

Markedsanalyse

4. december 2014

Er amerikanske aktier dyre?

Af Peter Rixen

| Portfolio Manager | peter.rixen@skandia.dk |

Den 9. marts 2009 ramte det amerikanske aktiemarked bunden. Siden da er S&P 500 steget intet mindre end 200 procent. Det er derfor berettiget at sætte spørgsmålstegn ved, om disse stigninger er holdbare, eller om man som investor skal frygte et snarligt kursfald. Kort og godt er det relevant at vurdere, om de amerikanske aktier stadig er attraktive efter den imponerende stigning, vi har set de seneste godt fem år.

Det fremtidige afkast på aktiemarkedet afhænger af to elementer. Det ene element er den løbende indtægt i form af udbytter, og det andet element er det afkast, som opstår i form af kursgevinster eller kurstab. Selve kursudviklingen på aktiemarkedet er afhængig af virksomhedernes indtjening, og den pris investorerne vil betale for denne indtjening.

Hvis man skal vurdere de fremtidige perspektiver for afkastet på det amerikanske aktiemarked, er man altså nødt til at vurdere perspektiverne for de fremtidige udbytter, virksomhedernes indtjening og den pris investorerne vil betale for denne indtjening.

Det fremtidige udbytte

Udbyttet på en aktieinvestering afhænger selvfølgelig af virksomhedernes indtjening men også deres udbyttepolitik. Det er normalt, at virksomhederne udlodder en nogenlunde fast andel af deres overskud. Denne andel vil svinge markant fra virksomhed til virksomhed, ligesom den også kan ændre sig over tid.

I graf 1 på den næste side har vi illustreret den historiske pay out ratio for selskaber i S&P 500. Det er tydeligt, at pay out ratioen har været faldende over tid. Det skyldes uden tvivl, at flere selskaber i dag foretager aktietilbagekøb som erstatning for eller supplement til at udbetale udbytter.

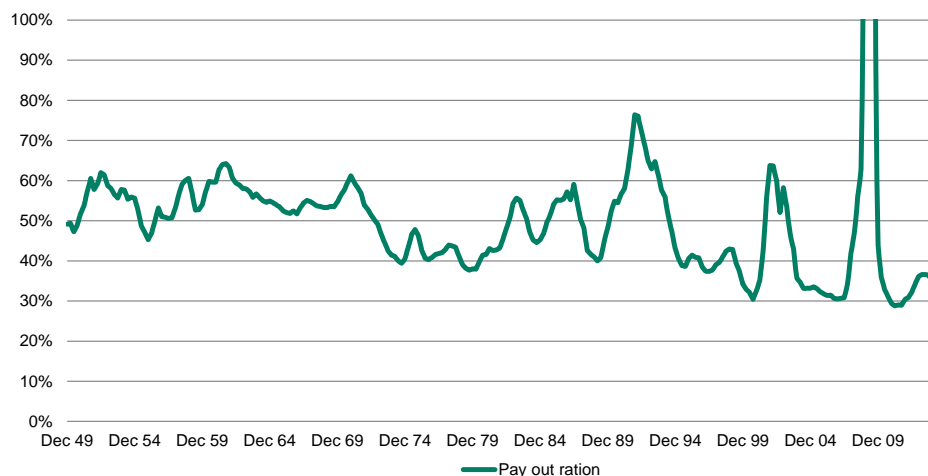
Det er også tydeligt, at pay out ratioen nogle år stiger pænt. Det er primært de år, hvor indtjeningen i selskaberne dykker. Her vil nogle selskaber vælge at fastholde deres udbytter på trods af lavere indtjening, samtidig med at nogle af de mere stabile virksomheder også vil være i stand til at fastholde deres udbytter.

Vi kan ikke forudsige den fremtidige pay out ratio nøjagtigt, men det virker til, at pay out rationen har stabiliseret sig omkring 35 procent. Den aktuelle EPS for S&P 500 ligger omkring 108 dollars. Med en pay out ratio på 35 procent giver det en udbyttebetaling på knap 38 dollars. Det svarer til en dividend yield på 1,85 procent ud fra det aktuelle niveau for S&P 500.

