

Boreanytt

Påskeversjon



- Tar vi på oss de lange brillene og ser på:
 - Hvordan [renter](#), [realaktiva](#) og [banker](#) har gjort det i det lange løp
 - Hva som har mest å si for [avkastningen i det lange løp](#). (hint: verdsettelse)
- Deler vi noen grafer med dere fra Bank of America Merrill Lynch sin rapport om det de mener er det mest kontrære temaet innenfor forvaltningsuniverset i disse dager: *langsiktig fundamental investering*.
 - [Det blir færre og færre kortsiktige muligheter, og flere og flere langsiktige](#), samtidig som [fundamentale faktorer fungerer bedre på lengre sikt](#).
- Deler vi [fire artikler](#) vi har lest i media siden sist som vi synes var interessante

- Allokeringmodellen:

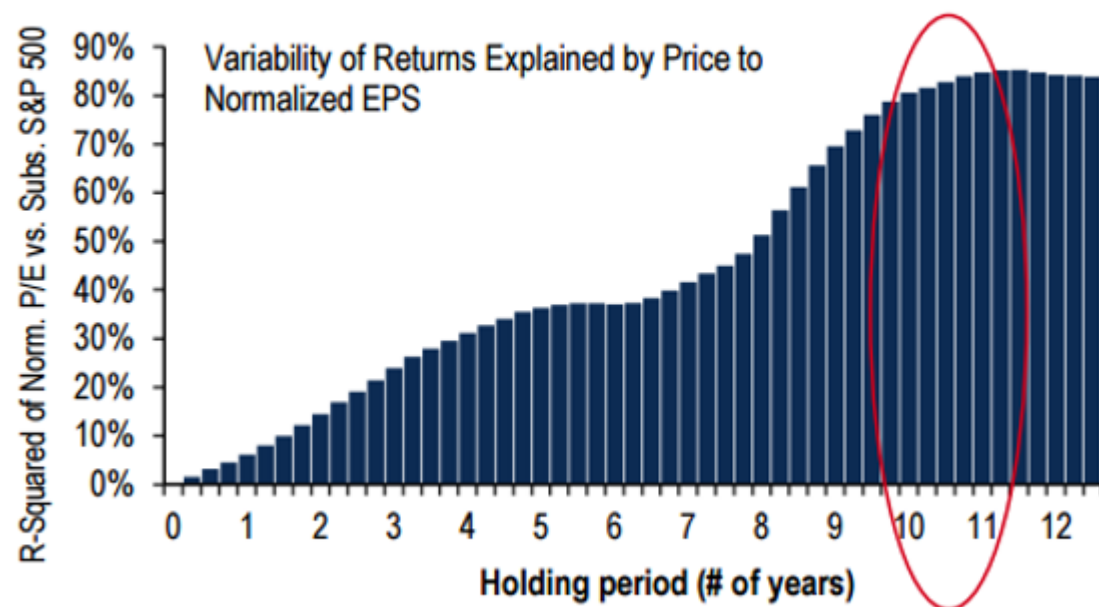
	Yieldkurve	Shiller PE	Realrente	Norsk Pris Bok	AAIBull	VIX	Samlet
11.04.2017	2	-2	2	0	2	3	1,2
Krav	<2,1	<20	<5	<1,4	<48	<22	
	Yieldkurve	Shiller PE	Realrente	Norsk Pris Bok	AAIBull	VIX	
11.04.2017	1,3	29,0	-1,6 %	1,6	28,3	16,0	

Allokeringmodellens score er uendret på 1,2. Høy Schiller-P/E gir negativt signal, pris/bok på Oslo Børs gir nøytralt signal, mens rentebildet, VIX og AAIBull gir positivt signal.

