



# Langsigtede aktieafkast

Hvordan opnår man disse og hvad kan vi  
rationelt forvente af aktiemarkedene?

Artikel af ValueInvest Asset Management S.A. ■

Glem alt om 90'ernes og 00'ernes tocifrede aktieafkast. De er en parentes i en lang historie, der tegner et ganske andet billede. Vi skal vænne os til et marked med anderledes beherskede afkast. Denne artikel giver nogle af svarene på, hvordan investorerne kan agere i den nye virkelighed.

Meget tyder på, at lærebøgerne om fremtidige aktieafkast skal skrives om. Mange af de mest anvendte lærebøger citerer ofte forventninger om tocifrede aktieafkast. Sådan var tilstandene i det 20. århundrede. Men det første årti i det 21. århundrede har lært os noget helt andet. I det årti blev de fleste aktiemarkeder på samme tid over hele verden udsat for store udsving, og påførte investorerne meget lave eller negative afkast. Smerteligt for mange, og en påmindelse om, at mange professionelle investorer nok arbejdede ud fra forældede antagelser.

Denne nye erkendelse er helt central, når man som investor i dag stiller spørgsmålet om, hvad man kan forvente at få for sin investering i fremtiden. Ikke mindst når der er tale om langsigtede investeringer.

Køber man fast forrentede værdipapirer, f.eks. statsobligationer, er svaret simpelt, især hvis man fraregner virkningen af inflationen. Hvis værdipapirets vilkår er fastlagt, og det vil sige hovedstol, udløbsdato, løbende betalinger og købspris, er det således forholdsvis enkelt at beregne forrentningen. Køber man i stedet virksomhedsobligationer gælder det samme, dog skal man være mere opmærksom på risikoen for misligholdelse og justere det forventede afkast på det grundlag.

Køber man aktier stiller sagen sig helt anderledes.

#### Sammenhængen er forsvundet

Vil man have et grundlæggende kendskab til mulige aktieafkast, kan man f.eks. studere de historiske nøgletal, der er beregnet på det populære aktieindeks, »MSCI Verden« eller på nationale aktieindeks. Man skal bare være opmærksom på, at resultatet af en sådan øvelse kan svinge meget: Det er således ikke

ualmindeligt for landeindeks at vise rullende 20-årige afkast, der svinger mellem -10 procent og +20 procent afhængig af hvilken periode og hvilken valuta, der er tale om. Det er også helt klart, at historiebøgerne er leveringsdygtige i alle former for afkast, bare man leder længe nok. Endelig skal man huske, at de fleste velkendte indeks har haft en relativt kort levetid, og selvom nogle har en måske lidt længere historik, er det en kendsgerning, at fremtiden kan udvikle sig meget forskelligt fra fortiden. Med dette in mente er der behov for at opbygge et nyt logisk koncept for forventede aktieafkast helt fra bunden.

Nu vil nogle måske spørge: Findes der ikke allerede lærebøger med grundregler på dette område? Svaret er et tøvende ja, fordi de fleste udøvende professionelle investorer, og det gælder også os hos ValueInvest Asset Management, har fået deres økonomiske uddannelse ved at studere etablerede lærebøger (Ofte bøger der er skrevet af amerikanere og baseret på amerikanske investeringserfaringer). Når disse bøger ofte citerer formodninger om høje etcifrede eller tocifrede aktieafkast er de måske også en påmindelse om, at de bygger på forældede antagelser.

**I FINANS ER DER, TIL FORSKEL FRA NATURVIDENSKAB, DESVÆRRE INGEN FASTE LOVE, DER ER PÅLIDELIGE OG KONSTANTE OVER TID. PÅ DETTE FELT ER TEORIER BASERET PÅ ERFARING NOK DET BEDSTE, VI KAN HÅBE PÅ.**



Men hvordan skal man overhovedet begynde at danne antagelser om fremtidige aktieafkast? Og når antagelserne er på plads, hvor pålidelige er de så? Det vil vi forsøge at give et bud på med udgangspunkt i en række dybtgående undersøgelser og analyser.

#### Aktie Risikopræmie

En af grundstenene i finansverdenen er konceptet om risikofri rente, der bygger på ideen om, at investoren får sine penge retur med renter, når investeringen løber ud. Den reelle værdi af den ide er svært udfordret i disse tider, eftersom de fleste centralbanker rundt om i verden i uhørt grad er i gang med at udvande en række valutaer. Desuagtet har vi fortsat behov for at kunne sætte mere risikobetonede investeringer i perspektiv til det risikofrie afkast, hvorved oftest forstås: Statsobligationer.

