

En ny början

Kryptovalutor, ny het teknik, klimatsmarta idéer, bolag i eller nära konkurs, köpoptioner, ja allting som är spekulativt har egentligen varit på modet den sista tiden. Den gemensamma nämnaren för de investeringar som har gått bäst är att merparten av försäljning, kassaflöde, vinst eller utdelning förväntas komma någon gång långt fram i tiden. Jakten på nästa idé som ska dominera världsmarknaden är i full gång. För Saxxum Aktiv är den här typen av miljö den mest svårnavigerade. Hysterin kommer dock att mattas av även denna gång. Globala aktier kommer troligen att utvecklas på ett liknande sätt som under perioden mellan 1999 och 2003. Det är därmed av yttersta vikt att vara extra selektiv i sitt urval av aktier framöver.

Inledning

De senaste veckorna har flera rekord slagits i inflöden till aktiefonder. Pengarna strömmar in till nätmäklarna världen över och många kunder är nya på finansmarknaden. Snittkunden hos den populära nätmäklaren Robinhood i USA har endast några tusen dollar i besparingar. Några av de vanligaste frågorna som ställs i appen är "vad är aktiemarknaden?" och "vad är S&P 500?"¹. Samtidigt är belåningen på aktiedepåer den högsta någonsin. Handeln i köpoptioner på enskilda aktier har fullständigt exploderat till nya rekord under de senaste månaderna. Antalet transaktioner i frimärksaktier på New York-börsen är upp över 2 000 procent jämfört med för ett år sedan enligt New York Times. I Sverige rapporterade Nordnet och Avanza fantastiska resultat för fjärde kvartalet i fjol och allt pekar på att rapporterna för första kvartalet i år kommer att bli episka.

Varifrån kommer avkastningen?

Det är lätt att ryckas med i det positiva sentimentet. Pandemin är snart över, konjunkturen pekar upp, penning- och finanspolitiken är expansiv och avkastningen på risktillgångar har varit fantastisk under det senaste året. Få saker ökar tron på hög framtida avkastning lika mycket som hög historisk avkastning. Problemet är att avkastningen på aktiemarknaden inte är helt lämnad åt slumpen. Många verkar tro att en värld utan lågkonjunktur skulle innebära att aktier alltid stiger med över 20 procent om året. Det är därför värt att påminna sig om varför investerare belönas på aktiemarknaden över tid.

Det vanligaste sättet att se på det är att den högre risken som är förknippad med aktier medför en riskpremie utöver den riskfria räntan. Så har också varit fallet. Sedan 1900 har globala aktier avkastat 3,1 procent mer än långa statsobligationer och 4,4 procent mer än statsskuldväxlar årligen (mätt i dollar).²

Mer intressant är ändå var avkastningen kommer ifrån. På väldigt lång sikt handlar det om två källor: utdelningar från bolagen (eller kassaflöde för den som vill vara modern) och tillväxt i takt med att ekonomin växer. Utdelningar på 3 till 4 procent och en nominell tillväxt på 4 till 6 procent ger en årlig totalavkastning på

mellan 7 och 10 procent. Det skiljer sig lite mellan olika länders aktiemarknader, men de flesta ligger i det spannet. I det kortare perspektivet är avkastning betydligt instabilare på grund av att vinstmarginalerna fluktuerar och värderingen likaså. De bästa förutsättningarna för aktiemarknaden har historiskt sett varit när vinstmarginalerna är nedpressade och värderingen är låg, som exempelvis i början på åttio- och nittiotalen eller 2009. De sämsta förutsättningar är när förhållandet är det motsatta, nämligen att vinstmarginalerna är höga och värderingen dessutom är hög, vilket har varit fallet under senare år.