Markedsanalyse

4. december 2014

Graf 1 | Historisk udvikling i pay out ratio

Kilde: <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>

Top down forventningerne til EPS for S&P 500 for 2015 er 134 dollars. Hvis det holder stik og kurser på S&P 500 ikke bliver ændret undervejs, svarer det til en dividend yield i 2015 på 2,3 procent. Det er derfor realistisk at antage, at udbytte fra en investering i S&P 500 vil bidrage med et afkast på et sted mellem 1,85 og 2,3 procent det kommende år.

Den fremtidige indtjening

Den fremtidige indtjening er meget central for afkastmulighederne på aktiemarkedet. Den påvirker de fremtidige udbytter men også kursudviklingen på aktiemarkedet.

Man kan opstilles ganske komplicerede modeller for indtjeningsudviklingen på aktiemarkedet. Det skyldes, at virksomhedernes indtjening er en funktion af mange forskellige variable. Fælles for disse meget komplicerede modeller er imidlertid, at de er afhængige af udviklingen i en række af disse variable. Disse modeller er således ikke brugbare, med mindre man samtidig har modeller for alle de underliggende variable.

Inden vi begynder at bygge alt for store komplicerede modeller, er det derfor fornuftigt at tage et hurtigt blik på de historiske data. I graf 2 på næste side har vi illustreret den historiske udvikling i EPS for S&P 500.

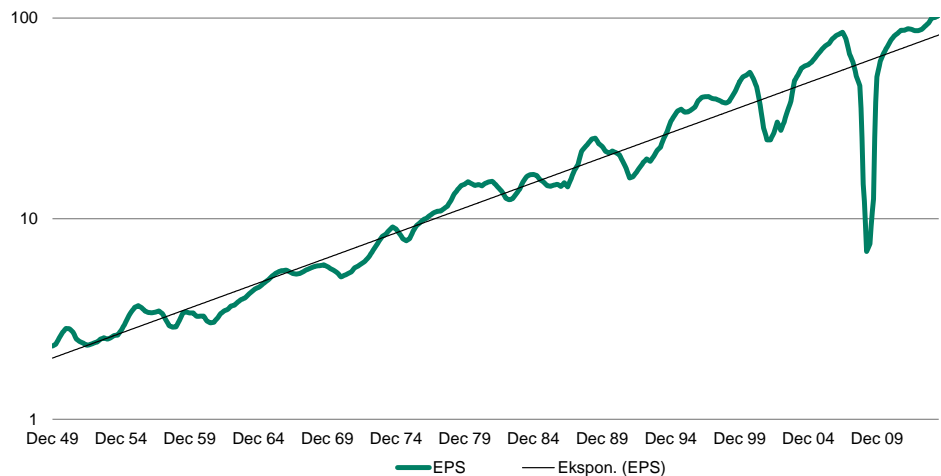
Det er ret tydeligt, at der er en eksponentiel udvikling i EPS (ret linje ved en logaritmisk skala). Det giver også god mening, da indtjeningen i selskaberne på lang sigt bør afspejle den generelle udvikling i økonomien, der også vokser eksponentielt. I nogle år ligger indtjeningen lidt over den historiske trend og andre år lidt under. Det stemmer fint overens med, at økonomien også bevæger sig i cyklusser omkring en langsigtet trend.

I stedet for at forsøge at opstille en meget kompliceret model for den fremtidige indtjening, ser det ud til at give mere mening blot at antage en fast vækstrate i den fremtidige indtjening. Fremskrivningen skal ske i forhold til det strukturelle indtjeningsniveau og ikke det aktuelle indtjeningsniveau.

Markedsanalyse

4. december 2014

Graf 2 | Udvikling i EPS for S&P 500

Kilde: <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>

Udfordringen ved denne metode er, at vi fremskriver indtjeningsudviklingen med 6,25 procent om året. Det er markant mere end den aktuelle økonomiske vækst, og sandsynligvis også højere end den fremtidige økonomiske vækst. Vi vurderer dog, at en vækst på 6,25 procent i EPS er realistisk grundet to forhold. For det første betyder den stigende globalisering, at de amerikanske selskaber deltager i markeder med en højere vækstrate end den amerikanske. For det andet betyder brugen af aktietilbagekøb, at EPS vil vokse mere end den underliggende indtjeningsvækst.

