



## Markedskommentar

JT, 28. oktober 2008

### Aktieandel på 20 – 30 procent er nu passende

#### Usikkerheden

Andy Warhol forudså, at alle ville blive verdensberømte i 15 minutter.

I øjeblikket er det VIX-indekset. Indekset måler den implicite volatilitet på aktieoptioner, og de sidste par uger har værdien flere gange svaret til, at aktier med 50 procents sandsynlighed ville bevæge sig mere end 20 procent på 6 uger.

Den store usikkerhed knytter sig blandt andet til recessionens anatomi. Seks lande har nu bedt IMF om hjælp, der er fortsat usikkerhed om den finansielle sektors styrke, et ukendt volumen af spekulative forretninger skal afvikles, og betydningen af de vestlige forbrugeres gældsætning er uklar.

Da der ikke bliver færre aktiver, blot fordi usikkerheden stiger, vil rationelle investorer kræve et højere forventet afkast for at holde deres aktiver, og samtidig falder virksomhedernes indtjening. Flere aktivtyper er ramt hårdt, da mange investorer har deltaget i et omfang, de ikke har været sig bevidst.

Soros skrev i sin bog om den nuværende krise (p. 116): "With the spreading of risks, more risk could be taken. Unfortunately, the risks were spread from those who were supposed to know them to others who were less familiar with them".

#### Hvor store ulykker er indregnet?

Som en illustration af de forventninger, de nuværende aktiekurser afspejler, har vi i vedhæftede graf afbilledet indtjeningen i amerikanske virksomheder (den blå kurve) sammen med den "implicitte" fremtidige indtjening (den røde kurve), beregnet som den 10-årige rente gange aktiernes markedsværdi.

Begge kurver er justeret med udviklingen i BNP i løbende priser. Hvis man ser bort fra en eventuel risikopræmie på aktier (hvilket vi mener, man bør gøre på lang sigt), vil de to kurver i ligevægt derfor befinde sig på et fælles konstant niveau.

Som det fremgår, er vi for tiden ikke i ligevægt. Forventningerne synes nu at være, at virksomhedernes indtjening falder til et niveau (32), der er lavere, end indtjeningen har været i noget enkelt år de sidste 50 år, og som er under det halve af gennemsnittet i perioden (70).

Kun i 2000 har man de sidste 50 år haft et tilsvarende stort udsving. Fra toppen faldt S&P 500 dengang 50 procent de følgende 19 måneder.

#### Konklusionen

Vi tror ikke, at vi i den vestlige verden vender tilbage til de vækstrater, vi har haft de sidste 50 år, og der vil stadig komme overraskelser, men vi forventer ikke, det kommer til at gå så galt som det, der nu er inddiskonteret i aktiepriserne.

Warren Buffet skrev den 17. oktober i New York Times, at han købte aktier, og tilføjede: "Today people who hold cash equivalents feel comfortable. They shouldn't. They have opted for a terrible long term asset, one that pays virtually nothing and is certain to depreciate in value".

Lidt kontanter giver fortsat mening, men en aktieandel på 20 – 30 procent virker passende efter kursfaldene den sidste måned.

## Udviklingen i faktisk og "implicit" indtjening