Utöver direktavkastning och tillväxt, måste den som vill förutspå avkastningen på aktier över en tidsperiod därför bilda sig en uppfattning om dels hur vinstmarginalerna kommer att utveckla sig, dels hur högt vinsterna kommer att värderas vid periodens slut. Alternativt använda sig av ett värderingsmått där dessa två kombineras såsom börsvärde/försäljning (Price to Sales, eller bara P/S). Matematiskt är börsvärde/försäljning produkten av det klassiska P/E-talet (börsvärde/vinst) och vinstmarginalen:

$$\frac{\text{Börsvärde}}{\text{Vinst}} * \frac{\text{Vinst}}{\text{Försäljning}} = \frac{\text{Börsvärde}}{\text{Försäljning}}$$

Historiskt sett har också börsvärde/försäljning varit bättre på att förklara avkastningen på aktier än P/E-talet, just på grund av att kortsiktiga fluktuationer i vinstmarginalen inte antas vara konstanta.³

I diagram 1, 2 och 3 som följer åskådliggörs sambandet mellan den årliga avkastningen på globala aktier för olika tidsperioder på y-axeln och kvoten av börsvärde och försäljning vid periodens start på x-axeln. Eftersom Saxxum Aktiv har ett globalt mandat har analysen gjorts på MSCI World, men det går bra med vilket brett index som helst. Ju längre historik desto bättre generellt sett. Sambandet är som väntat negativt och förklaringsvärdet som högst på tidsperioder på drygt tio år. Ju högre värdering vid periodens start, desto lägre blev den årliga avkastningen kommande tioårsperiod. Nuvarande nivå på börsvärde/försäljning är den högsta någonsin och skulle innebära en rekordlåg avkastning på

¹ Katie Martin & Robin Wigglesworth, "Rise of the retail army: the amateur traders transforming markets", Financial Times, 9:e mars 2021.

² Elroy Dimson, Paul Marsh & Mike Staunton, "Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2021".

³ En regressionsanalys där avkastning är den beroende variabeln, P/E-tal och vinstmarginal är de oberoende variabelna, bekräftar att dessa två x-variabler har varit ungefär lika viktiga för att förklara avkastningen.

minus ca 3 procent årligen för globala aktier (i dollar) om relationen förblir intakt.

Historiskt samband mellan avkastning på globala aktier och börsvärde/försäljning vid periodens start

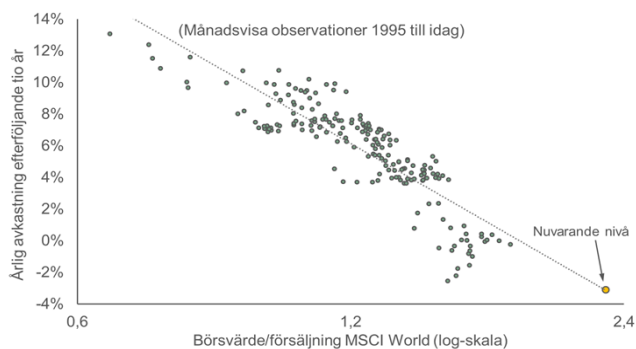


Diagram 1 Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

Kan den framtida avkastningen istället bli, säg, 5 procentenheter högre? Absolut. Det är också ungefär den nivå som "förutspås" senare i den här rapporten. En sån siffra skulle inte heller vara ett ytterlighetsvärde i diagram 1. Däremot skulle 10 procentenheters högre avkastning nog anses vara en anomali. Och gissningsvis skulle inte ens en avkastning på 7 procent årligen vara hög nog för att tillfredsställa dagens högt ställda förväntningar.

Tio år är emellert en för lång period för många att förhålla sig till. I diagram 2 har investeringshorisonten halverats till fem år, vilket innebär att de senaste datapunkterna är för femåriga investeringsperioder med start i början av 2016. Dessa utfall ligger i det övre spannet av vad som bör ha varit förväntat för fem år sen och är utmärkta i diagrammet. Relationen är fortfarande intakt, men betydligt svagare än i tioårsdiagrammet. Nuvarande värdering är förenlig med en årlig avkastning på minus 10 procent. Skulle avkastningen kunna bli plus 5 procent? Ja, det är inte omöjligt. Däremot vore plus 10 procent eller högre ganska osannolika utfall.

