

Markedsanalyse

12. juni 2015

Aktier er stadig relativt billige

Af Peter Rixen

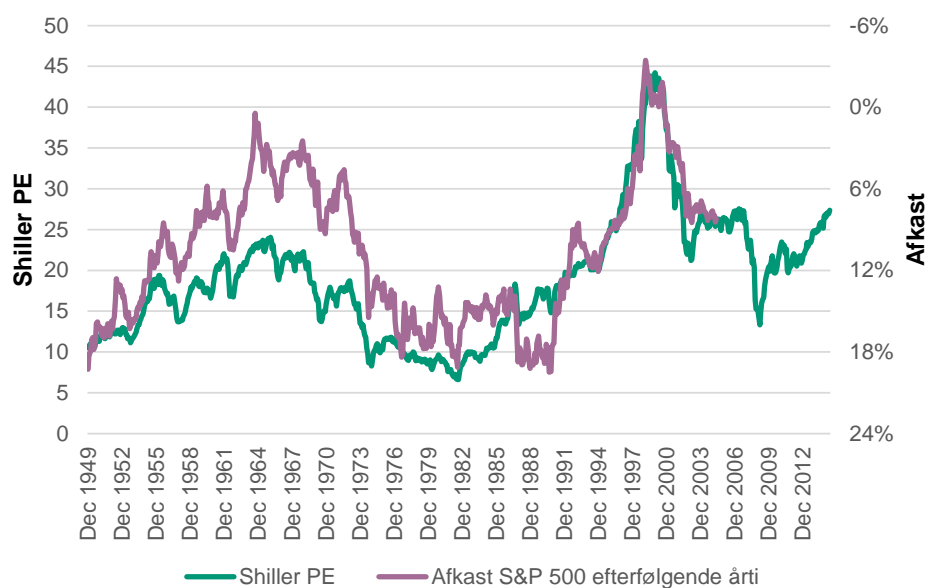
| Senior Porteføljemanager | peter.rixen@skandia.dk |

Efter en kraftig spurt i årets første måneder, er det tyske aktiemarked faldet med godt 10 procent de seneste par måneder. Også det amerikanske aktiemarked er begyndt at vise træthedstegn. Det har fået flere til at sætte spørgsmålstejn ved holdbarheden i de seneste års massive stigninger på aktiemarkedet. Det skyldes ikke mindst, at aktier ser dyre ud målt på flere forskellige værdiansættelsesmetoder. Set i det lys har vi taget et ekstra kig på vores aktuelle holdning omkring overvægt af aktier i vores balancerede porteføljer.

Er aktier dyre?

Det amerikanske aktiemarked er steget med mere end 200 procent siden finanskrisen rasede hen over de finansielle markeder. Efter en sådan stigning kan det være på plads med et lille realitytjek for at se på holdbarheden af stigningen. I første omgang betragter vi udviklingen i Shiller P/E. I modsætning til den traditionelle P/E model, hvor det seneste års indtjening relateres til den aktuelle markedsværdi, så anvender Shiller PE et inflationskorrigeret gennemsnit af de seneste ti års indtjening. På den måde reduceres eventuelle cykliske effekter i indtjeningen. Den historiske udvikling er illustreret i nedenstående graf.

Graf 1 | Udvikling i Shiller PE



Kilde: www.econ.yale.edu/~shiller/data/ie_data.xls og egne beregninger

Markedsanalyse

12. juni 2015

Grafen viser tydeligt, at værdiansættelsen befinder sig i de øvre luftlag. Værdiansættelsen har kun været på dette niveau få gange tidligere. Seneste var op til krakket under finanskrisen, og gangen inden var i forbindelse med IT-boblen i starten af dette årtusinde.

Man skal dog passe på med at overfortolke værdiansættelsen. I grafen har vi også illustreret det efterfølgende tiårige afkast på S&P 500. Der er en rimelig klar sammenhæng mellem værdiansættelsen på et givent tidspunkt og det realiserede afkast den efterfølgende tiårige periode. I denne sammenhæng indikerer den nuværende værdiansættelse et forventet afkast på 5-7,5 procent om året i de næste 10 år. Det er noget mindre end de historiske afkast på amerikanske aktier, men stadig ganske attraktivt sammenlignet med det aktuelle renteniveau, hvor den tiårige amerikanske rente ligger under 2,5 procent.