- [Diversification, Adaptation, and Stock Market Valuation](#)
 - Artikkelen tar for seg hvordan markedet har utviklet en forbedret forståelse for hva som driver langsiktig avkastning i aksjer, samt mer effektive mekanismer og prosesser, og konkluderer med at man kan rettferdiggjøre en høyere gjennomsnittlig verdsettelse av aksjer over tid fremover.
- [No, We Can't Say Whether Cancer Is Mostly Bad Luck](#)
 - Artikkelen tar for seg forskningen som sier at flesteparten av krefttilfeller skyldes uflaks, som også norske medier har rapportert om ([NRK](#), [TV2](#), [E24](#)). Artikkelforfatteren belyser kompleksiteten knyttet til forholdet mellom årsak og virkning i forskning på mennesker på en svært god måte.
- [How Aristotle Created the Computer](#)
 - Artikkelen tar for seg historien om datamaskiner, ikke i lys av en historie om utvikling av objekter, men i lys av historien om ideer og logikk og hvordan Aristoteles og filosofene han påvirket satte rammene til det som førte til en teknologisk revolusjon som forandret verden.
- [For Warren Buffett, the cash option is priceless](#)
 - Alice Schroeder, forfatteren av Warren Buffett-biografien Snowball, oppsummerer en av sine største lærdommer fra orakelet: opsjonaliteten av det å holde kontanter og det å tenke på kontanter som en kjøpsopsjon uten forfallsdato eller strike-kurs der premien representerer alternativkostnaden.

Chart 13: Valuation is all that matters in the long-term

Normalized P/E's predictive power on S&P 500 returns



Source S&P, BofA Merrill Lynch US Equity & US Quant Strategy

- Grafen viser hvor mye av variasjonen i avkastning som kan forklares av verdsettelse, her målt ved normalisert P/E, etter hvert som investeringshorisonten øker.
 - Ved en investeringshorisont på lengre enn 10 år, forklarer verdsettelse ved kjøpstidspunktet 80% eller mer variasjonen i avkastning.

Table 1: Predictive power of various S&P 500 valuation metrics on total returns (as of 2/28/17)

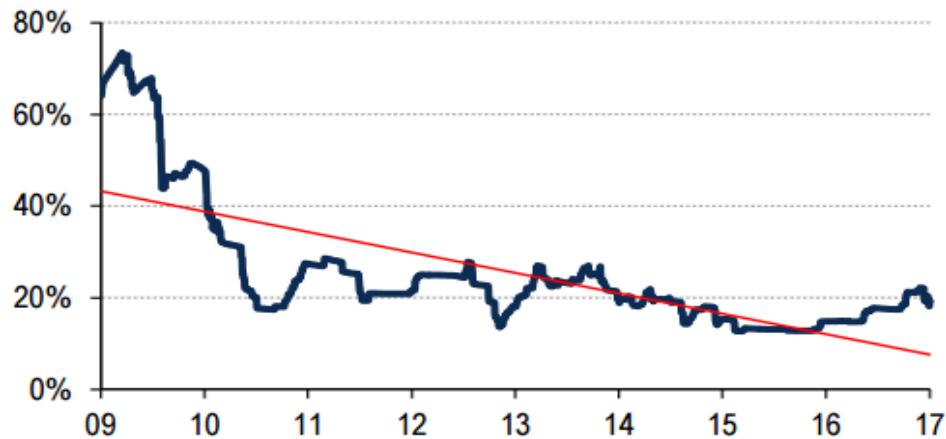
Metric	Current	Avg	% above (below) avg	10 yr RSQ	Implied 10yr Annlzd Return	90% Confidence Interval	Dates
Trailing PE	20.2	16.1	25%	67%	6%	1% - 11%	1960-present
Forward PE	17.7	15.2	16%	87%	7%	3% - 10%	1986-present
Normalized PE	19.6	19.0	3%	80%	7%	3% - 11%	1987-present
Shiller PE	28.7	16.7	71%	68%	5%	0% - 10%	1936-present
P/BV	3.1	2.5	27%	85%	8%	4% - 12%	1978-present
EV/EBITDA	11.9	10.0	19%	85%	5%	2% - 9%	1986-present
P/OCF	13.6	10.6	29%	90%	5%	2% - 8%	1986-present
P/FCF	24.9	28.4	-12%	38%	12%	4% - 19%	1986-present
EV/Sales	2.4	1.8	31%	86%	4%	0% - 7%	1986-present
Mkt Cap/GDP	1.1	0.58	85%	75%	0%	-5% - 4%	1952-present
				Median	6%	2% - 10%	
				Avg	6%	2% - 10%	

- Tabellen til venstre viser ulike nøkkeltall man måler verdsettelse på.
 - Den femte kolonnen fra venstre, *10 yr RSQ*, viser hvor mye av variasjonen i 10 års påfølgende avkastning som kan forklares av nøkkeltallet i første kolonne. Vi ser at nøkkeltallet pris/operasjonell kontantstrøm (P/OCF) er det sterkeste, og kan forklare 90% av variasjonen i påfølgende 10 års avkastning.
 - Den sjette kolonnen fra venstre viser implisitt annualisert avkastning i de påfølgende 10 årene, basert på hvor dagens observasjon er i forhold til historisk snitt. Altså, hva vi ut fra dette nøkkeltallet kan forvente å få i årlig avkastning de neste ti årene.

