med bokutgivelsene har utvilsomt bidratt til professorens berømmelse.

I år begrunnet priskomiteén tildelingen til Thaler med hans «bidrag til atferdsøkonomifaget». I pressemeldingen om Thaler er det tre temaer som omtales:

1. Begrenset rasjonalitet: Thaler utviklet teorien om mentale regnskap, det vil si at han forklarer hvordan mennesker forenkler finansielle beslutninger ved å lage mentale delregnskap som fokuserer på enkelthetene og ikke helheten. Thaler har også vist at mennesker er tapsaverse, det vil si at man vurderer en eiendel annerledes når man eier den enn når man ikke eier den.
2. Sosiale preferanser: Thaler har undersøkt hvordan folks syn på rettferdighet påvirker beslutninger, for eksempel når man står overfor beslutningen om å heve prisen når etterspørselen er stor eller når kostnadene stiger. Forsøkene viser at folk legger mer vekt på rettferdighet enn tradisjonell økonomisk teori om rasjonelle agenter tilsier.
3. Mangel på selvkontroll: Mennesker legger ofte planer som det viser seg at de ikke klarer å gjennomføre. Thalers forsøk demonstrerte mangel på selvkontroll på områder som har med livsstil og økonomi å gjøre, spesielt når effekten av beslutninger kommer etter lengre tid. Han har derfor foreslått at myndighetene og selskaper bør utvise sosial bevissthet i måten de utformer kommunikasjon på, slik at mennesker har lettere for å ubevisst velge det rasjonelt sett bedre alternativet fremfor alternativ som slår negativ ut på ens helse eller økonomi.

Vi mener pristildelingene fra 2002, 2013 og 2017 gir støtte til vårt syn om at atferd teller. Både sentimentmålingen vår (se figur 4) og verdimålet vårt (se figur 7) er basert på antakelsen om at mennesket er forutsigbart i den forstand at vi av og til føler et sterkt behov for å kjøpe når vi er optimistiske og selge når vi er pessimister, samt løpe etter dyre investeringer og sky billige investeringer. Vi kan dokumentere at avkastningen har blitt høyere når folk er pessimister, mens avkastningen har blitt lavere når optimismen dominerer. Erfaringsvis har vi også observert høyere avkastning på lang sikt, gjerne mer enn ti år, når aksjemarkedet var billig, det vil si lavt priset. Dyre aksjemarkeder har erfaringsvis betydd lavere langsiktig avkastning.

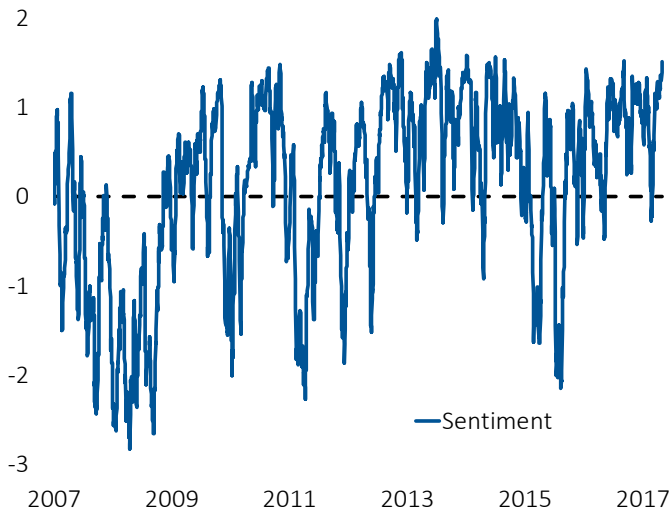
Fordi atferd er en så viktig del av det puslespillet som til sammen utgjør den helheten som kalles suksessfull formuesforvaltning, minner vi stadig om «mind the gap» før alt annet.

