

Dette er et udklip fra nyhedsbrevet sendt d. 5. juli 2024.

Det amerikanske aktiemarked er højt prisfastsat, og derfor forventer vi et lavt eller negativt merafkast i forhold til obligationer over de næste 10 år.

Dette afsnit er skrevet med det formål at give eksempler på, hvorfor vi er negative på amerikanske aktier på indeksniveau. Derudover prøver vi at vise, at et overvurderet aktiemarked må forventes at give et lavt eller negativt *langsigtet* merafkast i forhold til obligationer. Pointen er også relevant for en indeksinvestering i Globale Aktier, hvor amerikanske aktier fylder ca. 70 pct.

Som alle andre højt prisfastsatte/overvurderede aktier og aktiemarkeder kan amerikanske aktier sagtens fortsætte stigningerne i en rum tid endnu, før de vender. Kun fantasien sætter grænser for, hvor overvurderet et aktiemarked kan blive.

Vi har tre pointer med afsnittet:

- Det amerikanske aktiemarked er højt prisfastsat på historiske multiple.
- Det amerikanske aktiemarked er langt højere prisfast, når økonomiens historiske indtjeningsmargin tages med i betragtning.
- Overvurdering har stor negativ indflydelse på det langsigtede afkast.

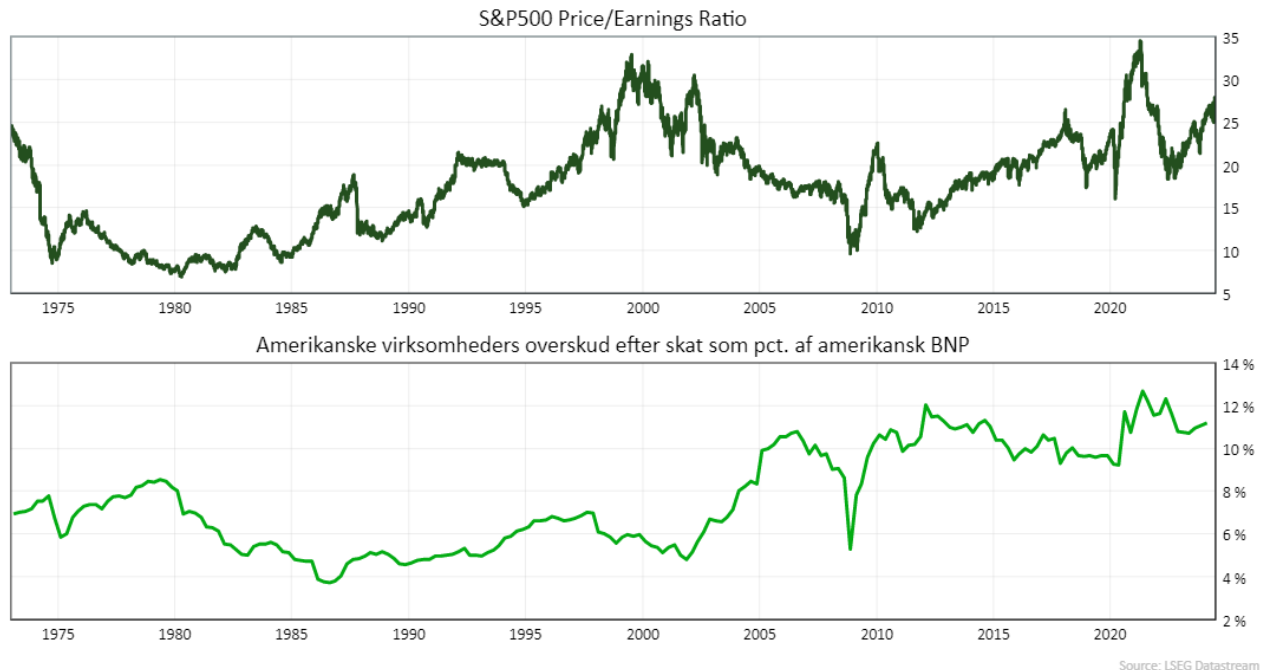


P/E i grafen er målt på seneste 12 måneders indtjening.

Ovenstående figur viser Price/Earnings (P/E) ratioen for S&P 500 indekset siden 1973. På P/E handler det amerikanske aktiemarked ikke langt fra toppen under IT-boblen i år 2000, og det skal falde mere end 30 pct. for at være på det langsigtede gennemsnit. Alternativt skal indtjeningsmarginen stige markant i forhold til et i forvejen meget højt niveau (se graf nedenfor).

Det amerikanske aktiemarked er langt højere prisfastsat, når man medtager høje indtjeningsmarginer

Figuren viser igen øverst S&P 500 indeksets prisfastsættelse på P/E niveau. Den nederste del af figuren viser den amerikanske økonomis profitrate (efter skat) for hele økonomien.



