



THE LONG VIEW

2. SEPTEMBER 2010

“Flertallet har altid uret”

AF ERIK MØLLER



En gammel børsflokel siger: “Markedet har altid ret” – og akademikerer siger: “Al kendt information ligger i prisen i markedet”. Belært af de seneste ti års erfaring kan man stille et stort spørgsmålstegn ved værdien af de to udsagn.

Vi må i disse uger om og om igen høre, at udlægningen af kursbevægelserne på aktie- og obligationsmarkedet er udtryk for en kraftigt stigende sandsynlighed for et double-dip (negative vækstrater igen i 2011) og deraf faldende aktiekurser (S&P 500-indeks), som i USA nu er nede på niveauet fra 1/3 1998.

Indtjening fordoblet – aktiekurser uændret

Set samlet var indtjeningen af alle S&P 500-aktier i 1998 på 43 dollar pr. aktie. I dag er indtjeningen nået op på 82 dollar pr. aktie. Med andre ord er indtjeningen pr. aktie i amerikanske selskaber næsten det dobbelte af indtjeningen i 1998, men kursen er uændret. Hvis nogen vil kalde det en aktiefest, eller kalde det for overvurderede aktier, kræver det nogle specielle briller.

Læser vi obligationsmarkedet helt naivt, er sandsynligheden for nul-inflation eller endog deflation (negativ inflation) dominerende, og derfor vil obligationsinvestorerne acceptere et maksimalt afkast før skat og inflation på 2,1% i p.a. rente (tysk 10 årsrente).

Ekstrem risikoaversion, “tvangskøb” og støtteopkøb styrer obligationsmarkedet

Men en stor del af efterspørgslen efter obligationer, er styret af pensionskasserne tvangskøb. Jo lavere renten bliver, jo flere obligationer er pensionskasserne tvunget til at købe. Ikke fordi de synes, det er en god investering, men fordi de skal overholde en række investeringsrammer for både risiko og varighed. Hertil kommer, at mange pensionskasser pga. øgede egenkapitalkrav ved investering i aktier har stærkt forringede muligheder for at købe flere aktier.

Det har altid været sådan, at nationalbankerne styrede den korte rente, mens markedet primært styrede den lange rente. Men den arbejdsfordeling er sat delvis ud kraft, efter USA's nationalbank har støtteopkøbt for 2000 mia. kr. obligationer i markedet, hvilket har betydet, at renten på byggeobligationer nu kunstigt er bragt ned på det laveste niveau nogensinde i USA.



“Flertallet har altid uret”

Bismarck, tysk rigskansler, 1815-1898

Hertil kommer, at markedsbevægelserne siden krakket i 2008 har været styret af en investorfugt af private investorer fra alt, der ligner risiko. Mest markant er det set i USA, hvor de amerikanske aktieinvesteringsforeninger i 2009 er blevet drænet for mere end 400 mia. kr. I første halvår af 2010 er der yderligere indløst for 300 mia. kr. Til gengæld har de private investorer købt obligationsinvesteringsforeninger for næsten 900 mia. kr. i samme periode. Globalt er der investeret mere end 3.000 mia. kr. i obligationsfonde i 2009/2010 – primært på bekostning af aktieinvesteringer.

Markedet har altid ret – eller har det?

En gammel børsfloskel siger: "Markedet har altid ret" – og akademikerne siger: "Al kendt information ligger i prisen i markedet". Men belært af de seneste ti års erfaringer kan man stille et stort spørgsmålstejn ved værdien af de to udsagn. Man kan ikke fortænke investorerne i at komme til det ræsonnement, at aktier er usikre efter tech-boblen sprang i 2001 og igen da Lehman gik konkurs i 2008. Når obligationer samtidig har givet et bedre afkast end aktier de seneste 30 år – så må obligationer da være en bedre investering end aktier, hvilket er en absolut fejlslutning, som ikke kan lade sig gøre fra det nuværende renteniveau.

Konklusionen for mange private investorer – både i USA og Europa – er derfor blevet, at man for alt i verden vil sikre, at ens formue forbliver intakt, og derfor er mindre interesseret i, at formuen vokser. Det må antages at være den konklusion, der har båret den største omvæltning i årtier i investorenes valg mellem aktier og obligationer. Bevægelser i denne størrelsesorden har haft afgørende indflydelse på prissætningen på både aktier og obligationer i 2010.

Markederne er ikke mere rationelle end deltageres psyke

Både i medierne og blandt mange markedscommentatorer udlægges markedsbevægelserne, som om de samlet udgør en velovervejet vurdering af, hvad risiciene er for nulvækst/negativ vækst og inflation/deflation. Men det er ikke specielt rationel adfærd, vi ser på de to markeder.

Aktier handles til en P/E (pris ift. indtjening) for 2010-resultater på 12 i USA og 10 i Europa. Obligationer handles til en P/E på 45 (100%/2,25%). Forskellen i P/E niveau på de to markeder er ikke set større de seneste 50 år, hvilket er udtryk for - dels en meget stor uvilje til at påtage sig risiko, dels at der fra den institutionelle del af markedet og flere nationalbanker foregår opkøb af obligationer, der ikke er styret af valuering, men nærmere en bunden opgave.

Konklusion: Enhver form for investering er en balance mellem risiko og afkast. Jeg læser markedet sådan, at de private investorer i øjeblikket vægter risiko 90% og afkast kun 10%. Det er ikke et specielt rationelt syn på investering, og derfor bliver fortolkningen af markedsudviklingen - specielt i 2010 ikke udtryk for en samlet velovervejet vurdering – men mere et billede af investorenes psykiske tilstand efter meget barske oplevelser på aktiemarkederne. Og måske en tiltro til, at obligationer igen kan slå aktier. Det sidste er matematisk umuligt på bare lidt længere sigt.

Så selvom det ikke er helt politisk korrekt, er jeg overbevist om, at Bismarck denne gang får ret: "Flertallet har altid uret".

Når obligationer samtidig har givet et bedre afkast end aktier de seneste 30 år – så må obligationer da være en bedre investering end aktier, hvilket er en absolut fejlslutning.

Konklusionen for mange private investorer – både i USA og Europa – er derfor blevet, at man for alt i verden vil sikre, at ens formue forbliver intakt

Jeg læser markedet sådan, at de private investorer i øjeblikket vægter risiko 90% og afkast kun 10%. .