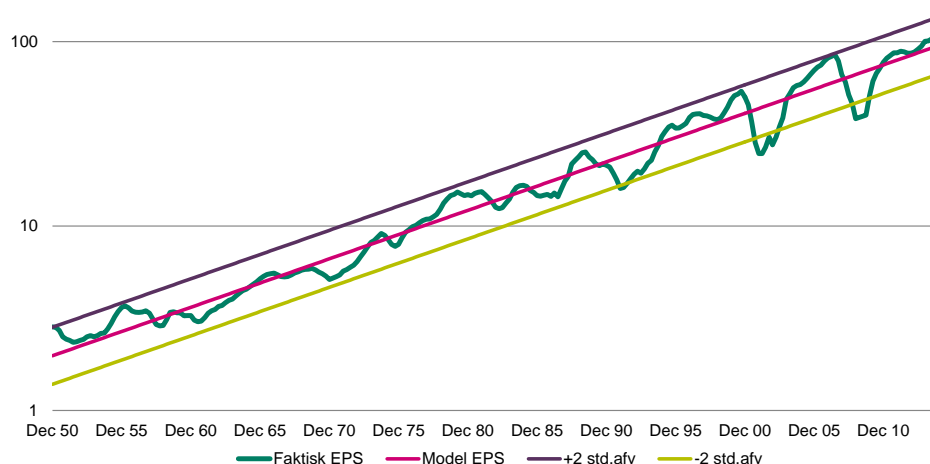
Den største afvigelse fra denne langsigtede trend opstod under finanskrisen. Det var selvfølgelig et resultat af den meget dybe recession og ikke mindst de meget store tab i den finansielle sektor. Perioden er så markant en afvigelse, at den vil påvirke vores model, hvis vi ikke korrigerer for den. Modelmæssigt håndterer vi det ved at erstatte 2008/2009 indtjeningen med 0,1 procent fraktiler for de fire kvartaler, der udgør outliers. Modellen estimeres som en ganske simpel logaritmisk funktion af indtjeningen. I graf 3 på næste side har vi illustreret EPS fra vores indtjeningsmodel inklusiv plus-minus 2 standardafvigelser.

Det fremgår ganske tydeligt, at modellen har en ganske god beskrivelse af den faktiske indtjening. Forklaringsgraden er da også helt op på 96 procent.

Ud fra grafen kan man også se, at den aktuelle indtjening er en smule højere end den langsigtede trend. Det harmonerer ganske godt med, at indtjeningsmarginallerne på aktierne i S&P 500 ligger væsentligt over det historiske gennemsnit. Det betyder omvendt også, at der er en vis sandsynlighed for, at indtjeningsvæksten de kommende år vil være lavere end den historiske trend.

Ud fra analytikernes forventninger ser det dog ikke ud til, at det bliver i 2015, at dette kommer til at ske. Hvor vores indtjeningsmodel forventer en EPS på 101 dollars, så er top down estimatet fra analytikere som tidligere nævnt helt oppe på 134 dollars. Det kan lyde som en meget markant afvigelse i forhold til vores model, men det er trods alt stadig under to standardafvigelser væk. Der skal sandsynligvis en ny recession til, før den aktuelle indtjening igen falder ned under den langsigtede indtjening. Desværre er det tæt på umuligt at spå om, hvornår den næste recession vil ramme.

Graf 3 | Model for udvikling i EPS for S&P 500



Kilde: <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm> og egne beregninger

I vores beregning af den forventede indtjening bruger vi gennemsnittet fra vores model og fra analytikernes top down forventninger for det indeværende år plus det efterfølgende kalenderår. Herefter bruger vi kun modellens indtjeningsestimat. Det betyder, at vi arbejder med en forventet EPS for 2015 på 118 dollars.

Den fremtidige værdiansættelse

Der findes mange forskellige værdiansættelsesmetoder, der hver især har deres styrker og svagheder. Vi arbejder med en værdiansættelsesmodel, der tager udgangspunkt i Shiller's P/E model (CAPE). I lighed med Shiller bruger vi et gennemsnit af de seneste ti års indtjeningstal som udgangspunkt for indtjeningen. I modsætning til Shiller anvender vi de nominelle indtjeningstal. Det gør vi, fordi der er en mere konstant udvikling i den nominelle indtjening. Derimod ser det ud til, at den reale indtjening bliver påvirket af blandt andet inflationsraten.

I vores beregning af den historiske indtjening har vi også korrigeret for det markante dyk, vi så i indtjeningen under finanskrisen.

