

Uppsala 5 december 2011

Till: Didner & Gerge Fonders Andelsägare

Några tankar om börsens långsiktiga avkastning

Då de senaste 10–12 åren inneburit stora såväl upp- som nedgångar på börsen, tänkte vi att det kunde vara intressant att resonera kring temat vad en andelsägare i aktiefonder kan förvänta sig på riktigt lång sikt. Vi ska också försöka sätta in dagens situation i ett historiskt sammanhang. Det är viktigt att betona att inget av det som sägs här ska ses som en prognos och tänk alltid på att historisk avkastning inte är någon garanti för framtida avkastning.

För att få perspektiv på börsen kan vi titta på hur utvecklingen har varit i USA på riktigt lång sikt. Siegel (1998) undersökte hur avkastningen varit för amerikanska aktier ända från 1808 fram till vår tid. Då han valde att dela in det statistiska materialet i längre tidsperioder överstigande 50 år visade det sig att avkastningen i genomsnitt kom nära 7 procent reallt om året och var förhållandevis och något förvånande någorlunda konstant över sådana långa tidsrymder.

Nu kanske en avkastning om 7 procent inte låter så mycket. Men i den takten fördubblas ett sparad kapital på 10 år, fyrfaldigas på 20 år och åttafaldigas på 30 år. Och detta är alltså reallt, dvs efter att hänsyn tagits till inflationen. En sådan utveckling över tiden är fantastiskt bra och naturligtvis något som bör attrahera långsiktigt sparande på börsen och i aktiefonder om utvecklingen upprepas.

Hur har då utvecklingen i Sverige varit från det att Didner & Gerge Aktiefond startades 1994 till slutet av november i år? Svaret är att SIX Return index har haft en genomsnittlig årlig real avkastning på ca 7,6 procent, det vill säga efter inflation men inklusive utdelningar. Intressant nog är det en siffra som ligger mycket nära vad som historiskt visat sig vara den långsiktiga börsavkastningen enligt ovan. (Didner & Gerge Aktiefond har under tidsperioden haft en årlig genomsnittlig avkastning på ytterligare ca 6 procent, dvs totalt ca 169 procent utöver börsens utveckling över perioden).

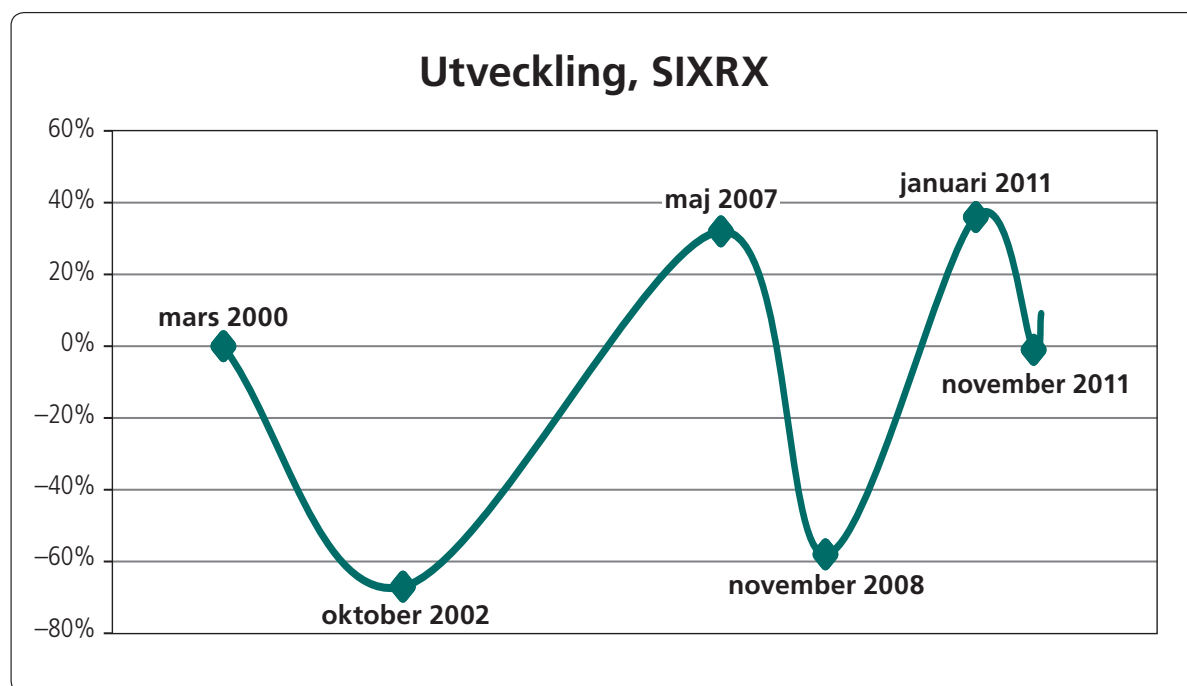
Är då allt frid och fröjd eller finns det möjligen någon liten hake med sparande på börsen? Det finns minst två förhållanden som tidvis gör livet besvärligt för aktiespararen. Det första är att börsen fluktuerar ganska mycket. Undersöker vi hur avkastningen, inklusive utdelningar, varierat under perioder av 5–10 år kan skillnaderna mellan olika perioder vara mycket stora.