Nærmest pr. instinkt har vi lært, at investering i aktier bør give et afkast, der er højere end investeringer i statsobligationer. Set ud fra en logisk tankegang skyldes det for det første, at aktieinvesteringer er investering i producerende aktiver, der kan skabe indtjening, bl.a. igennem innovation, som kan skabe grundlag for en højere tilbagebetaling. For det andet svinger aktiekurser mere end obli-

>>

» gationskurser, og derfor ønsker investoren en højere kompensation på grund af den højere risiko.

Det giver anledning til at spørge om, hvor højt et merafkast vi vil forlange, udover det risikofrie afkast, for at investere i andre mere risikofyldte aktiver? Den præmie, eller merafkast, svarer til forskellen mellem aktieafkastet og det risikofrie afkast. I finansverdenen kaldes den for »Aktie Risikopræmie«, ARP. I ValueInvest AM anvender vi 10-års obligationsrenter i vores prisfastsættelsesmodel, og i denne artikel refererer vi til langsigtede obligationer, når vi taler om ARP.

### Et historisk perspektiv

Det skorter ikke på videnskabelige afhandlinger, der har analyseret de historiske aktieafkast, eller som har forsøgt at forudsige en fremtidig ARP. Og det er næppe en overraskelse, at forfatterne til afhandlingerne når frem til vidt forskellige risikopræmier. Tager man f.eks. en afhandling fra CFA Institute, som er en global organisation af professionelle investorer, finder vi her en udførlig oversigt over undersøgelser af ARP tilbage fra begyndelsen af 2001. Her ligger ARP i et interval fra 0 til 7 procent med 3,7 procent i gennemsnit. Hvis man derefter ser på nyere undersøgelser har de en tendens til at nå frem til mere konservative resultater, fordi beregningerne dækker et større område. Disse undersøgelser inkluderer det første årti af det 21. århundrede, som blev ramt af it-boblen og økonomisk krise og omfatter større geografiske områder samt tager højde for flere skævheder, som de har konstateret undervejs i det historiske datamateriale.

I ValueInvest AM betragter vi os selv som konservative investorer. Når vi ser på den akademiske litteratur, vedrørende potentielle aktieafkast, konstaterer vi store forskelle på forudsigelser. Eftersom vi har fokus på at beskytte investeringerne mod negative afkast, er vores interesse vendt mod de afhandlinger, der svarer til vores konservative overbevisninger om aktiemarkedets natur og deres plads i den økonomiske verden. En

af dem, der især interesserer os er Robert Arnott, der er en af de researchere, der har leveret tankevækkende afhandlinger med sobre analyser af komponenterne i aktieafkast. Analyser, som også har efterladt en dystre udsigt for fremtidens aktieafkast.

Robert Arnotts analyser står i stærk kontrast til de ellers overvejende positive afhandlinger, der kommer fra Wall Street analytikere, og som vi ofte ser refereret i medierne. I en af hans nyeste afhandlinger gør han netop op med adskillige myter om risikopræmier og forklarer, hvorfor de netop er – myter. Myter, der har meget lidt at gøre med, hvad vi rationelt kan forvente af afkast i fremtiden.

### 5 procents risikopræmien

Den vigtigste myte kalder Robert Arnott for »5 procents risikopræmien«. Den kommer oprindeligt fra en meget populær undersøgelse af amerikanske aktieafkast siden 1926, først udgivet i 1977 og siden løbende opdateret af Ibbotson Associates, som nu er en del af Morningstar.

Mange af de investorer, der blev tiltrukket af aktier i 1980'erne og 1990'erne oplevede et eller to årtier med imponerende tocifrede afkast. Selvom de afkast var opnået med stigende prisfastsættelser og faldende dividender, cementerede det et syn på aktier om, at de burde levere et meget højere afkast end obligationer. Men ser vi tilbage på den amerikanske historie og inkluderer det 19 århundrede, kan vi konstatere at aktier rent faktisk leverede et mindre merafkast på grund af årtier med svingende afkast. Som et af resultaterne kan vi således se, at merafkastet på aktier, set over de to århundreder, falder fra 5 procent i de gode tider til mindre end 3 procent.

