

Finans Halvor Hoddevik



Finn Øystein Bergh Halvor Hoddevik Ingvild Borgen Gjerde Jon Mjølhus Alexandra Morris Espen Sirnes Trym Riksen



← En disiplinert investor rebalanserer nå ved å kjøpe aksjer litt og litt. Om jeg skal la magen snakke, ville jeg si at det er litt tidlig, skriver Halvor Hoddevik. Foto: Per Thrana

Bunnløs bunn på børs

Det kan være langt igjen til bunnen.



Halvor Hoddevik

Oslo Børs' hovedindeks er i skrivende stund ned 36 prosent fra toppen 17. januar i år. Alle verdens børser faller dramatisk. Obligasjonsmarkedet er stengt. Oljeprisen er ned 57 prosent siden toppen i januar og ligger nå i underkant av 30 dollar per fat (Brent). Regjeringer kommer med nye redningspakker hver dag.

Hvor langt kan det falle?

Jeg har ikke svaret, men vil peke på professor Robert J. Shillers mål på aksjers pris i forhold til et langsiktig, glattet inntektsbegrep, såkalt syklisk justert PE (CAPE), eller bare «Shiller PE».

Ideen er at aksjepriser over tid svinger mye mer enn hva selskapers resultat etter skatt svinger.

Utviklingen i (reell) inntjening for selskapene i indeksen S&P 500 har nemlig gjennom to verdenskriger og andre utrivelige perioder vist en forbausende sterk tendens til å variere omkring en langsiktig trend (se graf). Vekstraten i grafen er om lag 1,6 prosent.

De største fallene i inntjening var i perioden 1916 til 1921, fra 1929 til 1932 og fra 2006 til 2008. Kan hende vil vi nå se noe av det samme. Vi har ligget godt over trend i mange år.

Det som er helt sikkert er at inntjeningen for 2020 kommer til å bli svært lav. Hvor lav?

Fra 1916 til 1921 falt inntjeningen til selskapene i S&P med 87 prosent. Det representerte naturligvis overgangen fra en opphetet amerikansk forsyningsøkonomi til en trist og spanskesyk etterkrigsøkonomi. Selv om vi ikke har hatt noen verdenskrig nå nylig, har det vært svært mange år med ekstraordinær pengepolitikk. Den har i tillegg til kraftig verdistingning på finansielle aktiva bidratt til å inflatere inntjeningen i en etter hvert enorm tjenestesektor, som nå stopper fullstendig opp.

Det er noe litt paradoksalt ved myndighetenes kapitalmarkedstiltak, hvor Federal

Reserve setter renten til null, og kapitalreguleringer lettes. Disse tiltakene skal bidra til økt aktivitet, i et samfunn som akkurat nå trenger veldig lite aktivitet for å hindre smittespredning.

Dette er en enorm krise for verdensøkonomien, både på tilbuds- og etterspørselsiden. Rentekutt er så vidt jeg kjenner til ikke klinisk konstatert å være effektiv medisin mot Covid-19. Men på lang sikt kommer vi nok tilbake til trend.

Basert på denne erkjennelsen innså Shiller at man kan se på hvordan børsen er prissatt i forhold til eksempelvis et ti års glattet snitt av selskapenes inntjening, for å få et mål på om markedet synes dyrt eller billig. Nøkkeltallet «Shiller PE» brukes av mange analytikere.

I gjennomsnitt er forholdstallet knappe 17. Vi har hatt noen år hvor det har ligget svært høyt, ikke minst i forbindelse med dotcom-boblen og i årene etter finanskrisen. Det er langt ned – det er lett å få høydeskrekk, har man sagt. Andre har etter hvert avvist nøkkeltallets betydning. Det kan jo hende vi skal ned til mer normale nivåer. I så fall er det fortsatt langt igjen.

De amerikanske tallene er lett tilgjengelige. Norske er imidlertid mindre tilgjengelige. Jeg har derfor beregnet en Shiller PE for Oslo Børs. Her er det mindre historikk, men det er likevel en interessant øvelse.

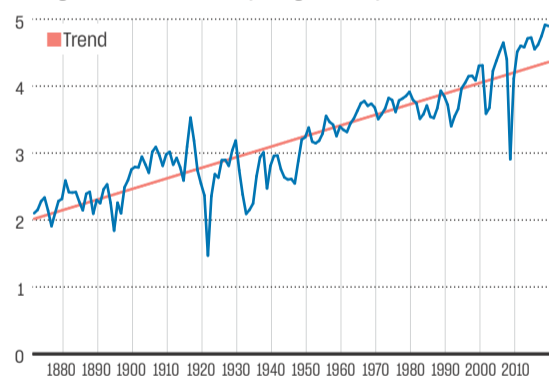
Det norske markedet er gjennomgående lavere prissatt enn det amerikanske. I skrivende stund, med hovedindeksen på 614, er forholdstallet knappe 15. Hva om vi skal ned til Shiller PE fem, som i USA i 1921? Da snakker vi om en indeks på om lag 210, det vil si 65 prosent ned fra der vi er akkurat nå.

Hvis vi antar at vi i hvert fall skal ned til ti, er det fortsatt 30 prosent igjen ned til bunnen.

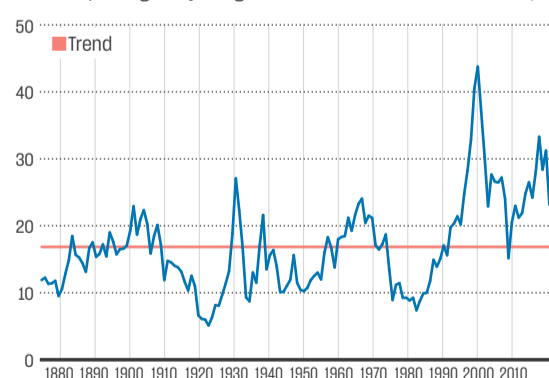
En disiplinert investor rebalanserer nå ved å kjøpe aksjer litt og litt. Om jeg skal la magen snakke, ville jeg si at det er litt tidlig. Jeg tror ikke den jevne amerikaner fullt ut har forstått rekkevidden av koronautbrudet.

I gode og onde dager

- Langsiktig perspektiv på inntjening i S&P 500
- ↓ Logaritmen av reell inntjening per aksje fra 1971



- ↓ Shiller PE for S&P 500 (ti års gjennomsnitt av forholdet mellom pris og inntjening for en bred amerikansk indeks)



Norske aksjepriser lavere enn amerikanske

- ↓ Shiller PE for Hovedindeksen (osebx)



2020 DNgrafikk / Kilde: multpl.com-Rann Rådgivning as