CAPE bliver herefter beregnet ved at sætte den aktuelle pris i forhold til den gennemsnitlige indtjening de sidste ti år. Vi har illustreret den historiske udvikling i CAPE i graf 4 på næste side.

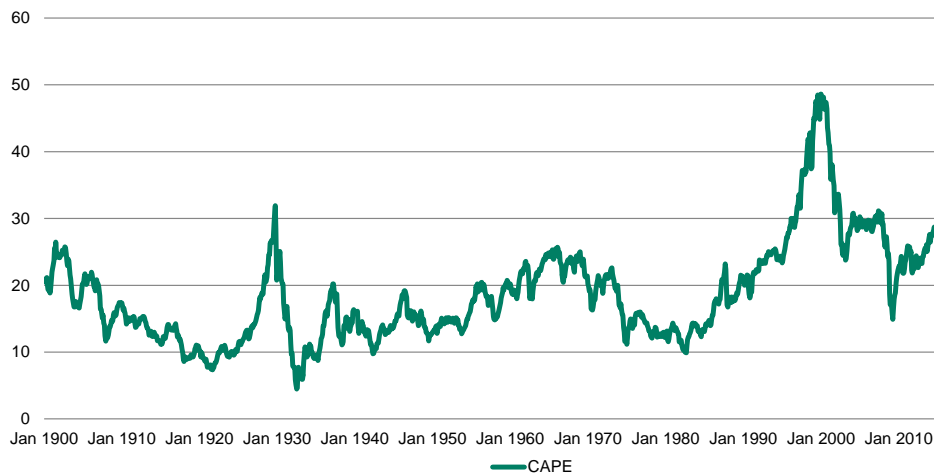
Grafen viser tydeligt, hvorfor nogle markedsdeltagere vurderer, at amerikanske aktier i øjeblikket er markant overvurderede. Den aktuelle CAPE ratio er godt 28 mod et historisk gennemsnit på knap 19. De eneste andre gange CAPE tidligere har haft et sådant niveau, er de blevet efterfulgt af et markant krak på aktiemarkedet.

Denne tankegang sker ud fra en holdning om, at værdiansættelsen på sigt skal bevæge sig hen mod det historiske gennemsnit. På meget langt sigt vil det nok også være tilfældet, men den aktuelle og fremtidige CAPE ratio bør også afspejle de faktuelle økonomiske og finansielle forhold.

Markedsanalyse

4. december 2014

Graf 4 | Historisk udvikling i CAPE

Kilde: <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>

Vi har opstillet en model, der kan forklare udviklingen i den historiske CAPE ratio. I praksis tager vores model udgangspunkt i $1/\text{CAPE}$ (et mål for earnings yield), da denne ratio er mere sammenlignelig med obligationsmarkedets effektive rente.

I estimeringen af modellen har vi kun anvendt data fra 1982 og frem. Det skyldes, at pengepolitikken i USA blev væsentligt forandret på dette tidspunkt. Det er forventeligt, at det har haft en betydning for værdiansættelsen af finansielle aktiver og herunder aktier.

Modellen er baseret på to økonomiske variable (arbejdsløshed og inflation) og to finansielle variable (den tiårige rente og aktievolatilitet). Endelig er modellen baseret på den faktiske indtjening i forhold til vores modelindtjening.

Der er en række intuitive forventede sammenhænge mellem de valgte variable og værdiansættelsen på aktiemarkedet:

- Arbejdsløsheden er et fornuftigt mål for den økonomiske aktivitet. Ved høj økonomisk aktivitet vil man normalt betale en højere pris for aktierne (en lavere earnings yield).
- Inflationen er typisk et godt udtryk for virksomhedernes marginaler. Historien har vist, at virksomhedernes reale indtjening vokser hurtigere i perioder med lav inflation end med høj inflation. Lav inflation er derfor godt for aktiemarkedet (en lavere earnings yield).
- Renten er alternativafkastet i forhold til en aktieinvestering. Hvis renten er lav bør investorerne også være villige til at betale mere for aktierne (en lavere earnings yield).
- Volatiliteten er et udtryk for usikkerhed omkring de fremtidige afkast. En lavere usikkerhed bør medføre en højere værdiansættelse af aktierne (en lavere earnings yield).
- Hvis den aktuelle indtjening er lavere end normalt, bør investorerne være villige til at betale mere per indtjeningskrone (en lavere earnings yield).