Kaster vi blikket uden for USA, ser de historiske aktieafkast mere dystre ud. For de amerikanske aktier var det 20. århundrede fantastisk, hvilket i en vis udstrækning kan tilskrives USA's plads i historien, hvor vi så to ødelæggende verdenskrige og interne forhold, som påvirkede de fleste andre lande

negativt. Selv om aktiernes gode performance var ubestridelig i den periode, er det dog tvivlsomt, om det havde været muligt rationelt at forudsige resultaterne.

Professorerne Elroy Dimson, Paul Marsh og Mike Staunton er forfattere til de nok mest vidtstrakte undersøgelser på dette område. De hævder, at det amerikanske aktiemarkeds succes mere var undtagelsen end reglen. Som eksempel nævner de, at ud af de 15 største aktiemarkeder i 1900-tallet gik kapitalen totalt tabt på tre markeder, Rusland, Kina og Egypten, mens tre andre markeder, Tyskland, Japan og Argentina har været tæt på mindst én gang.

### Afkastet blev båret af udbytter

Ifølge Robert Arnott lå de amerikanske aktieafkast i perioden mellem 1802 og 2010 gennemsnitligt på 7,9 procent om året, mens obligationer gav et gennemsnit på 5,1 procent. Hvad var dette aktieafkast så sammenlagt af?

De fleste, der er vant til nutidens lave aktie-dividender, vil være forbavsede, når de får at vide, at 4,9 procentpoint af afkastet stammede fra dividender. Ja, den »kedelige« dividende, der hos den mere moderne investor er blevet overset til fordel for kursstigninger, stod faktisk for mere end 60 procent af det totale aktieafkast. Inflation, den næste kilde af nominel afkast, stod for 1,5 procentpoint per år, og tæt på 0 i det 19. århundrede, med et gennemsnit på 3% i det 20. århundrede. Den reelle vækst i dividender var beskedne 0,8 procentpoint, hvilket er meget lavere end de fleste investorer vil forvente. 0,5 procentpoint kom fra et stigende prisfastsættelsesmultiplum multipel, det vil sige den pris aktiemarkedet er villig til at betale for hver dollar af dividende eller indtjening, som er genereret af aktien. De manglende 0,2 procent kommer fra den geometriske akkumulering af de nævnte komponenter.

### Det internationale perspektiv

Det internationale perspektiv på ARP er nok bedst belyst og præsenteret af de nævnte

professorer Dimson, Marsh og Staunton. Fra 1900 til 2010 gav globale aktier reelt et gennemsnitsafkast på 5,5 procent per år beregnet i U.S. dollars, og med landeafkast mellem 2 og 8 procent. Sammenlignet med langsigtede obligationer var det realiserede merafkast for globale aktier på 3,8 procent per år.

Ganske vist nåede det ikke det amerikanske niveau i samme periode, men alligevel må det siges at være acceptabelt for den påtagede ekstra risiko. Middelafrkastet for dividende for det globale marked i U.S. dollar var i den periode på 4,1 procent, og ligesom for USA slog det alle andre afkastkilder. Som ved det amerikanske eksempel var dividende væksten 0,8 procentpoint samt prisfastsættelsesmultiplum multipel på 0,5 procentpoint. Det er interessant, at det gennemsnitlige land havde en reel dividende vækst på lige under nul, og at den globale gennemsnitlige vækstrate blev »reddet« næsten udelukkende af indeksens tunge vægtning af det amerikanske marked.

Hvis vi går tilbage til det amerikanske eksempel, kan vi konstatere, at nuværende dividender på amerikanske aktier med gennemsnit på omkring 2 procent slet ikke er i nærheden af det historisk høje gennemsnit på 5 procent. Mange iagttagere har været fortalere for aktietilbagekøb, hvor en virksomhed

køber deres aktier og annullerer dem. Det er et instrument, der på en måde har afløst dividender som et middel til at levere afkast til aktionærene. Tilmed er der tale om en skattefordel, fordi de fleste dividender er dobbeltbeskattede – i første omgang som en del af den beskattede indtjening ved virksomheds-skat, og i anden omgang som kildeskat ved udbetalingen af dividenden.