Historiskt samband mellan avkastning på globala aktier och börsvärde/försäljning vid periodens start

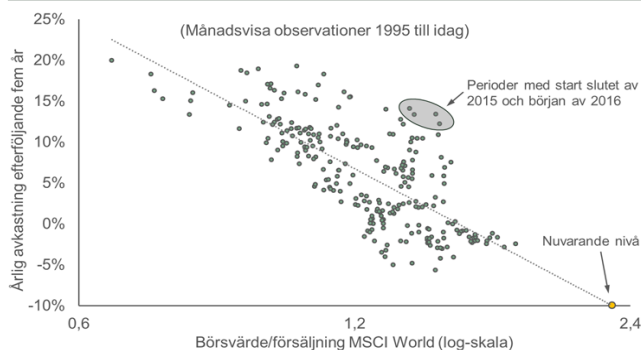


Diagram 2 Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

I diagram 3 är investeringsperioden förkortad ytterligare till endast tre år. Även i detta diagram är de senaste avslutade investeringsperioderna markerade. Det finns ett samband på tre år men det är ganska svagt. Det är mest brus. Den förväntade avkastningen är nu lägre än minus 12 procent årligen. Men den skulle också kunna bli plus 10 procent om det vill sig. Kan den bli plus 20 procent? Kanske. Avkastningen på tre år styrs mest av känslor och sentiment, och dessa kan skifta snabbt. Den här förvaltaren är inte bekväm med att förutspå aktieavkastning baserat på värdering över en så kort tidsperiod.

Historiskt samband mellan avkastning på globala aktier och börsvärde/försäljning vid periodens start

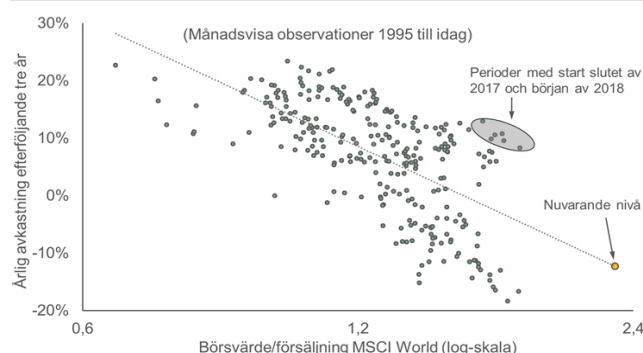


Diagram 3 Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

De senaste avslutade investeringsperioderna i diagram 2 och 3 ligger alla mer eller mindre högst ifrån den streckade regressionslinjen. Det är lätt att nu anta att det är det här som är det nya normala. Gör inte det.⁴ Däremot innebär det inte heller att investerare måste undvika aktiemarknaden helt och hållet. Det finns hopp!

Alla aktier är jämlika, men vissa är mer jämlika än andra

Tankesättet i föregående stycke fungerar på breda index, men är mindre lämpligt på enskilda aktier. Ett enskilt bolag kan gå till noll eller växa och bli dominerande. Problemet nu är att allt för många aktier handlas på nivåer som antyder att bolaget ska bli nästa Amazon eller Alphabet (Google). I själva verket kommer endast ett fåtal att göra den resan. Och ju mindre bolagen är, desto lägre andel av bolagen kommer att lyckas⁵. Tillväxtförväntningarna på de stora teknologibolagen är nu så höga att de skulle dominera hela ekonomin i framtiden om de infrias.

I resten av rapporten diskuteras värdeaktier och tillväxtaktier utförligt. Det är därför lämpligt att definiera dessa två aktietyper.

Tillväxtaktier: Aktier med högst tillväxt under senare år samt högst förväntningar på tillväxt kommande år. De här aktierna är också oftast bland de dyraste och utdelningen är låg. Bolagen är populära och figurerar flitigt i media.

⁴ Det finns till och med indikationer på att feltermen i den här typen av regressioner är negativt korrelerad med y-variabeln. D.v.s. att perioder med bättre än förväntad avkastning följs av perioder med sämre än förväntad avkastning.

⁵ Över hälften av alla aktier som någonsin har handlats på den amerikanska börsen sedan 1926 har gett negativ avkastning enligt Hendrik Bessembinder, professor på Arizona State University. En mindre andel väldigt framgångsrika bolag har skapat all avkastning på den amerikanska börsen historiskt.