I det hele taget er det relevant at sammenholde den aktuelle værdiansættelse med de aktuelle økonomiske og finansielle forhold. Skandia anvender en værdiansættelsesmodel, som tager udgangspunkt i Shiller PE. Vores model er justeret en smule, da vi blandt andet ikke inflationskorrigerer indtjeningen. Modellen estimerer Shiller PE på baggrund af den aktuelle arbejdsløshed, inflation og tiårige rente i USA plus VIX indekset. Dertil kommer afvigelser fra den langsigtede indtjenings-trend. I nedenstående graf har vi illustreret den historiske udvikling i vores modificerede Shiller PE og vores model for samme.

Graf 2 | Model for Shiller PE



Kilde: www.econ.yale.edu/~shiller/data/ie_data.xls og egne beregninger

Der er flere interessante observationer fra ovenstående figur. For det første var vores justerede Shiller PE faktisk noget højere før finanskrisen end den traditionelle Shiller PE. Dengang var den justerede Shiller PE højere end i dag. Det er også værd at bemærke, at vores model faktisk viser, at den justerede Shiller PE burde handle væsentligt højere end den gør. Ud fra vores model er aktier undervurderet med næsten 20 procent.

Markedsanalyse

12. juni 2015

Værdiansættelse gør det ikke alene

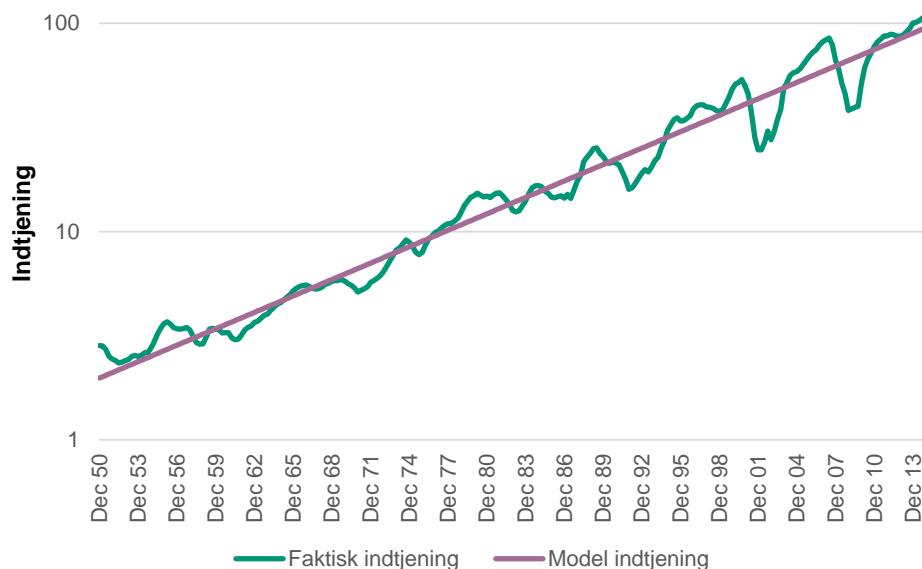
Aktier kan ikke alene vurderes på deres værdiansættelse. Det kan godt være, at de ser billige ud vurderet på de aktuelle økonomiske og finansielle forhold, men det kan skyldes, at markedet forventer en væsentlig ændring i disse forhold.

Arbejdsløsheden har klart den mest markante betydning for værdiansættelsen på aktiemarkedet. Det skyldes, at arbejdsløsheden er en proxy for den økonomiske vækst. En lav arbejdsløshed er tegn på høj økonomisk vækst, hvilket er positivt for aktiemarkedet. Med mindre der kommer en ny økonomisk nedtur, så vil arbejdsløsheden sandsynligvis fortsætte med at falde, hvilket vil understøtte en højere værdiansættelse.

Udviklingen i VIX indekset har også stor betydning for værdiansættelsen på aktier – mest fordi udsvingene i VIX indekset kan være ganske store. Aktuelt ligger VIX indekset lidt under det normale niveau, hvilket taler for, at VIX indekset vil stige og føre til en lavere værdiansættelse.