Till exempel, om vi utgår från när Didner & Gerge Aktiefond startade i oktober 1994, så steg börsen fram till toppen under IT-bubblan i mars 2000 med ca 440 procent, dvs drygt 37 procent/år. Sedan den toppen i mars 2000 fram till slutet av november i år, dvs under en period om 11½ år, har utvecklingen däremot varit nära stillastående – knappt 0,6 procent/år. (Didner & Gerge Aktiefond har dock en genomsnittlig årlig avkastning på 5,8 procent under perioden.)

Om vi tittar närmare på perioden ovan så kan vi konstatera att variationen under de här 11½ åren varit stor. Från mars 2000 till oktober 2002 sjönk börsen med drygt 65 procent. Därefter steg börsen de följande 4½ åren med cirka 300 procent, dvs cirka 36 procent/år, för att sedan falla med drygt 55 procent fram till november 2008. Därefter steg börsen återigen med 129 procent fram till januari 2011 för sedan återigen falla med ca 25 procent till november 2011. När detta skrivs har Stockholmsbörsen de senaste veckorna återhämtat sig och stigit med ca 10 procent.

Den andra haken med sparande på börsen, som även framgår ovan, är att avkastningen under en ganska lång period kan vara mager – de senaste 11½ åren har alltså avkastningen varit låg även om den i och för sig har varit högre för sparare hos Didner & Gerge.

Schematiskt kan Stockholmsbörsens utveckling beskrivas enligt följande figur:



Hur ska vi då förstå detta? Har det hänt något fundamentalt med börsen? Kan vi förvänta oss ett lika svagt kommande årtionde? Som vi inledningsvis skrivit har börsen alltid fluktuerat mycket. Högst förmodligen har det inte hänt något som fullständigt ändrar börsens framtida mönster. Kanske har de senaste åren varit internationellt och finansiellt ovanligt händelserika – IT-bubbla, Kinas unikt hastiga ekonomiska utveckling och en råvaruboom. En globalisering och avreglering av finansmarknaderna samt eurons införande har bidragit till en i flera länder allvarlig bankkras, till och med i de finansiellt utvecklade länderna USA och England samt även i Tyskland som haft ett stort överskott i utrikeshandeln. Därutöver har flera länder till exempel Irland, Spanien och USA haft en fastighetsbubbla som spruckit. Ett långvarigt överdimensionerat byggande och en flerårig kraftig prisuppgång har där lett till ett betydande fall i fastighetspriserna.

Sammanfattningsvis kan konstateras att börser av historien att döma över långa tidsperioder avkastar mer än vad många föreställer sig men också att variationen enskilda år och över tiden

också är större än vad många föreställer sig. Man bör också ha klart för sig att det ena årtiondet inte är det andra likt. Inkluderar man 1930-talet, 1970-talet och de senaste 10–12 åren är det lätt att konstatera.

Vad har då vår nuvarande turbulenta tid på börsen lett fram till för värdering? Är det dags att ge upp sparande på börsen och öka sitt räntesparande eller är det möjligen dags för långsiktig optimism avseende börsens utveckling?

Ett sätt att se på börsvärdering är att titta på hela börsers så kallade P/E-tal. Shiller (2005) har undersökt hur P/E-talen utvecklats i USA sedan 1881. Börsens P/E-tal visar hela börsens värdering av den rådande vinstnivån i börsföretagen. Detta tal visar sig vara allt annat än stabilt. År 1921 var P/E-talet 24, år 1929 före den stora börskraschen var det höga 32, år 1996 var det 24 och år 2000 före IT-kraschen var P/E-talet 47. Vi hittar låga P/E-tal år 1920 då det var 5, år 1932 var det 6 och i början 1980-talet var P/E-talet ca 7. Det genomsnittliga P/E-talet i USA sedan år 1900 har varit ca 16.

Vi har inte kunnat finna någon riktigt pålitlig statistik för Sverige men det är rimlig att anta att ett långsiktigt P/E-tal är i storleksordningen 14–15. Värderingen över tiden är förmodligen lite lägre i Sverige än i USA då vi är ett litet och exportberoende land.

Låt oss se på hur det ser ut idag. Vid utgången av tredje kvartalet 2011 var det tolv månaders framåtblickande P/E-talet för de 30 största bolagen på Stockholmsbörsen 9,8. Samtidigt var den förväntade direktavkastningen, dvs förväntan om hur stora utdelningarna ska bli, 5,6 procent enligt nyhetsbyrån SIX. Dessa siffror visar att vinster värderas historiskt lågt och att direktavkastningen i form av förväntade utdelningar på Stockholmsbörsen är historiskt hög. En viss återhållande faktor är att vinstmarginalerna i många bolag är relativt höga efter flera års effektiviseringar där många företag lyckats med en god kostnadskontroll. Med redan höga vinstmarginaler kan det naturligtvis vara något svårare att uppnå en hög framtida vinsttillväxt.

Samtidigt med en historiskt låg värdering av börsföretag ger de placeringar som uppfattas som säkrare, till exempel ränte- och obligationsplaceringar, en historiskt mycket låg ränta.

Låt oss anta att vi vill spara på 10 års sikt och väljer mellan alternativet börsen och att köpa en 10-årig statsobligation i Sverige. Räntan på statsobligationen är lite knappt 1,8 procent om året jämfört med en förväntad direktavkastning på aktier på över 5 procent. Väljer man börsen finns också möjligheten till stigande direktavkastning över tiden om företagets vinstutveckling blir god samt möjlighet till kursuppgångar. Samtidigt som riskerna med sparande på börsen inte ska negligeras i enlighet med ovan förda resonemang ska heller inte riskerna med att spara med låga räntor underskattas. Här måste man fundera på sannolikheten att statsobligationen ovan erbjuder ett rimligt inflationsskydd.

Skillnaden mellan direktavkastningen på börsen och räntenivån är större än på länge. En liknande situation rådde i USA 1946 då P/E-talet på Dow Jones var 9,6, direktavkastningen var ca 5 procent och den långa statsobligationsräntan bottnade kring 2 procent. Skälet då till de låga räntorna var finansieringen av de statsfinansiella underskott som måste hanteras i efterdyningarna efter andra världskriget. Fyrtiotalet följdes av starka perioder under 50- och 60-talet för aktier. Inflationen steg över tiden och de långa amerikanska statsobligationerna som uppfattats som säkra uppvisade 34 år av negativ avkastning i takt med att inflation och räntenivå steg. Inte för att vi ska ta detta som en prognos men för att citera Mark Twain: "History doesn't repeat itself—at best it sometimes rhymes".

Idag förekommer teorier om att flera västländers överkonsumtion och statsfinansiella problem ska hämma utvecklingen länge och att det skulle leda till ett nytt normalläge för börsen med svagare utveckling än historiskt. Mot det bör man nog ställa det faktum att många miljarder människor i världen successivt får det allt bättre och att många av dessa kommer att vilja fortsätta att öka sin levnadsstandard.

Idag lever vi i en tid där ett förändrat sparande bara är några knapptryckningar bort. Det är inte säkert att det alltid gynnar ett långsiktigt sparande. Mycket mänskligt är att många oroar sig som mest för börsens utveckling när den långsiktiga potentialen börjar bli som störst. Vid en utbredd oro för framtiden har vanligtvis börsens värdering redan nått en historiskt låg värdering. Samtidigt talar historien om för oss att redan låga värderingar ibland blir ännu lägre innan det ser bättre ut.

De godaste råden vid aktiefondsparande tål att upprepas:

- Spara långsiktigt med medel du kan avvara under lång tid. Med lång tid menas en sparhorisont överstigande 5 år.
- När du köper och säljer, gör det successivt i omgångar. Det går normalt inte att pricka kortsiktigt rätt.
- Bygg upp ett regelbundet sparande och spara mer om du har möjlighet särskilt om det blir flera års svag utveckling.

Om den långsiktiga historien om börsföretagandets villkor och möjligheter visar oss något om framtiden kommer trygga, tappra och långsiktiga sparare fortsätta att bli rikligt belönade.

God Jul önskar



Henrik Didner



Adam Gerge

Referenser:

Aktiespararnas hemsida aktiespararna.se
Didner & Gerge Fonder Årsrapporter
Rotchild, John, *The Davies Dynasty*, 2005,
Rullande P/E SIX 30, *Nyhetsbyrån SIX*
Statistiska Centralbyråns hemsida scb.se
Shiller, Robert J. *Irrational Exuberance*, 2nd ed. 2005
Siegel, Jeremy J. *Stocks for the Long Run*, 2nd ed. 1998

Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. De pengar som placeras i fonderna kan både öka och minska i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det insatta kapitalet.