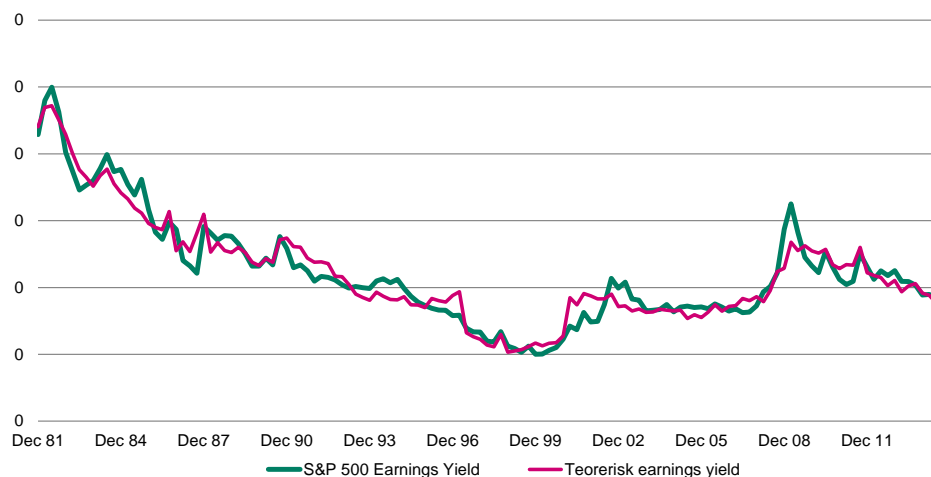
Markedsanalyse

4. december 2014

Ud over disse parametre har vi indbygget en dummyvariabel for perioden medio 1997 til ultimo 2000. Det skyldes, at aktiemarkedet på dette tidspunkt ret entydigt befandt sig i en boble.

Alle parametrene i modellen er statistisk signifikante og har de forventede fortegn. På baggrund af modellen, er det muligt at beregne en teoretisk earnings yield og sammenholde den med den faktiske earnings yield. Det har vi gjort her i graf 5.

Graf 5 | Historisk udvikling i earnings yield



Kilde: <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm> og egne beregninger

Grafen viser tydeligt, at modellen har en ganske god beskrivelse af den historiske udvikling i værdiansættelsen af S&P 500. Faktisk er forklaringsgraden intet mindre end 93 procent, hvilket er ganske imponerende for finansielle data. Ud fra modellen kan vi også konstatere, at værdiansættelsen før IT boblen var helt ekstrem. Earnings yield var således mere end et procentpoint lavere end de fundamentale forhold tilsagde.

Vi kan imidlertid også konstatere, at værdiansættelsen aktuelt ikke er ude af tråd med de fundamentale forhold. Faktisk er aktierne en anelse billigere end de økonomiske forhold tilsiger. Aktuelt er earnings yield 0,32 procentpoint højere end modellen tilsiger. Det lyder ikke af meget, men det svarer faktisk til, at aktierne er undervurderet med omkring 10 procent.

Det fremtidige afkast

Vores model vurderer altså, at amerikanske aktier målt ved S&P 500 er undervurderet med omkring 10 procent. Det indikerer umiddelbart, at amerikanske aktier udgør en attraktiv investeringsmulighed lige nu.

Så simpel er verden imidlertid ikke. Den aktuelle værdiansættelse er en funktion af de aktuelle forhold. Hvis disse forhold bliver ændret, vil værdiansættelsen også blive anderledes. For at vurdere om aktier udgør en attraktiv investeringsmulighed på længere sigt, er vi derfor nødt til at forholde os til den forventede udvikling i de fundamentale forhold, der påvirker værdiansættelsen og dermed det forventede afkast på aktier.

Med udgangspunkt i IMF's forventninger til den amerikanske økonomi (inflation og arbejdsløshed) kan vi via vores rentemodell danne en forventning til den tiårige

amerikanske rente. Hvis vi dertil forventer, at aktievolatiliteten bevæger sig hen mod sit langsigtede niveau samtidig med, at virksomhedernes indtjening også udvikler sig, så den afspejler vores langsigtede indtjeningsmodel, kan vi opstille et forventet afkast på amerikanske aktier. Tabel 1 illustrerer forventede afkast på både amerikanske aktier og obligationer for de næste fem år ud fra IMF's forventninger til amerikansk økonomi.

