

Kortsigtet optur for valueaktier aktualiserer langsigtet debat

Af David Rindegren

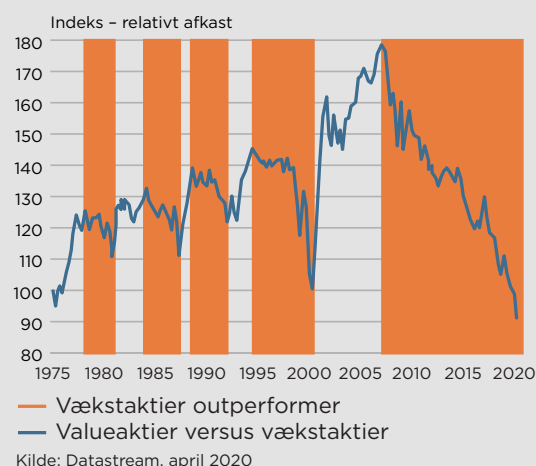
Porteføljeformaler, C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

Markedets fortællinger er ofte forankrede i det gamle dilemma om kampen mellem vækstaktier og valueaktier – en debat, der går helt tilbage til 1930'erne med grundlæggelsen af T. Rowe Price. Thomas Rowe Price Jr. etablerede en vækstfokuseret investeringsstil, som blev cementeret i 1950'erne med Philip Fishers indflydelsesrige bog "Common Stocks and Uncommon Profits". Globalt set har valueaktier været i et faldende marked relativt til vækstaktier siden slutningen af 2006 (Figur 1), om end en mindre fremgang til valueaktier i juni 2020 aktualiserer debatten om den fremtidige relative udvikling.

2020 har været et usædvanligt investeringsår. Efter de store kursfald i starten af året har det efterfølgende opsving også været usædvanligt. Opgangen, siden lavpunktet i slutningen af marts, blev fortsat drevet af de historisk ledende vækstaktier – og ikke som typisk i en hurtig opgangsperiode af valueaktierne, der primært består af finans-, energi- og kapitalgodeselskaber. På det seneste har vi dog set disse selskaber klare sig bedre. Set i sammenhæng med den lange periode med høje afkast fra vækstaktierne er det relevant at spørge, hvordan den relative udvikling bliver fremover?

Inden vi deler vores synspunkter i denne debat, kan det være nyttigt at få et par begreber på plads. Den fundamentale værdi af et selskab er for os relateret til

Figur 1: Vækstaktier outperformer typisk valueaktier



selskabets indtjeningsudvikling – eller som Warren Buffet siger: "Vækst og value er to sider af samme mønt". Valueaktier beskrives ofte lidt snævert som aktier med en lav prisfastsættelse målt ved en lav Kurs/Indre Værdi (K/I) eller Pris/Indtjening (P/E). Vækstaktier beskrives tilsvarende som aktier med en vækstrate højere end markedets, og de handles ofte med en høj prisfastsættelse.

I C WorldWide investerer vi i selskaber, som vi tror, på en holdbar måde kan øge deres indtjening mere end BNP-væksten over mange år, og at størstedelen af selskabets værdi er forankret i den fremtidige vækst og ikke i den historiske udvikling. Vi leder ikke nødvendigvis efter selskaber med de højeste vækstrater, og vi undgår ikke nødvendigvis, hvad der traditionelt opfattes som valuesektorer, såsom finans- og kapitalgodeselskaber. Men hvis vi investerer i disse sektorer, investerer vi i vækstsegmentet. På trods af dette opfatter mange analytikere os som vækstinvestorer, selvom vores opfattelse af vækstaktier og valueaktier er mere avanceret end to forenkede kategorier.



Vi investerer i selskaber, som på en holdbar måde kan øge deres indtjening mere end BNP-væksten over mange år.