Värdeaktier: Aktier med lägst värdering baserat på flera olika värderingsmått. De här aktierna har också sämre tillväxt än index men högre direktavkastning. Det brukar sägas att de är billiga av en anledning. Trots detta har dessa aktier gett en högre avkastning än både tillväxtaktier och marknaden som helhet historiskt.

Tillväxtaktier värderas alltid högre än värdeaktier. Frågan är hur mycket högre de ska värderas? I diagram 4 illustreras värderingskillnaden mellan tillväxtaktier och värdeaktier baserat på ett P/E-tal på förväntad vinst i grönt och börsvärde/försäljning i grått. Låt oss ta P/E-talet som exempel. På toppen av IT-bubblan var värderingsgapet 22 (P/E 32 vs 10). Sen sjönk värderingsdifferensen till 5 efter en sjuårsperiod där värdeaktier avkastade drygt 240 procent mer än tillväxtaktier. I augusti nådde värderingsgapet ett nytt rekord på 25 (P/E 36 vs 11) efter fjorton år och drygt 100 procent sämre avkastning för värdeaktier. Det var dock under de sista två åren som nästan hela underprestationen och uppgången i värderingskillnad uppstod.

Skillnaden i värdering mellan globala tillväxtaktier och värdeaktier är rekordstor oavsett hur man mäter

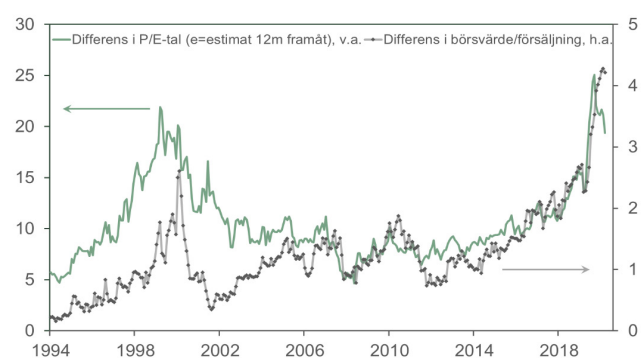


Diagram 4 Källa: SG Cross Asset Research & Aktie-Ansvar

När någonting inte har levt upp till förväntningarna under lång tid börjar det pratas om ett strukturellt skifte. Olika anledningar läggs fram till varför saker och ting är annorlunda den här gången. Klassiska argument till varför värdeaktier kommer att fortsätta gå dåligt är exempelvis framväxten av teknologisektorn, stark utveckling för den amerikanska börsen, ändrade redovisningsregler, fel värderingsmått, för låg tillväxt i ekonomin, för låg tillväxt för bolagen, för låg ränta, för låg inflation, med mera. Fast den som tar sig tid och går till botten med alla dessa argument kommer till slut fram till att ingenting stöds av data. Det är mest sagoberättelser.

Värderingsgapet är ungefär lika stort oavsett vilket värderingsmått som används. Det är ungefär lika stort i alla regioner, i mogna såväl som i tillväxtmarknader, och inom olika storlekssegment på aktier. Gapet består även om justering görs för sektorkomposition. Det består även om justering görs för immateriella tillgångar eller om de stora teknologibolagen exkluderas. Värderingsgapet kan inte heller förklaras av tillväxtskillnader – värdeaktiernas relativa tillväxttakt har inte varit märkbart sämre de senaste fjorton åren⁶. Nollränta, deflation och låg tillväxt hindrade inte värdeaktier från att prestera starkt i Japan under förra cykeln. Och Fed sänkte faktiskt räntan med hela 5,5 procentenheter mellan 2000 och 2003 när värdeaktier gick starkt och värderingen på tillväxtaktier bara gick ned. Sedan årsskiftet har dock någonting förändrats. Värdeaktier har presterat klart bättre än tillväxtaktier hittills i år och värderingsdifferensen i diagram 4 har börjat falla. En annan indikation på att rotationen från tillväxt- till värdeaktier är i full gång är att korrelationen mellan dessa två grupper av aktier fullständigt har kollapsat under de senaste månaderna. Den rullande 90-dagars korrelationen i prisutvecklingen mellan tillväxtaktier och värdeaktier i MSCI World belyses i diagram 5.