Følgende fremgår af figuren:

- At indtjeningsmarginen (nederste graf), har bevæget sig op og ned over tid, og at det nuværende niveau ligger højt historisk ca. 4 pct. over det gennemsnitlige niveau for de sidste 50 år. (indtjeningen vil falde mere end 30 pct., hvis marginen skal nå sit langsigtede gennemsnit). Vi har brugt indtjeningsmarginen fra amerikansk økonomi som et godt estimat for S&P 500 indeksets margin.
- At indtjeningsmarginen på toppen af IT-boblen i 2000 var godt halvdelen af det nuværende niveau. Derfor, hvis vi halverer det nuværende "E" i P/E ved at bruge marginen fra år 2000 på den nuværende omsætning, bliver indeksets P/E markant højere end toppen i år 2000. Det samme er tilfældet, hvis vi bruger den historiske gennemsnitsmargin.

Amerikanske aktier prisfastsat efter Robert Shillers CAPE (Cyclically Adjusted Price/Earnings ratio)

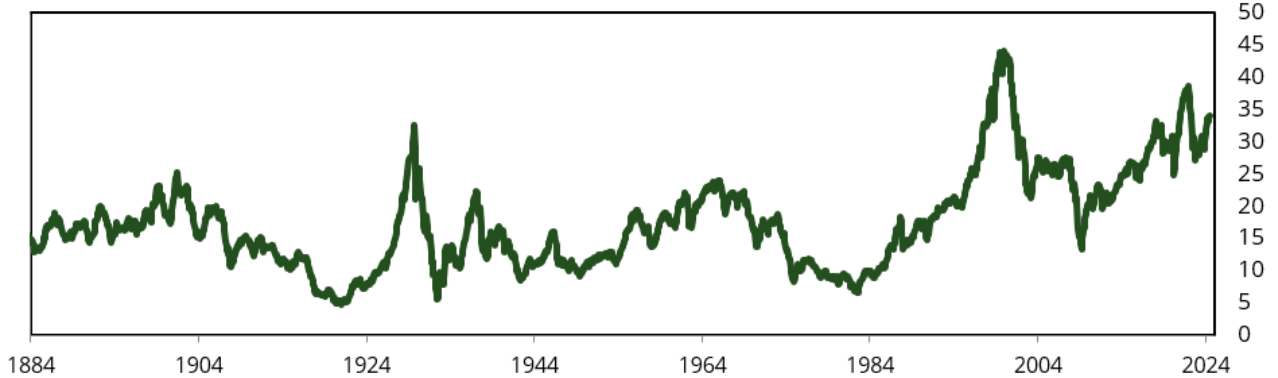
Vi viser i dette afsnit, hvordan aktiemarkedet er prisfastsat ud fra Robert Shillers (Nobelprisvinder og Professor ved Yale University) måde at opgøre P/E på. Derefter bruger vi hans tilgang til at vise, at et overvurderet aktiemarked giver et lavt 10-årigt merafkast for aktier. Robert Shillers formel for P/E, også kendt som CAPE (Cyclically Adjusted Price/Earnings ratio):

$$CAPE = \frac{\text{Indekspris}}{10 \text{ års gennemsnits EPS}}$$

Hvor EPS (earnings per share) er målt som indtjening per indeksenhed, inflationsjusteret.

Formlen adskiller sig ved, at han bruger et gennemsnit af 10-års inflationsjusteret EPS i stedet for årets EPS. Det giver et mere roligt PE-niveau, som langt hen ad vejen udjævner bump som f.eks. Finanskrisen eller Coronaviruspandemien.

Price-Earnings Ratio (CAPE, P/E10)



Det fremgår af figuren:

- At det amerikanske aktiemarked er særdeles dyrt prisfastsat i en 200-års sammenhæng.
- At det nuværende CAPE niveau er lidt lavere end det højeste niveau under Finanskrisen, ligesom det faktiske P/E niveau er, men begge dele er målt på marginniveauer i økonomien som ligger langt over det historiske gennemsnit.

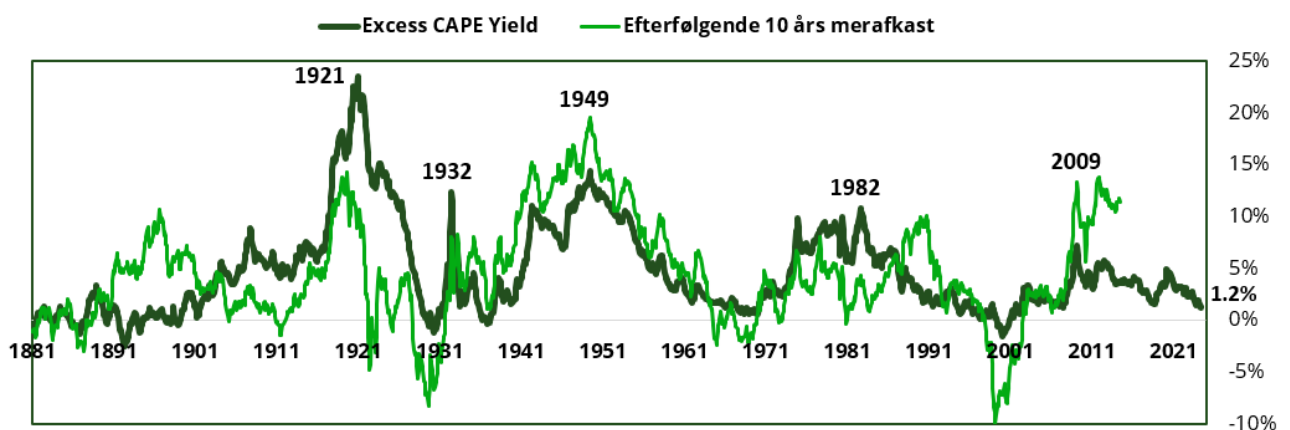
Høj prisfastsættelse giver et lavt langsigtet afkast