Source: FactSet, First Call, Compustat, Shiller, BofA Merrill Lynch US Equity & US Quant Strategy

Chart 8: Range of short-term market opportunities has shrunk

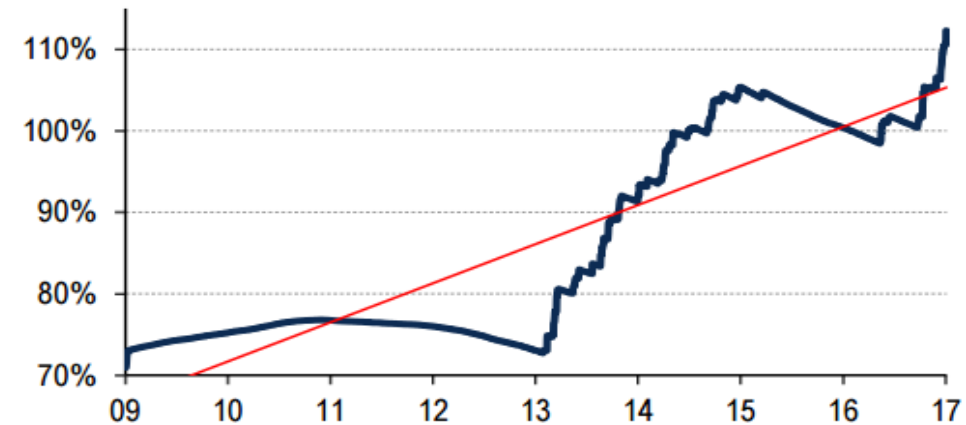
S&P 500 1-year price range $[(\text{Max}-\text{Min})/\text{Avg}]$, March 2009 to March 2017



Source: BofA ML US Equity & Quantitative Strategy

Chart 9: Range of long-term market opportunities has expanded

S&P 500 10-year price range $[(\text{Max}-\text{Min})/\text{Avg}]$, March 2009 to Oct 2016

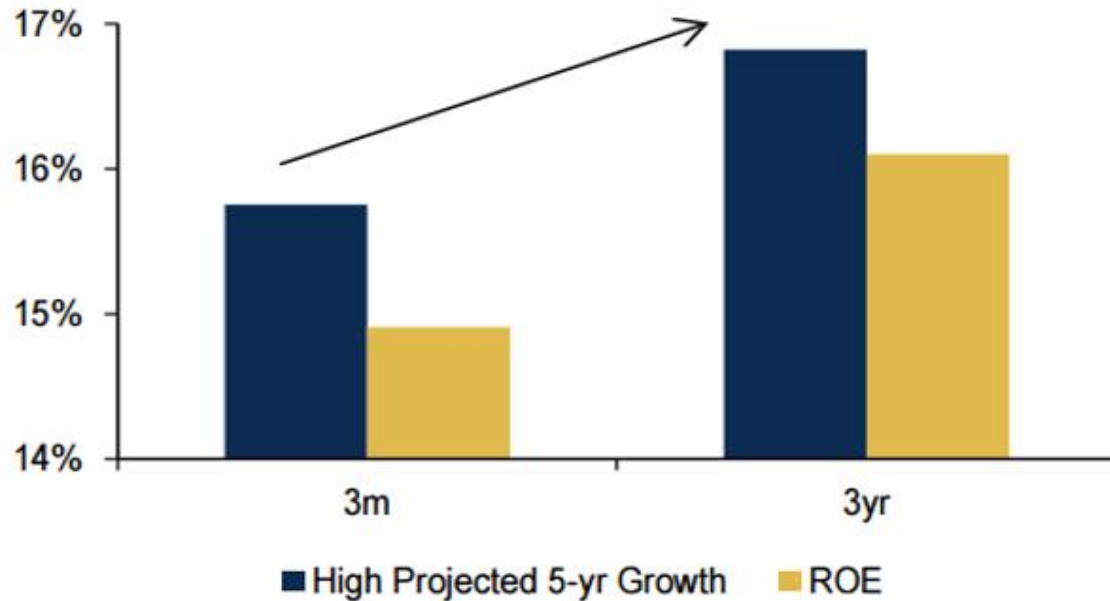


Source: BofA ML US Equity & Quantitative Strategy

- Grafen til venstre viser fallet i kortsiktige muligheter i aksjemarkedet (S&P500). Her er muligheter uttrykt ved forskjellen på den høyeste og laveste kursen for et gitt år, i prosent av snittkursen det året. Et stort avvik mellom den høyeste og laveste kursen, relativt til gjennomsnittskursen gir uttrykk for at det har vært store muligheter i aksjemarkedet det året. Vi ser at kortsiktige muligheter har vært fallende siden 2009.
- Grafen til høyre viser det samme, men i et 10 års perspektiv. Tolkningen er den samme, men man ser tydelig at konklusjonen man kan trekke er omvendt.