Rullande 90-dagars korrelation i avkastning mellan globala tillväxt- och värdeaktier

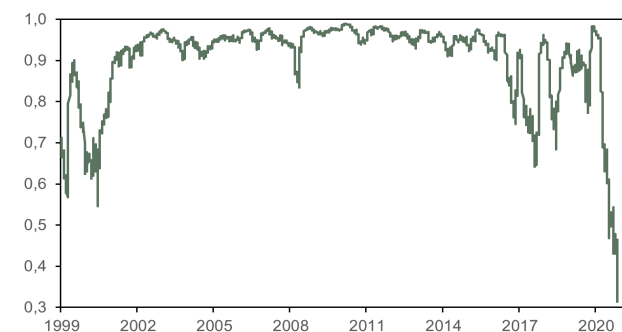


Diagram 5 Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

Det krävs faktiskt inte ens att värderingsdifferensen minskar för att värdeaktier ska prestera bättre än tillväxtaktier. Endast att gapet inte ökar i någon större utsträckning. Varför då? Jo, en strategi som hela tiden byter till de billigaste aktierna kommer ha väldigt positiva ombalanseringseffekter⁷. Så fort en aktie omvärderas av marknaden så byts den ut till en billigare aktie. Värdeaktierna är ju redan de allra billigaste så de säljs endast om de blir dyrare. I en strategi som däremot hela tiden köper de dyraste tillväxtaktierna blir effekten den motsatta. Aktierna som grupp växer snabbt,

⁶ Se exempelvis GMOs kvartalsbrev från i höstas för en mer detaljerad genomgång. [3Q 2020 GMO Quarterly Letter](#)

⁷ Vissa kallar det migrering, andra kallar det värderingseffekt. Problemet med den sistnämnda är att den kan blandas ihop med fenomenet att värdeaktier som grupp värderas om, vilket inte är samma sak.

men några aktier lever inte upp till förväntningarna och omvärderas av marknaden. Strategin säljer då den aktie som har blivit billigare och köper en ny dyrare aktie. Ombalanseringseffekten är en strukturell komponent. Den kan vara större eller mindre beroende på period, men den består.

Utsikter

I diagram 6 åskådliggörs tioåriga prognoser på årlig avkastning för olika typer av aktier per den sista februari. Alla siffror är baserade på estimat på utdelningar, tillväxt, värderingsförändring, kronförändring och i vissa fall ombalanseringseffekter i linje med föregående stycke. Prognoserna är ungefärliga. Det finns ingen anledning att fokusera på decimalerna. Globala aktier förväntas avkasta 1,5 procent om året i kronor, eller knappt 2 procent i dollar. Om den siffran känns låg, kom ihåg att relationen i diagram 1 förutspådde 5 procentenheter lägre avkastning. Detta innebär att prognosen i diagram 6 implicit antar högre tillväxt, högre värdering eller högre vinstmarginaler än historiskt. Det känns rimligt. Det som däremot känns orimligt vore att anta att marginalerna ska vara på toppnivåer, vinsterna ska värderas på toppnivåer och tillväxten ska bli högre än under de senaste tio åren på en och samma gång, vilket är ungefär det som krävs för att avkastningen ska ligga i linjen med det historiska snittet.

Tioåriga prognoser olika aktiemarknader (nominellt i kronor)

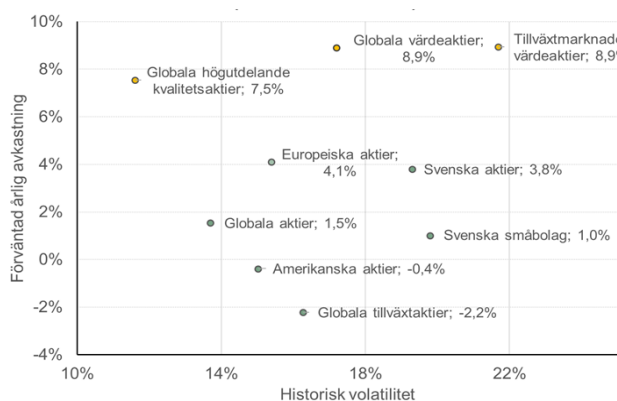


Diagram 6 Källa: SG Cross Asset Research, Research Affiliates, Bloomberg & Aktie-Ansvar