Vi bruger nu Robert Shillers tilgang til at vise, at en lav aktierisikopræmie/for høj prisfastsættelse med rimelig sandsynlighed giver et lavt eller negativt merafkast for amerikanske aktier i forhold til obligationer i den kommende 10 års periode.

Robert Shiller omregner sin CAPE til "earnings yield" (det inverse af P/E ratioen), og trækker den effektive rente for lange amerikanske statsobligationer fra.

Figuren viser "CAPE yield/risiko præmie" samt det efterfølgende 10 års reale merafkast (derfor stopper linjen i 2014).

Excess CAPE Yield (ECY) og efterfølgende 10-års merafkast



Figuren viser for os:

- En god sammenhæng mellem prisfastsættelse på CAPE og det efterfølgende 10 års reale merafkast.
- Hvis man sammenholder den nuværende aktierisikopræmie med tilsvarende niveauer historisk (1927-1928; 1937; 1966-69; 1999-2000) viser figuren, at det efterfølgende 10 års merafkast bliver lavt eller negativt.

Hvad med AI – er det ikke en gamechanger?

Der er en stemme i markedet, som forsvarer det nuværende prisniveau på det amerikanske aktieindeks med potentialet indenfor især AI. Overordnet mener vi, at AI er en meget stærk teknologi. AI vil være en stærk booster for produktivitet, innovation, kreativitet og læring.

Nogle virksomheder vil opleve en stærkere konkurrenceposition som følge af AI, mens mange andre virksomheders konkurrencefordel og position vil blive udfordret af hurtigere replikering af forretningsmodeller og produkter. Vi mener derfor ikke, at AI teknologi kan forsvare den nuværende prisfastsættelse af det amerikanske aktiemarked.

Når det så er sagt, glæder vi os dagligt over det produktivitetsboost AI giver os i vores eget arbejde.

Konklusion på prisfastsættelsen af det amerikanske aktiemarked

For os er det amerikanske aktiemarked markant overvurderet, både absolut og i forhold til renteniveauet. Derfor forventer vi et lavt eller negativt merafkast af det amerikanske aktiemarked i forhold til obligationer. Det er vigtigt at gentage, at mens værdifastsættelse er helt afgørende for det langsigtede afkast (5 – 10 år) er det oftest irrelevant for det kortsigtede afkast (0-2 år).

Ansvarsfraskrivelse

Panorama Invest yder investeringsrådgivning til fonden "PortfolioManager Panorama Invest KL", men yder ikke investeringsrådgivning over for private. Vi udtaler os alene som rådgivere for fonden. Læs venligst vores ansvarsfraskrivelse for flere oplysninger herom.

Dette skriv er udarbejdet af Panorama Invest ApS og er kun beregnet til informationsformål. Vi ønsker at gøre vores læsere opmærksomme på følgende:

1. **Ingen investeringsrådgivning:** Dette skriv udgør ikke, og bør ikke tolkes som, investeringsrådgivning. Vi opfordrer læserne til at konsultere en professionel finansiell rådgiver, inden de træffer beslutninger vedrørende investeringer.
2. **Ingen opfordring til køb eller salg:** Informationerne præsenteret i dette skriv udgør ikke en opfordring eller anbefaling til at købe eller sælge værdipapirer, aktier eller andre finansielle instrumenter.
3. **Risici ved investering:** Investeringer indebærer risici, og tidligere resultater garanterer ikke fremtidige resultater. Læserne opfordres til at foretage deres egen grundige research og overveje deres risikotolerance, før de træffer investeringsbeslutninger.
4. **Genovervejelse af information:** Finansielle forhold og markedsvilkår ændrer sig løbende. Informationen i dette skriv kan være underlagt ændringer uden varsel. Vi påtager os intet ansvar for unøjagtigheder eller ufuldstændigheder i de præsenterede oplysninger.

Ved at læse dette skriv accepterer læseren ansvar for sine egne investeringsbeslutninger og forstår, at Panorama Invest ApS ikke er ansvarlig for eventuelle tab eller skader, der måtte opstå som følge af brugen af informationen heri.

Vi opfordrer alle læsere til at være opmærksomme på de finansielle risici og konsultere professionelle rådgivere, inden de træffer investeringsbeslutninger.