Tabel 1 | Forventet årligt afkast på aktier og obligationer

Forventet:	2015	2016	2017	2018	2019
- Arbejdsløshed	5.9%	5.8%	5.5%	5.2%	5.2%
- Inflation	2.0%	2.3%	2.2%	2.0%	2.1%
- Tiårige rente	3.4%	3.9%	4.0%	4.0%	4.1%
- Afkast aktier	3.0%	7.3%	9.1%	9.9%	9.0%
- Afkast obligationer	-5.3%	-3.0%	-1.1%	0.0%	0.8%

Kilde: IMF og egne beregninger

På trods af, at vores model vurderer, at amerikanske aktier er undervurderet med omkring 10 procent, så er det forventede afkast det kommende år ikke prangende. Det er blot 3 procent. Det skyldes primært IMF's forventninger til inflation og arbejdsløshed og de afledte konsekvenser for den tiårige rente. IMF forventer, at både arbejdsløshed og inflation i slutningen af 2015 er højere end i dag (den højere forventede arbejdsløshed skyldes givetvis, at IMF's forventninger allerede er forældede). Samlet vil det betyde, at earnings yield forventet set bør være højere ved udgangen af 2015, end de er i dag.

Selvom afkastet på aktiemarkedet ikke umiddelbart virker prangende for det kommende år, så er det betydeligt højere end det forventede afkast på tiårige obligationer. Det er et klart signal om, at aktier også det kommende år har rigtig gode muligheder for at klare sig bedre end obligationer.

Perspektiverne for den lidt længere bane er særdeles lovende for aktier, hvis IMF's prognose holder stik. Hvis vi kigger 3-5 år ud i fremtiden, er det forventede afkast på aktier i niveauet 9-10 procent. I praksis kan afkastene sagtens blive endnu bedre. Hvis IMF's prognose holder stik, så er det sandsynligt, at volatiliteten på aktiemarkedet vil forblive på det aktuelle lave niveau. Det vil i givet fald kunne løfte afkastet med omkring 0,5 procent om året.

Det er dog langt fra sikkert, at prognosen fra IMF kommer til at holde stik. Hvis prognosen skal holde stik, skal USA i givet fald have endnu fem år uden økonomisk tilbagegang. Det vil betyde, at de så skal opleve en tiårig periode uden økonomisk tilbagegang. Med den aktuelle meget lempelige amerikanske pengepolitik, så er der også investorer, der frygter en væsentlig stigning i inflationen de kommende år. Det kan derfor være relevant at kigge på det forventede afkast på aktier, hvis økonomien udvikler sig anderledes end forventet. I tabel 2 på næste side har vi illustreret det forventede afkast frem til 2019 ved forskellige niveauer for arbejdsløshed og inflation.

Beregningen af de forventede afkast tager udgangspunkt i, at aktievolatiliteten ligger på det langsigtede niveau i 2019. Det er ikke nødvendigvis en realistisk antagelse, men det vil alt andet lige kun have en mindre betydning for de forventede afkast. Det er dog sandsynligt, at aktievolatiliteten vil udvikle sig, så de høje forventede afkast vil være en anelse højere, mens de lave forventede afkast vil være en smule lavere.

Ud fra tabellen er det meget tydeligt at se, at de fremtidige afkast på aktiemarkedet i høj grad afhænger af den fremtidige økonomiske udvikling. Stigende inflation eller arbejdsløshed vil være ren gift for aktierne, mens det modsatte vil være katalysator for tocifrede afkast de kommende år.

Tablet 2 | Forventede årlige afkast på aktier frem til 2019 i forskellige scenarier

Inflation / Arbejdsløshed	3%	4%	5%	6%	7%	8%
0%	22.9%	17.4%	13.2%	9.8%	7.0%	4.6%
1%	19.5%	14.9%	11.2%	8.1%	5.6%	3.4%
2%	16.7%	12.7%	9.4%	6.6%	4.3%	2.3%
3%	14.3%	10.7%	7.8%	5.3%	3.1%	1.3%
4%	12.2%	9.0%	6.3%	4.0%	2.0%	0.3%
5%	10.3%	7.4%	5.0%	2.9%	1.0%	-0.6%

Kilde: Egne beregninger

Hvis alle disse scenarier har samme sandsynlighed, så vil det forventede afkast på aktiemarkedet være 8 procent over de kommende godt fem år. Standardafvigelse på de mulige scenarier vil være omkring 13 procent. Det kan ikke helt sammenlignes med den forventede risiko på aktier, da vi i dette mål også skal tage højde for, at aktier om fem år kan være både dyrere og billigere end forventet. Dertil skal lægges usikkerheden omkring den faktiske aktievolatilitet og renteniveau om fem år.