Högst upp i diagrammet ligger Saxxum Aktivs tre befintliga aktieinnehav. Dessa är orangemarkerade. Hade de inte legat högst upp så hade fonden troligtvis inte ägt dem⁸. Sett ur ett riskjusterat perspektiv är högutdelande kvalitetsaktier mest attraktiva. Med

tanke på hur stabila dessa bolag är så känns även prognosen rätt säker. Och kanske till och med lite för låg. De här aktierna förtjänar en längre genomgång vid något tillfälle, men just nu blir den här rapporten lång nog som den är. Istället läggs fokus igen på tillväxt- och värdeaktierna. Globala värdeaktier förväntas nämligen avkasta ca 11 procent mer årligen de kommande tio åren. Hur kan det bli så mycket?

I diagram 7 presenteras den relativa prognosen för värdeaktier jämfört med tillväxtaktier uppdelat på komponenter. Strukturella komponenter är de som alltid påverkar den relativa avkastningen i samma riktning. Utdelningarna är alltid högre för värdeaktier och tillväxten är alltid högre för tillväxtaktier exempelvis. Det går också att utläsa att ombalanseringseffekten är väldigt stor. Den har varit lite lägre under senare år, men siffran nedan är baserat på ett historiskt genomsnitt. Om alla gröna staplar summeras blir totalen positiv. Det är det som menas med att värdeaktier strukturellt överavkastar. En nedgång i den relativa värderingen i diagram 4 måste inte ske med andra ord. Skulle däremot den relativa värderingen normaliseras så adderas den grå stapeln och den relativa avkastningen blir något i stil med den orangea stapeln.

Prognos avkastningsbidrag för värdeaktiers relativa utveckling mot tillväxtaktier kommande 10 år

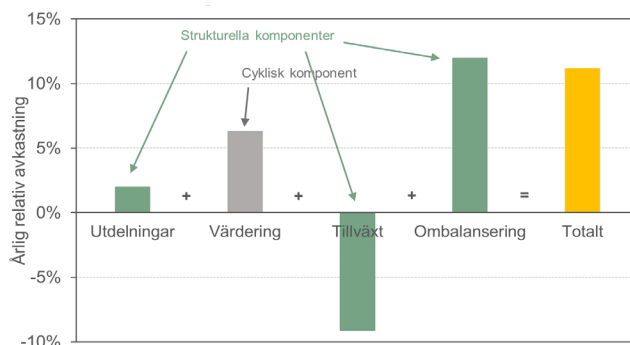


Diagram 7 Källa: SG Cross Asset Research, Research Affiliates & Aktie-Ansvar

Värderingskomponenten är cyklisk – ibland positiv och ibland negativ med andra ord. Anledningen till att den grå stapeln är så positiv nu är ju på grund av att den har gett ett kraftigt negativt bidrag under perioden fram till idag. Det är även värt att poängtera att i princip hela det relativa avkastningsbidraget på drygt 6 procentenheter från värdering förväntas komma av att tillväxtaktier som grupp värderas ned, inte av att värdeaktier värderas upp. Värdeaktier är rimligt värderade idag, och undantaget precis före finanskrisen, så blir de sällan heller så högt värderade.

⁸ Det är inte riktigt så enkelt. Vissa prognoser är mer tillförlitliga än andra och risken måste tas hänsyn till. Hade fonden bara agerat på vilka tillgångar som förväntas ge högst avkastning så hade portföljen mest innehållit turkiska och ryska aktier.

1999-2003 playbook

Givet likheterna med IT-bubblan för tjugo år sedan kan det vara intressant att titta på hur utvecklingen för olika aktier såg ut under perioden efter toppen 2000. Framtiden kommer aldrig se ut exakt som historien, men kanske delvis. Situationen för svenska aktier är exempelvis något annorlunda den här gången. Det finns inget Ericsson som har dragit upp den svenska börsen till samma astronomiska värdering som 2000.

