



Trym Riksen, Formuesforvaltning

**PORTEFØLJEFOKUS:** En del finnes ut til å kjøpe aksjer på topp. For da ser markedet billig ut.

# Billig på toppen

Alle skjønner at det er dumt å kjøpe på topp og selge på bunn. Men det er omtrent den oppskriften mange følger. I alle fall hvis de bruker P/E, markedsverdi delt på resultat, som veiviser. Siden 1926 har det vært 16 topper og bunner i inntjeningen i de selskapene som utgjør Standard & Poor's 500-indeksen. Topper og bunner er definert som vendepunkter på ti prosent eller mer i det siste årets resultater i S&P 500-selskapene.

Når vi beregner gjennomsnittlig P/E ved resultatopper og -bunner, finner vi et interessant mønster (median P/E, det vil si det midterste tallet i en rangert tallrekke, oppgis i parentes). Ved resultatopper har P/E i Standard & Poor's 500 vært 13 (12) i gjennomsnitt. Til sammenligning har gjennomsnittlig P/E ved resultatbunner vært 25 (18). Med andre ord har det mest utbredte prisingsmålet som regel vært egnet til å lure naive investorer til å tro at markedet var billig når resultatene toppet ut, mens man ble forledet til å tro at markedet var dyrt når inntjeningen bunnet ut. Av den grunn er det liten grunn til å bruke konvensjonelle P/E-tall for å vurdere om markedet er dyrt eller billig. I så fall står du i fare for å kjøpe på topp og selge på bunn.

Det finnes imidlertid en godt kjent løsning på problemet med "billige" markeder på topp og "dyre" markeder på bunn. I 1934 skrev Benjamin Graham og David Dodd boken *Security Analysis*. Graham er i dag kanskje mest kjent som Warren Buffetts lærer

på Columbia Business School på 1950-tallet. Graham og Dodd oppfordret finansanalytikere til å se gjennom konjunktursyklusene og i stedet fokusere på selskapenes langsiktige inntjeningspotensial. Derfor foreslo de å justere P/E-tallet ved å dele selskapenes markedsverdi på gjennomsnittlig årsresultat over en lengre periode: – Ikke mindre enn fem år, helst syv eller ti år, skrev de i den 83 år gamle læreboken om finansanalyse.

Basert på data fra Robert Shiller, en Yale-professor som fikk nobelprisen i økonomi i 2013, kan vi undersøke hva Graham/Dodds P/E var når resultatene toppet og bunnet ut. I tråd med Graham/Dodds anbefaling bruker Shiller gjennomsnittet av ti års resultater for å beregne det syklisk justerte resultatet. Undersøkelsen forteller oss at syklisk justert P/E var 17 (15) i gjennomsnitt når resultatene toppet ut, mens den var 15 (15) når inntjeningen bunnet ut. Med andre ord gjør Graham/Dodds enkle tommelfingerregel oss immun mot å bli blendet av "billige" markeder på topp og "dyre" markeder på topp.

Dessverre er det mange som mener at Graham-Dodds metode fra 1934, som har gjort Buffett til en av verdens rikeste menn, ikke duger. Så de gjør sine egne justeringer. Som regel har disse analytikerne noe de vil selge, og justeringene fører alltid til at markedet ser billigere ut enn om du brukte Graham/Dodds metode.



**Av den grunn er det liten grunn til å bruke konvensjonelle P/E-tall for å vurdere om markedet er dyrt eller billig. I så fall står du i fare for å kjøpe på topp og selge på bunn.**