Chart 12: Fundamentals work better in the long-term

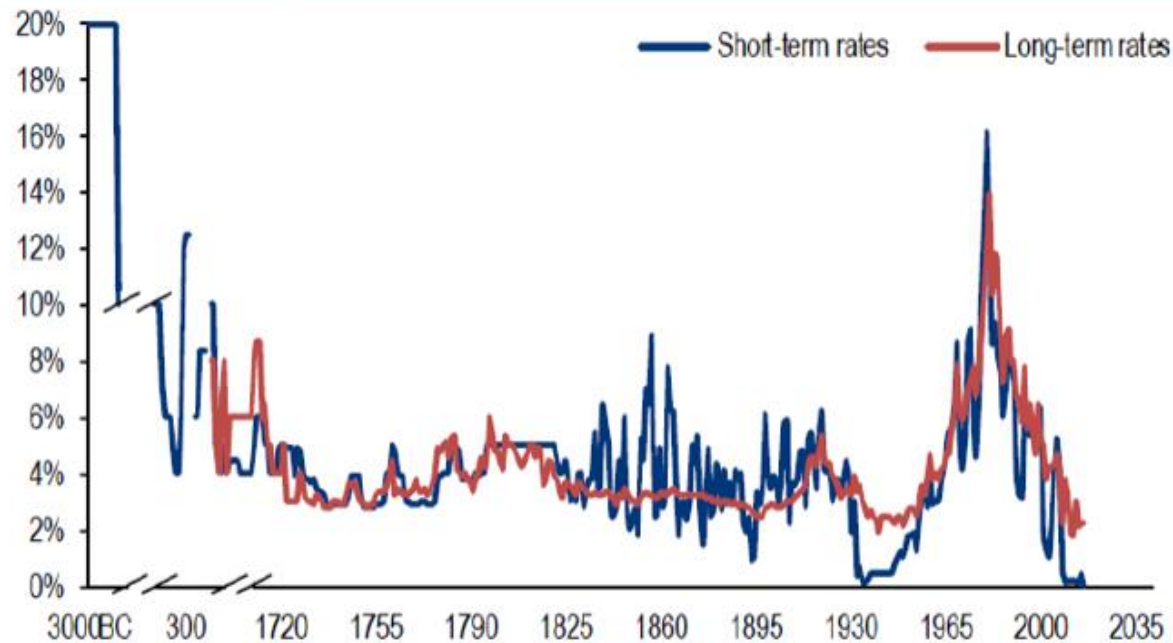
Annualized returns of S&P 500 top decile by High Projected Long-Term Growth and High ROE (2008-9/2016)



- Grafen viser annualisert avkastning i aksjer fra den øverste desilen i S&P500, rangert på forventet 5 års vekst (blå) og avkastning på egenkapitalen (gul).
 - Man ser at både høy forventet vekst og høy avkastning på egenkapitalen gir høyere *annualisert* avkastning over en tre års horisont, relativt til en tre måneders horisont.