Et opsving drevet af valueaktier er anderledes, end når det er vækstaktier, som fører an. Kraftige kursstigninger drevet af valueaktier er ofte af kortere varighed. Som regel er de også drevet af en meget lav værdiansættelse, og indtjeningen er oftest fortsat faldende. En undersøgelse foretaget af Exane viser, at ved opsving drevet af valueaktier de seneste 20 år i Europa, er indtjeningen faldet i 75 pct. af tilfældene. Det er således en højere værdiansættelse, der driver opsvinget, når valueaktier fører an. Dette er forankret i troen på, at selskabernes egenkapitalforrentning vil stige i takt med, at de lave marginer forbedres. Dette er baseret på tanken om, at værdiansættelsen har nået et for lavt niveau og derfor må stige mod et højere gennemsnitsniveau. Vi investerer i selskaber, der har en egenkapitalforrentning over gennemsnittet, fordi hvis et selskab gennem en længere periode kan geninvestere indtjeningen i projekter med et højt kapitalafkast, vil dette føre til en indtjeningsvækst over gennemsnittet.

Da verden lukkede ned på grund af coronapandemien, afspejlede det sig hurtigt i de økonomiske indikatorer, såsom arbejdsløshedstallene og PMI-tallene (Purchasing Managers' Index, på dansk Indkøbschefers aktivitetsindeks). Når regeringer og centralbanker efter corona kickstarter økonomier med tilsvarende historisk

usete hjælpepakker (18 billioner USD mod et forventet fald i væksten på 10 billioner USD), er det forventeligt med en fremgang til valueaktierne i betragtning af den kortvarige eufori, som denne likviditetsindsprøjtning giver. På langt til mellemlangt sigt ser vi dog fortsat, at vækstaktierne er mest attraktive.

De største selskaber inden for vækstaktierne er teknologiaktier. Udsigterne for vækstaktier er derfor tæt forbundet med teknologiudsigterne. Den digitale transformation sammenholdt med de nye digitale forretningsmodeller, hvor den marginale produktionssomkostning er tæt på nul, betyder, at disse selskaber har været i stand til at vokse hurtigt og profitabelt ofte på bekostning af traditionelle selskaber, der sælger fysiske varer. Teknologisektoren udgør næsten 20 pct. af S&P 500, hvilket reflekterer de massive samfundsmæssige forandringer, som teknologier forårsager. Traditionelle valueinvestorer, der fokuserer på værdiansættelsesmodeller som K/I-værdi, vil ikke kunne værdiansætte disse selskaber korrekt, da disse selskaber skaber værdien fra immaterielle aktiver, der ofte ikke fremgår af selskabernes balancer.

Pandemien accelererer de langsigtede medvinde for vækstselskaber...

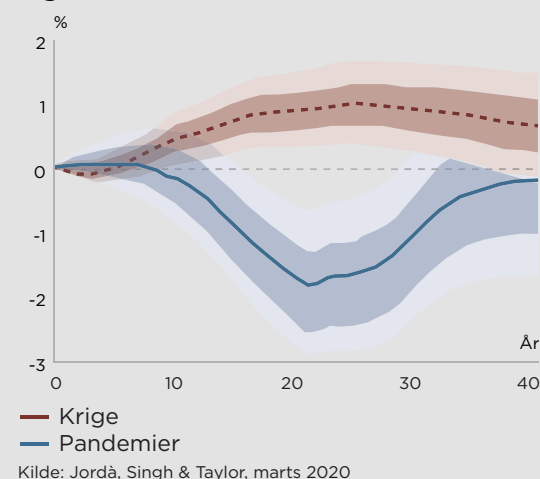
Mange af de langsigtede tendenser, der driver teknologisektoren, ser ud til at accelerere under Coronapandemien. Kreditkortoplysninger fra Bank of America viser, at under nedlukningen udgjorde onlinehandel tæt på 30 pct. af al handel med kreditkort. Dette skal sammenlignes med 15 pct. før krisen. Historisk har væksten i brugen af kreditkort været 1-1,5 procent om året. Dette tyder på, at vi har set en øget brug af kreditkort svarende til 15 års vækst på blot 15 uger. Denne observation er bekræftet af flere af vores porteføljeselskaber, hvor der bl.a. på en investorkonference for nyligt blev peget på en lignende udvikling med "10 års vækst skabt på under 10 uger". Selv om forbrugerne i sagens natur har været begrænsede i forhold til online-alternativer, viser undersøgelser, at disse adfærdsmændringer som regel hænger ved. I en undersøgelse fra Bank of America sagde 17 pct. af forbrugerne, at de aldrig ville handle i et indkøbscenter igen, og 63 pct. sagde, at de vil reducere indkøb af tøj i fysiske butikker. Vi har i løbet af foråret talt med en række industrieksperter for at forstå selskabernes