Tilbagekøb har desuden en »anti-fortyndende« effekt, fordi de forhøjer indtjeningen pr. aktie for de resterende investorer i virksomheden. Derfor er argumentet at det tabte afkast opvejes af højere indtjeningsvækst. Imidlertid har Robert Arnott påvist, at den tilvækst, der bliver opnået gennem tilbagekøb i mange tilfælde udvandes af den »fortynding«, der opstår, når der udstedes optioner til virksomhedernes ledelser. Den nettovirkning tilbagekøbet giver, bliver ædt op af nye udstedelser til markedet. Forestiller man sig f.eks. at alle tilbagekøb og optionsudstedelser var akkumuleret mellem 1926 og op til i dag, ville det give en nettoeffekt i form af en »fortynding« på 2 procent i indtjening pr. aktie. Dimson, Marsh og Staunton bekræfter, at dette også gør sig gældende i deres analyse af andre lande i perioden fra 1900 til i dag.

Den påstand fører os direkte over i endnu en myte, måske den mest markante og den

som de fleste aktieinvestorer tror på, nemlig at indtjeningen kan vokse i samme takt som BNP eller måske endda overgå BNP. Ifølge Robert Arnott er det ikke tilfældet. Den amerikanske BNP vækst i reelle termer er i gennemsnit på 3,4 procent årligt siden 1871.

Tog aktieinvestorerne del i den vækst? Svaret er nej. Medens BNP væksten var 3,4% p.a. var væksten i indtjeningen kun på 1,4% p.a. Hvorfor gik det sådan? Forklaringen er enkel, men den preller af på mange investorer: De resterende 2 procentpoint af BNP væksten kommer fra nye virksomheder uden for det offentlige aktiemarked. Disse nye virksomheder bliver først en del af det offentlige aktiemarked, hvis de bliver børsnoteret eller opkøbt af en børsnoteret virksomhed. Denne negative forskel mellem vækst i indtjening og dividende på den ene side, og vækst i BNP på den anden side er ikke isoleret til USA. Faktisk er forskellen større i andre lande. Data fra Dimson, Marsh og Stauntons undersøgelse indikerer, at forskellen er tæt på tre procentpoint for et gennemsnitsland.

#### Hvad skal vi forvente af fremtiden?

Det kritiske spørgsmål er nu, hvad vi ud fra de historiske beviser og den aktuelle situation, kan se frem til. Hvilket afkastniveau kan vi rationelt forvente af aktiemarkedene i de næste årtier?

>>



VERDEN STÅR I DAG OVER FOR TRE MASSIVE OG STRUKTURELLE UDFORDRINGER: UNDERSKUD PÅ DE OFFENTLIGE BUDGETTER, HØJ GÆLDSÆTNING OG EN HASTIGT VOKSENDE ALDRENDE BEFOLKNING. ALLE TRE KAN HÆMME FREMTIDENS AKTIEAFKAST.

>> Hvis vi begynder med den nuværende globale dividende på omkring 2,5 procent i direkte afkast, hvilken real vækst kan vi så lægge oveni? Hvis aktier kunne levere omkring 1 procent før inflation i en verden uden de førnævnte udfordringer, siger vores intuition os, at vi nok må indstille os på mindre i den nye verden som er overvældet af strukturelle problemer, medmindre der kommer et uventet teknologisk gennembrud, som sætter skub i væksten.

Indtil nu har it revolutionen gennem de sidste 20-30 år ikke formået at forbedre væksten som transportrevolutionen gjorde i det 19. århundrede. Derfor må vi realistisk regne med et afkast på 3 procent eller lavere. De lave obligationsrenter på 1,5 procent i dag kunne tyde på, at vi kan se frem til en ARP på 1,5 procent eller lavere. Og en yderligere stigning i multipel, altså højere kurser i forhold til indtjening eller udbytte, forekommer mindre sandsynligt. Igennem de seneste årtier har højere prisfastsættelse blandt andet været drevet af lettere og billigere adgang til at handle aktier. Hvis prisfastsættelsen uundgåeligt vil bevæge sig mod gennemsnittet, som nogle mener, så vil vi faktisk gå mod en lavere prisfastsættelse.

Nogle læsere vil nok mene, at et reelt aktieafkast på 3 procent er ret lavt. Hvorfor så ikke interessere sig for emerging markets i stedet? De fleste emerging markets er fri for de førnævnte restriktioner; Underskud på de offentlige budgetter, høj gældsætning og en hastigt voksende aldrende befolkning, men de har deres egne udfordringer.