Source: BofA Merrill Lynch US Equity & US Quant Strategy

Chart 8: The 5000-year low in interest rates

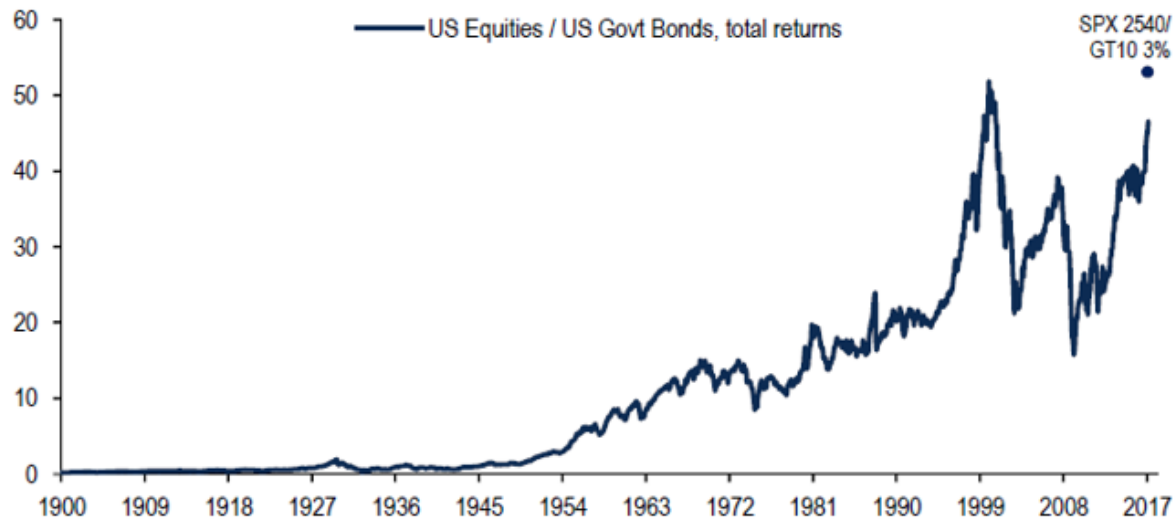


Source: BofA Merrill Lynch Global Investment Strategy, Bank of England, Global Financial Data, Homer and Sylla
 "A History of Interest Rates", (2005)

- For bare åtte måneder siden førte troen på gjeldsdeflasjon og sekulær stagnasjon til de laveste rentene på 5000 år.
 - 11. juli 2016 kunne de Sveitsiske myndighetene utstede 50-års statsgjeld til 2076 med negative nominelle renter.
 - I 1989 var Imperial Palace i Tokyo verdt mer enn all eiendom i California.
 - I Mars 2000 var markedsverdien av Yahoo 25 ganger større enn hele det samlede kinesiske aksjemarkedet (MSCI)
 - I 2008 var de eiendelene til Islands tre største banker 14 ganger større enn nasjonens BNP.
- ...all manias, all over now.

Kilde: BofAML

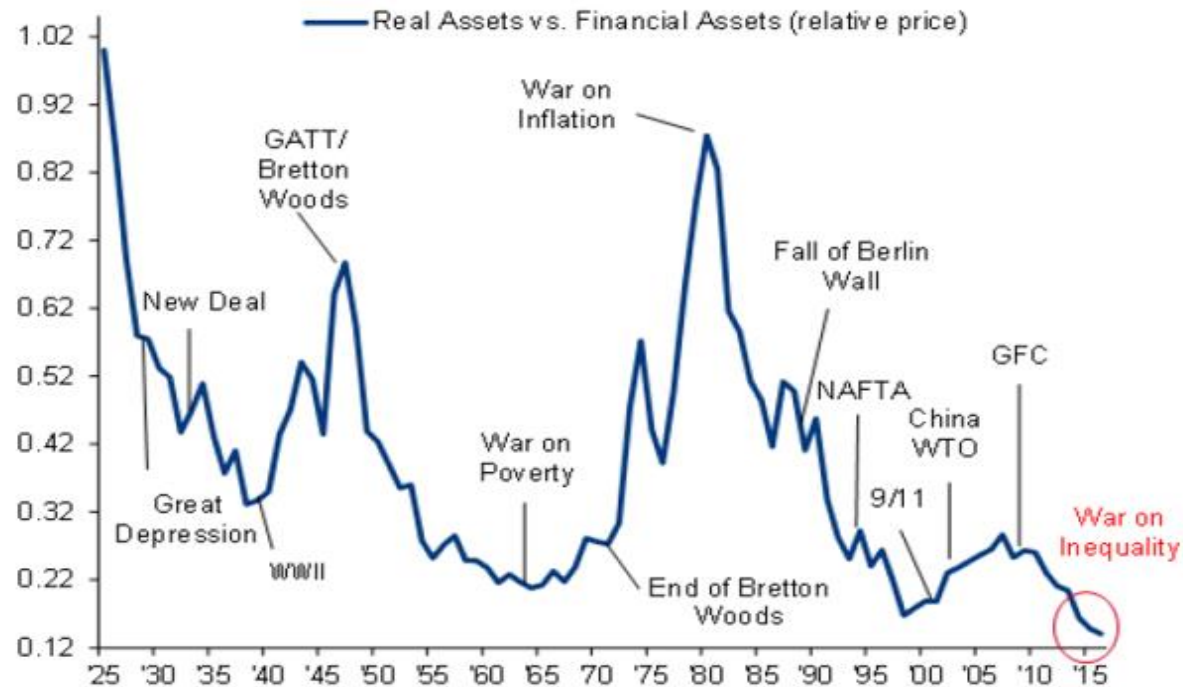
Chart 2: US equities vs US government bonds