Det er dog langt fra realistisk, at alle de illustrerede scenarier har samme sandsynlighed for at ske. For at få et andet billede af det forventede afkast på aktier kan vi tage udgangspunkt i det historisk gennemsnitlige niveau for arbejdsløshed og inflation. Siden 1981 har arbejdsløsheden i gennemsnit været 6,4 procent. I samme periode har inflationen i gennemsnit været 3 procent. Den historiske inflation er til dels påvirket af den meget høje inflation i 1980'erne. Samlet betyder det, at det mest sandsynlige scenarie er, at arbejdsløsheden ender et sted mellem 6 og 7 procent, mens inflationen ender et sted mellem 2 og 3 procent. Det vil i givet fald betyde, at det forventede afkast på amerikanske aktier de kommende fem år ligger mellem 3,1 og 6,6 procent årligt.

Konklusion

Der er mange holdninger til, om aktiemarkedet generelt og det amerikanske aktiemarked specifikt er overvurderet eller undervurderet. Holdningerne tager typisk udgangspunkt i forskellige aktiebaserede nøgletal som P/E, dividend yield eller Price to book. Fælles for disse holdninger er, at de ofte mangler at tage afsæt i de aktuelle økonomiske og finansielle forhold.

I Skandia arbejder vi med en værdiansættelsesmodel for amerikanske aktier, der tager udgangspunkt i både aktuelle økonomiske og finansielle variable. Modellen har historisk været i stand til at forklare udviklingen i den skiftende prissætning af amerikanske aktier. Dermed giver modellen en unik mulighed for at vurdere om aktiemarkedet aktuelt er overvurderet eller undervurderet. Vores model indikerer, at S&P 500 aktuelt er undervurderet med omkring 10 procent.

På længere sigt afhænger det fremtidige afkast på amerikanske aktier imidlertid ikke specielt meget af, om aktier aktuelt er billige eller dyre, men derimod af udviklingen i den amerikanske økonomi (arbejdsløshed og inflation). Hvis IMF's progno-

se for amerikanske økonomi kommer til at holde stik, så venter der særdeles attraktive afkast forude på amerikanske aktier.

IMF forventer endnu fem år med fremgang i økonomien. Det vil i givet fald være den længste periode med økonomisk fremgang uden en recession. Det er måske en kende optimistisk. Et mere realistisk bud på afkastet på amerikanske aktier for de kommende fem år ligger nok i niveauet 3 – 6,5 procent. Det er langt fra prangende i et historisk perspektiv, men trods alt meget mere end det forventede afkast på obligationer, der kun ligger omkring 1 procent.

Værdiansættelsesmodeller og simuleringer af forventede afkast er et væsentligt input i arbejdet med at sammensætte porteføljer. Det siger dog sjældent noget fornuftigt om den kortsigtede udvikling på markedet, der i højere grad dikteres af den aktuelle udvikling i økonomien og stemningen på de finansielle markeder. Den konkrete sammensætning af porteføljer og dermed prioriteringen af de enkelte aktivklasser bør derfor foretages som en afvejning mellem de langsigtede muligheder og der mere kortsigtede billede af afkast og risici.

Aktuelt ser vi en risiko for en kortsigtet afmatning i den globale økonomi blandt andet understøttet af den seneste nedrevidering af den økonomiske vækst fra IMF. Samtidig har vi gennem de seneste måneder set større udsving på aktiemarkedet, hvilket er med til at give et billede af et dårligere klima for at tage risiko på de finansielle markeder. Det betyder også, at vi aktuelt undervægtet aktier i vores porteføljer. Det er en taktisk beslutning, der vil blive ændret, når vi ser bedre perspektiver for fornyet fremgang i økonomierne og/eller et bedre risikobillede på aktiemarkedet.

Du er meget velkommen til at kontakte Skandia Asset Management, hvis du ønsker at høre nærmere om vores bud på forventningerne til de finansielle markeder de kommende år, og hvordan det i givet fald vil påvirke jeres investeringer.

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 offentligt 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.