Indtjeningen i selskaberne har også en pæn betydning for værdiansættelsen. Måske lidt overraskende så trækker det ned i værdiansættelsen, hvis virksomhedernes indtjening er højere end den langsigtede trend. Det er dog som sådan logisk nok. Investorerne vil betale mindre for en indtjeningskrone, hvis de kan se, at den aktuelle indtjening er på et "for højt niveau".

Vi arbejder med to niveauer for indtjeningen. Det første er den aktuelle indtjening sat i forhold til den langsigtede trend. Denne er illustreret i nedenstående graf.

Graf 3 | Historisk indtjening i S&P 500

Kilde: www.econ.yale.edu/~shiller/data/ie_data.xls og egne beregninger

Indtjeningen ligger lige nu omkring tre procent højere end den langsigtede trend. Analytikerne forventer en relativt flad udvikling i indtjeningen de kommende kvartaler, hvorfor indtjeningen vil komme på niveau med den langsigtede trend. Det taler for en højere værdiansættelse af aktier de kommende kvartaler. Herefter forventer analytikerne dog atter, at indtjeningen accelererer, hvilket taler for en lavere værdiansættelse.

Markedsanalyse

12. juni 2015

Det andet niveau for indtjening er det faktiske tiårige gennemsnit relativt til den langsigtede trend i det tiårige gennemsnit. Det faktiske niveau er omkring tre procent højere end den langsigtede trend. Denne parameter bevæger sig typisk i meget lange og stabile cyklusser. Aktuelt bevæger afvigelsen sig langsomt mod nul. Det taler for en højere værdiansættelse af aktier.

Inflation og rente har begge en negativ korrelation med værdiansættelsen af aktier. Vi forventer, at inflationen i USA vil trække op det kommende år. Det vil presse renten, som i forvejen er lavere end de fundamentale forhold tilsiger, op.

Hvis vi skal stille et negativt men samtidig realistisk scenarie op for aktiemarkedet for det kommende år, så kunne det være, at inflationen steg til 2,5 procent mens arbejdsløsheden bliver fastholdt på det nuværende niveau. Det kan presse den tiårige amerikanske rente op i 4,2 procent. Hvis VIX indekset samtidig bliver normaliseret på 18 og indtjeningen udvikler sig som analytikerne forventer, så vil fair value på S&P 500 være en justeret Shiller PE på 27,4, hvilket stort set er identisk med det aktuelle niveau.

En uændret værdiansættelse på S&P 500 indikerer jo ikke umiddelbart nogen lovende investering. Det er dog vigtigt at forholde sig til, at en uændret værdiansættelse ikke er identisk med et nulafkast. Ved en uændret værdiansættelse vil S&P indekset stige svarende til indtjeningsvæksten (stigningen i det gennemsnitlige tiårige indtjeningsniveau). Det kommende år vil denne vækst være 4,5 procent. Dertil kommer, at investorerne vil modtage udbytte fra aktierne. Der er forventet omkring to procent. Så selv under disse relativt negative forudsætninger for aktiemarkeder, er det ikke urealistisk, at der kan være et afkast på 6,5 procent på S&P 500 det kommende år.

Risikoscenarier

Ovenfor kiggede vi på det forventede afkast i et negativt om end realistisk scenarie for aktiemarkedet. Det er imidlertid også nødvendigt at foretage en lidt mere dramatisk analyse af, hvad der kan få de røde tal frem på afkastrapporterne for aktier den kommende periode.

Mange frygter, at en stramning af den amerikanske pengepolitik kan udløse et "krak" på aktiemarkedet. De stigende renter er, som beskrevet ovenfor, i sig selv ikke nok, da det højest kan betyde, at de aktuelle forhold er i overensstemmelse med fair value.

Investorsentiment kan imidlertid drive aktierne ned i billigt territorium. Aktuelt ser vi en stigende volatilitet på aktiemarkederne, hvilket øger risikoen for en korrektion. I det ekstreme tilfælde kan aktiemarkedet ende med eksempelvis at være to standardafvigelser for billige mod aktuelt kun en. Det ville betyde, at et justeret Shiller PE for S&P 500 skulle ned med 20 procent i forhold til det aktuelle niveau – forudsat at renterne samtidig stiger til mere end fire procent. Hvis dette sker, vil vi betragte det som en meget attraktiv købsmulighed.