For det første er disse lande afhængige af den udviklede verdens forbrug. Et andet problem er deres niveau af fattigdom og stigende sociale uligheder. Dette kunne påvirke socialistiske kræfter til at indføre nationale politikker, der omfatter offentlige infrastruktur projekter med begrænset privat inddragelse, mere tilgængelig uddannelse og sundhedsvæsen, og som dermed tilsidesætter frie initiativer, som de forstås i den vestlige verden. Disse politikker vil sandsynligvis føre til

forøget produktivitet og økonomisk vækst på længere sigt, men de giver ikke nødvendigvis gode aktieafkast i den umiddelbare fremtid.

Dertil kommer, at ustabiliteten på emerging markets vil afskrække mange konservative investorer. Sidst men ikke mindst, kan det vise sig, at investeringer i emerging markets kan blive vanskelige på grund af interne eller eksterne restriktioner, der er begrundet i et ønske om at beskytte sig mod virkningerne af de udviklede landes deflationspolitik. Det er en faktor som kan efterlade hovedparten af det globale aktiemarked med ret lave afkast i den nærmeste fremtid.

### Kendsgerningerne

Udsigten til et reelt aktieafkast på 3 procent svarer sandsynligvis ikke til de forventninger, som mange af vores læsere har. Men desværre tager de positive oplevelser som oftest overhånd både i den finansielle sektors kommunikation med kunder og i de finansielle medier og massemedier – til trods for at holdbarheden ikke altid holder ved et nærmere eftersyn. Tit oplever man, at sund fornuft og grundbegreber med langt perspektiv bliver efterladt på sidelinjen.

Hvis vi accepterer, at reelle afkast er sammensat af forrentning (udbytte for aktier), vækst og stigende eller faldende priser – altså om investorerne er villige til at betale mere eller mindre for indtjening – skal vores sunde fornuft fortælle os, at hvis forrentningen er relativt lav, bør fremtidige afkast også være relativt lave, fordi udgangspunktet er en relativt høj prisfastsættelse. Men i praksis ser vi ofte, at analytikere øger deres afkastprognoser trods nedadgående afkast og stigende prisfastsættelser. Det er naturligvis meget lettere at følge med strømmen, end selv at bruge sin sunde fornuft.

### Der er stadig rige muligheder

Det er altså mere og mere tydeligt, at vi ikke kommer til at opleve en gentagelse af det 20. århundredes ubekymrede amerikanske aktieinvesterings oplevelser på fremtidens globale markeder. Det lyder måske som en foruroligende

konklusion, men hos os i ValueInvest AM giver det ikke anledning til bekymring.

Inden for den globale pulje af aktier vil der fortsat være muligheder for attraktive køb, hvor prisen på aktien ikke afspejler indtjeningspotentialt. Vi forventer derfor at fremtiden vil byde på mange interessante muligheder for at købe kvalitetsaktier på baggrund af vores investeringsproces, der lægger vægt på sikkerhedsmargin og vurderer virksomheder baseret på den nærmeste fremtid uden gætværk ud i den fjerne tidshorisont. Desuden lægger vi vægt på, at virksomhederne skal have lav gæld.

Hvis det aktuelle renteniveau er en indikation på fremtidens reelle afkast – og det synes erfaringerne at antyde – er vi godt positioneret til at drage eventuelle fordele af den høje indtjening og afkast, som vores porteføljer tilbyder baseret på konservative vækstantagelser. Det er i disse tider, hvor investorerne ikke længere kan stole på, at tidevandet løfter alle både, at værdien af disciplineret aktiv investering kommer til sin ret.

Sidst skal nævnes, at vi i denne artikel har fokuseret på realafkast men også at vi ikke helt skal udelade inflation som faktor. Inflationen er - trods alt - højst sandsynligt et biprodukt i centralbankernes politik – hvis det ikke allerede er et decideret mål. Alt efter hvilke retning den globale økonomi tager, har inflation potentiale til at blive én af de vigtigste komponenter i det nominelle aktieafkast, hvilket giver en ny dimension til investeringsprocessen. ■

## Referencer

»Rethinking the Equity Risk Premium« 2011. The Research Foundation of CFA Institute. Edited by P. Brett Hammond, Jr., Martin L. Leibowitz, and Laurence B. Siegel.

Artiklerne af Arnott og af Dimson refereret til i denne tekst er inkluderet, blandt andre, i ovennævnte samling perspektiver af ARP.