I diagram 8 konkretiseras utvecklingen för Saxxum Aktivs nuvarande innehav tillsammans med MSCI World och Nasdaq under perioden 1999 till 2003. Diagrammet startar den sista september 1999 så att den paraboliska uppgången på Nasdaq de sista sex månaderna inkluderas. Samtliga index inkluderar utdelningar och utvecklingen är omräknad till svenska kronor. Nasdaq 100 föll 82 procent från toppen 2000 till botten 2002. För de som tror att nuvarande eufori kan hålla på ett tag till är det värt att poängtera att nedgången från september 1999 (alltså före den sista 83-procentiga uppgången) till botten 2002 fortfarande var 64 procent. När värderingen väl blir extrem så ligger dålig framtida avkastning i korten, även om värderingen hinner bli än mer extrem innan det kollapsar. Det här känns relevant att lyfta fram i skrivande stund på grund av att P/E-talet på just Nasdaq ännu inte har nått samma nivåer som 2000, men Nasdaq är samtidigt en mognare marknad nu jämfört med då.

Utveckling i SEK för olika typer av aktier 1999 till 2003

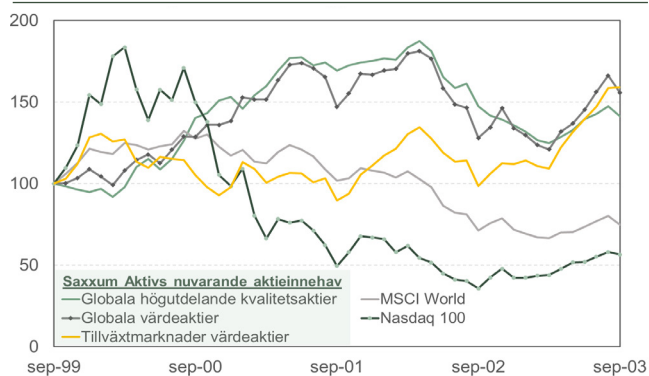


Diagram 8

Källa: SG Cross Asset Research, Research Affiliates, Bloomberg & Aktie-Ansvar

Fondens innehav klarade perioden väl och steg med runt 50 procent över fyra år. Den svaga relativa avkastningen jämfört med exempelvis Nasdaq 1999 tog något drygt år att hämta igen. Och sen bara fortsatte det. Däremot genomgick alla tuffa perioder där de sjönk med 25 till 30 procent. Den typen av volatilitet är också

rimligt att räkna med den här gången. Det kommer att skapa ypperliga tillfällen att öka aktieexponeringen i fonden.

Avslutande reflektioner

Sentimentet nu är extremt. Globala aktier är mer eller mindre rekordhögt värderade och den framtida avkastningen kommer att bli klart lägre än vad många förväntar sig. För den som inte vill kortsiktigt spekulera, finns det ingen anledning att vara överviktad aktier på nuvarande nivåer. Värdeaktier utmärker sig som en oas i öknen genom att erbjuda investerare en möjlighet till rimlig avkastning på aktier.

Saxxum Aktiv köpte ungefär en tredjedel av sina värdeaktier i slutet av december 2018, efter nedgången. Resten plockades upp i mars förra året på väldigt attraktiva nivåer. Relativt tillväxtaktier eller MSCI World har fonden inte fått betalt för den allokeringen än. Det är först under den senaste månaden som den har börjat bära frukt. Värdeaktier är upp 10 procent hittills i mars medan tillväxtaktier är oförändrade. Det här är bara början.



PEDER DU RIETZ, CFA

Peder Du Rietz har en bakgrund som handlare i statsobligationer hos Goldenberg, Hehmeyer & CO i London samt som makrostrateg hos Garantum Fondkommission. Sommaren 2015 tog Peder över ansvaret som förvaltare av *Aktie-Ansvar Saxxum Aktiv*.

Vill du fördjupa dig ännu mer i Peders syn på marknaden?

Det gör du enklast via hans månadsrapporter, strategirapporter samt via Aktie-Ansvars nyhetsbrev. Du kan även följa Peder via Twitter.

[Peder Du Rietz på Twitter](#) >

[Senaste månadsrapporterna](#) >

[Senaste strategirapporterna](#) >