Et scenarie, som for alvor kan udløse et aktiekrak drevet af fundamentale forhold, vil være en stigende arbejdsløshed. Det er selvfølgelig ikke et scenarie, der kan udelukkes, men selvom den amerikanske økonomi har vist svaghedstegn i årets første måneder, er der intet som tyder på en egentlig tilbagegang for økonomien. Tværtimod forventer vi et fornyet vækstmomentum i løbet af de kommende måneder.

Konklusion

Der er en stigende debat om værdiansættelse af ikke mindst amerikanske aktier efter en optur med stigninger på mere end 200 procent. Ord som aktiekrak og bear market er blevet mere hyppigt anvendt.

Vi anerkender, at det amerikanske aktiemarked ser dyrt ud i et historisk perspektiv, men konklusionen er lavet uden at skele til de øvrige økonomiske og fundamentale forhold. Dertil kommer, at den aktuelle værdiansættelse ikke er uforenligt med et afkast på 5-7,5 procent over det kommende årti.

Hvis vi korrigerer for forhold som rente, inflation og arbejdsløshed, kan vi konkludere, at S&P 500 er undervurderet med op til 20 procent. Det kan dog ikke overføres til en forventet stigning i S&P 500 på 20 procent. Alt andet lige så vil inflation og rente stige det kommende år, hvilket vil reducere fair value på den justerede Shiller PE ned mod det aktuelle niveau. Det vil specielt kunne gøre sig gældende, hvis arbejdsløsheden ikke fortsætter med at falde. Selvom vi får en ændring i de økonomiske og finansielle forhold, som gør, at aktiemarkedet ikke længere er dyrt prissat, vil der være et fornuftigt afkast at hente alene som resultat af den stigende indtjening i selskaberne plus udbytter.

Vi kan selvfølgelig ikke udelukke et større fald på aktiemarkedet, hvis investorerne går i panik over de stigende renter. I så fald vil et fald på aktiemarkedet på mellem 10 og 20 procent ikke være urealistisk, om end det vil udgøre en attraktiv købsmulighed.

Et egentlig "krak" på aktiemarkedet kræver en væsentlig tilbagegang i den amerikanske økonomi med en pæn stigning i arbejdsløsheden til følge. En sådan tilbagegang er på sigt uundgåelig, men der er intet som tyder på, at det vil ske inden for det kommende år.

På trods af stigende bekymringer blandt aktørerne på de finansielle markeder, ser vi fortsat aktiemarkedet som den mest attraktive aktivklasse på nuværende tidspunkt. Denne konklusion skærpes af, at vores analyse er baseret på amerikanske aktier, der umiddelbart synes som nogle af de dyreste. Vi fastholder derfor vores overvægt af aktier.

Dette materiale er udarbejdet af Skandia Asset Management Fondsmæglerselskab A/S (i det følgende "Skandia").

Materialet er til personlig orientering for de investorer, som Skandia har udleveret materialet til. Materialet er baseret på offentlig tilgængelige oplysninger samt egne beregninger baseret herpå. Skandia påtager sig intet ansvar for rigtigheden, nøjagtigheden eller fuldstændigheden af informationerne i materialet. anbefalinger skal ikke opfattes som tilbud om køb eller salg af de pågældende værdipapirer, og Skandia påtager sig intet ansvar for dispositioner foretaget på baggrund af oplysninger i materialet.

Oplysninger i materialet om historiske afkast, simulerede historiske afkast, fremtidige afkast eller kursudvikling kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast. Afkast og/eller kursudvikling kan blive negativ. Gevinster kan blive forøget eller formindsket som følge af udsving i valutakurser. Såfremt materialet indeholder oplysninger om en særlig skattebehandling, skal investorer være opmærksomme på, at skattebehandlingen afhænger af den enkelte investors individuelle situation og kan ændre sig fremover. Såfremt materialet indeholder oplysninger baseret på bruttoafkast, kan gebyrer, provisioner og andre omkostninger påvirke afkastet i nedadgående retning.

Skandia og/eller andre selskaber i Skandia koncernen kan have positioner i værdipapirer omtalt i materialet samt foretage køb eller salg af samme, ligesom disse selskaber kan være involveret i corporate finance-aktiviteter eller andre aktiviteter for virksomheder, der er omtalt i materialet.