Source: BofA Merrill Lynch Global Investment Strategy, Global Financial Data

- Dersom S&P500 overstiger 2540 i kombinasjon med en 3% yield på den amerikanske 10-åringen, vil amerikanske aksjer relativt til statsobligasjoner overstige den tidligere toppen fra mars 2000, og sette en ny all-time high.
 - ...mars 2000 var samme tidspunktet som markedsverdien av Yahoo var 25 ganger større enn hele det kinesiske aksjemarkedet (MSCI)

Chart 12: Long real assets



Source: BofA Merrill Lynch Global Investment Strategy, Global Financial Data, Bloomberg, USDA, Savills, Shiller, ONS, Spaenjers, Historic Auto Group. Note: Real Assets (Commodities, Real Estate, Collectibles) vs. Financial Assets (Large Cap Stocks, Long-term Govt. Bonds)

- Den langsiktige prisen av realaktiva (eiendom, råvarer) relativt til finansielle aktiva (aksjer, obligasjoner) i USA er nå på det laveste nivået siden 1926.
- Bullmarkedet i realaktiva har tidligere vært sammenfallende med krig og finanspolitisk stimuli på 40-tallet, inflasjonsøkningen på 60- og 70-tallet, samt 11. september og Kinas inntreden i Verdens handelsorganisasjon (WTO)
- Høyere inflasjon og renter er konsistent med at realaktiva gjør det bedre enn finansielle aktiva: siden 1970 har relativ utvikling i realaktiva korrelert 83% med inflasjon.

Chart 22: Long banks



- Selv etter den siste tids kursoppgang er bankaksjer bare så vidt over 75-års lav relativt til andre sektorer.
 - Den kombinerte markedsverdien av Alphabet og Apple (\$1300mrd), er fortsatt større enn den samlede markedsverdien av Japanske banker (\$1242 mrd)
- Stigende renter er bra for banker, og basert på historien kan de fortsatt se billig ut.

Source: BofA Merrill Lynch Global Investment Strategy, Global Financial Data, Bloomberg

- Allokeringmodellens seks ben
- USA S&P 500: Shiller PE
 - Shiller PE er en sykeljustert PE-beregning der man tar siste ti års inntjening i realtermer og deler på indeksverdien til S&P 500 i realtermer. Et konservativt mål for prisingen på den amerikanske børsen.
- Norge: OSEBX Pris/bok
 - OSEBX pris/bok båndet er en velkjent og relativt sykelnøytral prisingsmål. Vi inkluderer Shipping og finans i vår beregning, og synes markede t er billig under 1,4/dyrt over 2,2
- USA: Rentekurven
 - En invertert rentekurve (1-10 år) er et frampeik på en lavkonjunktur. Men for bratt rentekurve kan også tyde på stress. En moderat bratt rentekurve er positivt for aksjeavkastning.
- USA: Realrenten BBB-kreditt
 - Er realrenten på BBB-obligasjoner under fem prosent gir bedriftene lav finansieringskost og har historisk gitt vekst i økonomien. Dette er bra for aksjeavkastningen.
- Globalt: VIX-indeksen
 - Man skal være forsiktig med å fange fallende kniver! Når VIX-indeksen, som sier noe om forventet volatilitet på S&P 500, Eurostoxx 50, og FTSE-indeksen er høy, er risikopremien i aksjemarkedet høy. Samtidig er en fallende VIX et tegn på at risikoviljen kommer tilbake.
- USA: AAIIBULL
 - En kontrær indikator. American Association of Individual Investors ukentlige spørreundersøkelse om hvor mange som er bull (positiv) til utviklingen på børsen fremover. Når ca. Halvparten er optimistiske og på plass, er mye av oppsiden erfaringsmessig tatt ut.
- **Score < -1 undervekt. Score -1-0; nøytralvekt, score > 0; overvekt**

Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning. Fremtidig avkastning vil bl.a. avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, verdipapirfondets risiko, samt kostnader ved tegning, forvaltning og innløsning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap.