

DEN AMERIKANSKA AKTIEMARKNADEN

Diagram R9. Faktiska P/E-tal S&P 500 index i reala termer. 1881- juli 2002.



Källa: John Y. Cambell och Robert J. Shiller. ⁵

Utvecklingen på aktiemarknaden spelar en viktig roll för återhämtningen i den amerikanska ekonomin eftersom den påverkar hushållen och företagen. I denna fördjupning görs en historisk tillbakablick på den amerikanska börsen. Vidare diskuteras utvecklingen av några av aktieprisernas fundamentala bestämningsfaktorer.

Börsen har genomgått en anpassning mot en historiskt sett rimligare värdering.

Det fundamentala värdet på en aktie eller ett aktieindex bestäms av de förväntade reala vinsterna diskonterade med ett avkastningskrav som bestäms av den riskfria realräntan och en riskpremie. Högre framtida reala vinster eller lägre avkastningskrav motiverar ett högre realt aktiepris.

Ett vedertaget sätt att bilda sig en uppfattning om värdering av en aktie eller ett aktieindex är att relatera aktiepriset/indexet till vinsten, det s.k. P/E-talet. Utgångspunkten för detta värderingsmått är att det på lång sikt är rimligt att anta att aktiepriserna stiger i takt med vinststillväxten.³

Diagram R9 visar P/E-tal beräknade för S&P 500 index från 1881 och fram till i dag.⁴ Den amerikanska börsen har i genomsnitt värderats till 16 gånger den faktiska vinsten. Under såväl långa som korta perioder har emellertid aktiemarknaden värderats betydligt under respektive över det historiska genomsnittet. Exempelvis har kraftiga börsvängningar noterats i samband med världskrigen och börskraschen på Wall Street i början på 1930-talet.

Börsutvecklingen sedan 1960-talet kan förenklat delas in i tre perioder. Under 1960-talet rådde ett ekonomiskt klimat med låg inflation och låga räntor. Utdelningstillväxten, som på längre sikt är ett mått på vinststillväxten, var då i linje med den historiska trenden, dvs. ca 2 procent i reala termer (se tabell R2). Pe-

³ Se exempelvis Fama, E. F. och K. French, "The equity premium". Working Paper No. 522, The Center for Research in Security Prices, University of Chicago, 2001.

⁴ P/E-tal är ett nyckeltal som relaterar marknadsvärdet på företaget till den faktiska eller förväntade vinsten. Det genomsnittliga faktiska P/E-talet för S&P 500 har uppgått till ca 16 sedan 1881. Detta P/E-tal är beräknat med avseende på de genomsnittliga vinsterna under de senaste 10 åren för att möjliggöra jämförelser över konjunkturcyklerna.

⁵ Se Cambell, J. Y. och R. J. Shiller "Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook: An Update", Working Paper No 8221, National Bureau of Economic Research, 2001.

rioden fr.o.m. inledningen av 1970-talet och fram till början av 1980-talet präglades av ekonomisk instabilitet med oljeprischocker och hög inflation. De reala vinsterna växte med drygt 3 procent under denna period men börserna värderades lägre än genomsnittet sannolikt till följd av den osäkerhet som rådde under perioden. Efter 1982 inleddes en period med inriktning mot ökad ekonomisk och säkerhetspolitisk stabilitet som kom till uttryck genom att penningpolitiken successivt inriktades mot prisstabilitet och att det kalla kriget mellan USA och Sovjetunionen avslutades. Detta avspeglades i snabbt stigande börskurser orsakat av fallande realräntor, lägre riskpremier och en god vinst- eller utdelningstillväxt.

Tabell R2. Historiska genomsnitt i inflation, utdelningstillväxt och vinststillväxt.

	Inflation	Avkastning		Vinststillväxt
		kort realränta	Utdelningstillväxt	
1872-1880	-2,77	9,86	4,62	NA
1881-1890	-1,72	7,23	0,69	NA
1891-1900	0,18	5,08	4,49	NA
1901-1910	1,95	3,18	3,25	NA
1911-1920	6,82	0,82	-3,43	NA
1921-1930	-1,70	7,41	9,07	NA
1931-1940	-1,23	2,80	0,36	NA
1941-1950	6,04	-4,57	3,02	NA
1951-1960	1,79	1,05	1,22	0,61
1961-1970	2,94	2,27	1,98	2,07
1971-1980	8,11	-0,30	-0,86	3,47
1981-1990	4,51	5,32	2,32	0,37
1991-2000	2,68	2,61	0,58	7,58

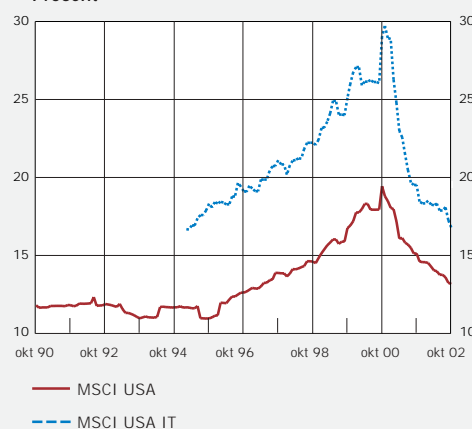
Källa: Fama och French, se fotnot nr 1.

Mot slutet av 1990-talet drevs dock börskurserna upp till historiskt höga P/E-talsnivåer bl.a. till följd av förväntningar om att införandet av informationsteknologin skulle resultera i snabbt stigande produktivitet och vinster (se diagram R10). För IT-sektorn förutspåddes exempelvis en vinststillväxt uppemot 30 procent per år i genomsnitt på 3-5 års sikt.

Efter toppnoteringen på USA-börsen våren 2000 har aktiekurserna och P/E-talen successivt korrigerats ned med anledning av den historiskt höga värderingen, recessionen i den amerikanska ekonomin under 2001 och fallande vinster och vinstförväntningar. P/E-talen uppgår i dagsläget till 17,8.

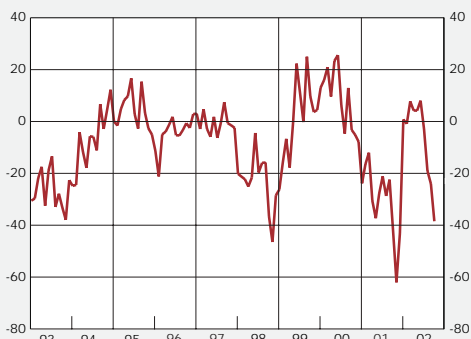
Den vändning i konjunkturen och återhämtning i det amerikanska näringslivets vinster som noterats under det första halvåret i år har ännu inte varit tillräcklig för att kunna stabilisera den amerikanska börserna. En viktig förklaring till detta är de redovisningsfiffel,

Diagram R10. Vinstförväntningar på 3-5 års sikt för MSCI och IT-sektorn i USA. Procent



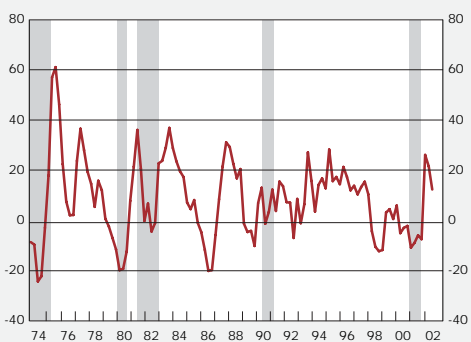
Källa: Datastream/Thomson Financial.

Diagram R11. Vinstindikator på S&P 500.
Andel upp minus nedgraderade vinstförväntningar på 12 månaders sikt.⁶
Månadsdata



Källor: Datastream/Thomson Financial och Riksbanken.

Diagram R12. Vinsterna efter skatt i amerikanskt näringsliv.
Årlig procentuell förändring



— Vinst efter skatt justerat för lagervärdering och kapitalförslitning

Källa: US Department of Commerce.

exempelvis i telekomföretaget World Com, som uppdragats och som bidragit till stigande riskpremier på aktiemarknaden under sommaren.

Sedan sommaren och under hösten har aktiemarknaden dessutom präglats av en ökad osäkerhet om takten i återhämtningen och risken för en upptrappad konflikt mellan USA och Irak samt dess förmodade realekonomiska återverkningar. Detta återspeglas bl.a. av att analytiker successivt nedreviderat sina vinstförväntningar på kort sikt (se diagram R11).

Hur ser då förutsättningarna på aktiemarknaden ut i dagsläget? En stabilisering av aktiemarknaden är beroende av utsikterna för vinstökningar i företagen förbättras och av en viss nedgång riskpremierna.

God produktivitet ger förutsättning för stigande vinster.

Produktiviteten och vinsterna i det amerikanska näringslivet har åter börjat stiga sedan slutet av förra året (se diagram R12). Det förbättrade vinstläget har hittills främst uppnåtts genom besparingar och rationaliseringar, inte tillväxt. Kostnadsfokuseringen har bl.a. bidragit till att de reala arbetskraftskostnaderna, som utgör ca 65 procent av näringslivets totala kostnader, i likhet med tidigare konjunkturcykler ökat i en långsammare takt än produktiviteten.

Inom den varuproducerande delen av det amerikanska näringslivet är vinstläget mer pressat bl.a. till följd av ett fortsatt lågt kapacitetsutnyttjande och fallande producentpriser. Produktivitetstillväxten har dock varit god även inom tillverkningsindustrin, vilket bidragit till fallande enhetsarbetskostnader. Dessutom har den snabba lageranpassningen skapat förutsättningar för en fortsatt gradvis återhämtning i industrikonjunkturen. Ett tecken på återhämtningen inom industrin är att kapacitetsutnyttjandet börjat stiga och att fallet i producentpriserna avstannat.

Sammantaget kan det konstateras att vinsterna och kassaflödena som andel av näringslivets omsättning eller bruttoproduktion förbättrats sedan början av 2001.

6 Märk väl att analytikerna i genomsnitt reviderat ned sina vinstförväntningar oftare än upp, dvs. analytikerna tycks i genomsnitt överskatta vinstutsikterna.

Åtgärder mot redovisningsfiffel ger minskade riskpremier på sikt.

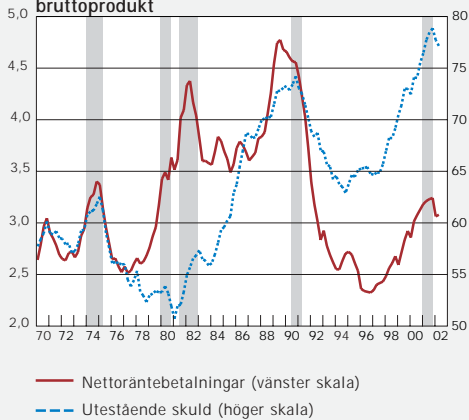
I ett försök att återupprätta förtroendet för de amerikanska börsföretagen har tillsynen stramats upp och straffskärpningar genomförts, bl.a. har företagsledare för de största amerikanska företagen per den 14 augusti tvingats att bestyrka korrektheten i sina redovisningar.⁷ Då det inte framkommit några ytterligare väsentliga företagsredovisningsproblem i samband med detta datum minskade riskpremierna, mätt som den implicita volatiliteten tillfälligt (se diagram 4 i kapitel 2). Tidigare kriser i förtroendet för de finansiella marknaderna har i vissa fall kunnat upprättas relativt snabbt när väl rätt åtgärder vidtagits. Ett exempel på detta är den finansiella krisen 1998 där förtroende återställdes dels via kraftfulla penningpolitiska åtgärder, dels genom ökade interna krav och rekommendationer från myndigheter på förbättrad transparens och rutiner för riskkontroll. Detta, tillsammans med en gradvis förbättrad konjunktur, talar för minskade riskpremier på sikt.

Sammanfattningsvis bedöms förutsättningarna för en stabilisering på börsen finnas. Höga skuldbördor och säkerhetspolitisk oro utgör dock tydliga osäkerhetsmoment.

Förutsättningarna för en stabilisering och återgång mot en långsiktig genomsnittlig avkastning på den amerikanska börsen på sikt bedöms i grunden vara goda. Stark produktivitetstillväxt, låga räntor och en förbättrad konjunktur bedöms bidra till att lägga grunden för fortsatt god återhämtning i vinsterna. De åtgärder som genomförts för att upprätta förtroendet för de amerikanska företagens redovisning bör efterhand också bidra till minskade riskpremier. I takt med att konjunkturen förbättras förutses också riskpremierna på företagskrediter generellt minska.

7 Den amerikanska finansinspektionen, SEC, utför granskningen av de 950 största företagens redovisningar. President Bush har efterlyst förstärkta regler och krav på företagens redovisningar, bl.a. genom sitt stöd för Sarbanes-Oxley Act 2002. Dessutom har kreditvärderingsinstitutet S&P tagit fram ett nytt vinstmätt "core earnings" i syfte att renodla ett mått på S&P 500 index-företagens underliggande intjäningsförmåga samt möjliggöra jämförelser över tiden och mellan företag. Mättet skiljer sig från andra mått genom att det beaktar anställdas optioner som en utgift, pensionsprogram som kostnader, omstruktureringskostnader inkluderas, köp av forskning och utveckling tas upp som utgift, samt nya regler avseende goodwill-avskrivning mm. Bland de 10 företag som påverkats mest negativt vid beräkning av "core earnings" jämfört med traditionella vinstmätt framträder 8 IT-telekombolag, däribland Cisco, Motorola och IBM, vilket kan tyda på att oklarheter och skönsmåling av redovisning är begränsade till dessa sektorer.

Diagram R13. Nettoräntebetalningar och utestående skuld i det amerikanska näringslivet.
Procentuell andel av näringslivets bruttoprodukt



Källa: US Department of Commerce.

Fortfarande kvarstår dock tydliga risker för en svagare börsutveckling. En riskfaktor för aktiemarknaden bedöms vara att företagens utestående skulder som andel av näringslivets bruttoproduktion befinner sig på historiskt höga nivåer. Upplåningstakten har visserligen dämpats under det senaste året och fallande räntor har bidragit till att nettoräntebetalningarna minskat sedan årsskiftet (se diagram R13). För företag med lägre kreditvärdighet, som har mött stigande räntor, kan en mer utdragen konjunkturåterhämtning leda till att kreditriskpremierna består en längre tid. I kombination med en svagare produktionsutveckling, skulle detta kunna leda till en ökad betalningsbörda och på sikt vissa finansieringssvårigheter.

Vid sidan av detta framträder risken för att säkerhetspolitisk oro och en eventuell konflikt kan ge återverkningar på den realekonomiska utvecklingen och leda till en fortsatt hög riskaversion på de finansiella marknaderna och en dämpad börsutveckling ytterligare en tid framöver. Historien visar dessutom att det förekommit längre perioder med en lågt värderad börs.