### Markedsdriverne på 1-2-3

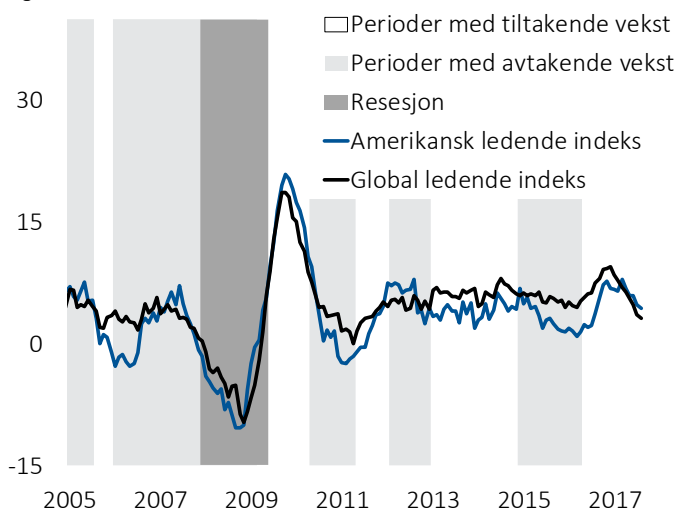
I figur 4, 5, 6 og 7 har vi illustrert utvikling og tilstand i de tallfestede og objektive markedsdriverne sentiment, konjunktur, momentum og verdi:

- Sentimentet (figur 4) er høyt og dermed en negativ driver.
- Konjunktur (figur 5) er en negativ markedsdriver.
- Momentum (figur 6) er klart positivt på global basis.
- Verdi (figur 7) forteller oss at markedene er sjeldent dyre. Det betyr at forventet avkastning på lang sikt er lavere enn normalt.
- I tillegg til de objektive, tallfestede markedsdriverne ønsker vi å ta hensyn til tematiske markedsdriverne som faller utenfor den kvantitative boksen, men som vi likevel vurderer som viktige i markedsanalysen. Vi vurderer fortsatt pengepolitikk som en støtte for risikotaking.

Figur 4: Sentimentet er høyt



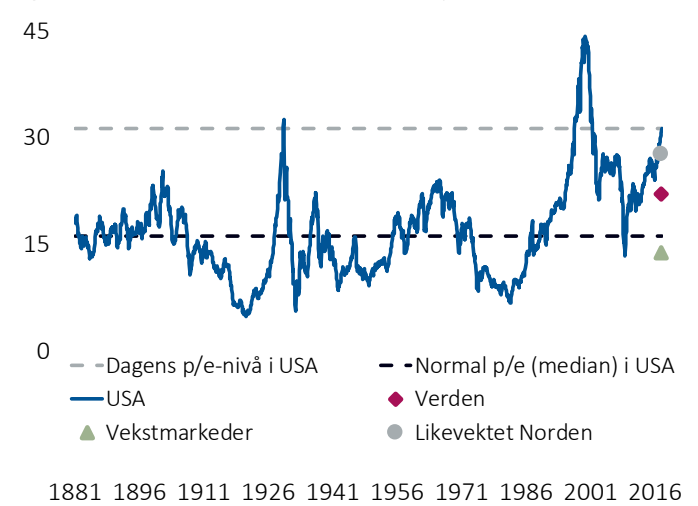
Figur 5: Ledende indeks i USA har snudd ned



Figur 6: Momentum er en positiv markedsdriver



Figur 7: Det er mindre verdi enn normalt i aksjer



I figur 8 og 9 oppsummerer vi markedsdriverne og anbefalinger. Vi anbefaler nøytralvekt og en normal risiko i investeringsporteføljen.

Vårt nøytrale syn er en god anledning til å påse at investeringsporteføljen er akkurat slik den skal være basert på langsiktig strategi og eventuelt sørge for at skjevheter, avvik fra nøytrale vekter fjernes.

Figur 8: Oppsummering av markedsdriverne

PRO	KONKLUSJON	KONTRA
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ TEMATIKK - Pengepolitikk</li> <li>✓ Momentum</li> </ul>	Nøytralvekt	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ KONJUNKTUR</li> <li>✓ SENTIMENT</li> <li>✓ VERDI</li> </ul>

Figur 9: Våre anbefalinger

	Kommentarer	Konklusjon
Globale aksjer	Vi anbefaler normal allokering i aksjer og at vekstmarkedene utgjør omtrent 1/5 av den globale aksjeforføljen.	Nøytral
Nordiske aksjer	Vi anbefaler en normal eksponering i nordiske aksjer.	Nøytral
Renteplasseringer	Vi anbefaler en normal eksponering i renteplasseringer.	Nøytral
Rentefølsomhet	Vi anbefaler en normal durasjon i renteforføljen.	Nøytral
Kredittrisiko	Allokering på en tidel av renteforføljen i obligasjoner med høy risiko.	Nøytral