migrering af IT-infrastrukturen til skyen, og alt peger på, at pandemien har fremskyndet transformationen til skyen. Ikke mindst sigter selskaber, der tidligere talte om en 5-10-årig transformationsperiode, nu mod 2-3 år i stedet.

... ligesom udsigt til lav inflation understøtter vækstaktier

Pandemien kan ligeledes få betydning for den langsigtede renteutvikling, som er en af de vigtigste langsigtede faktorer for vækstaktier. Desuden er lave renter en af forklaringerne på, hvorfor vækstaktierne har gjort det så godt siden 2006. En undersøgelse af 12 historiske pandemier og deres effekt på renterne foretaget af Òscar Jordà, Sanjay R. Singh og Alan M. Taylor viser, at renterne forbliver på et lavt niveau i helt op til 40 år efter en pandemi. Dette til forskel fra perioder efter krige, hvor produktions- og kapitalapparatet bliver ødelagt, jf. figur 2. Dette får inflationen til efterfølgende at stige. "Krigen" mod Corona-pandemien har i sagens natur ikke medført fysiske ødelæggelser af kapitalgoder, men omvendt er mængden af økonomiske hjælpepakker uden historisk sidestykke i fremtid.

Figur 2: Renter som følge af pandemier og krige



Analysefirmaet Goldman Sachs fremhæver høj gældsætning og lav nominel vækst som to nøgelfaktorer, der vil præge udviklingen fremover (de nævner desuden lav inflation og den fortsatte digitale udvikling). Som respons til de økonomiske konsekvenser af nedlukningen pga. Corona-pandemien har nogle lande iværksat

hjelpepakker svarende til 10-20 pct. af BNP, hvilket forøger den allerede høje gældsætning. Goldman Sachs konkluderer; "... medmindre de grundlæggende elementer bag den lave nominelle vækst, de lave obligationsrenter og indtjeningsudsigterne ændrer sig, eller den digitale udvikling bliver væsentligt udfordret, vil rotationer mod valueaktier være kortsigtede og ikke langsigtede."

Vi er herved fremme ved nøgelfaktorerne, hvis vækstaktierne virkelig skal udfordres fremadrettet. Det historiske mønster, hvor obligationsrenterne forbliver lave i lang tid efter en pandemi i kombination med de tiltagende deflationære kræfter drevet af den teknologiske forandring, vil holde valueaktierne bedste hjælper, inflationen, i skak. I takt med at regeringerne iværksætter finanspolitiske hjælpepakker, kunne begyndende inflation blive en reel risiko for vækstaktierne fortsat gode udvikling. Men dette er i vores øjne ikke det mest sandsynlige scenarie.

En af de langsigtede drivkræfter for økonomisk vækst, nemlig den demografiske udvikling, er stort set upåvirket af Corona-pandemien. Selvom man kunne hævde, at den aftagende eller i nogle tilfælde negative befolkningsstiltvækst, vi ser i nogle lande, ville mindske arbejdsstyrken og øge lønninger og inflation, er dette ikke sket i fx Japan, hvor vi har set denne udvikling mest udtalt. Fra 2000 til 2018 faldt lønningerne for de mandlige arbejdstagere bemærkelsesværdigt i nominelle termer, men steg lidt i reelle termer. Vi må ikke glemme, at denne udvikling fandt sted i en periode, hvor den økonomiske vækst var stærk i andre lande, hvorimod den globale økonomiske vækst nu aftager mere bredt. Dette var ikke tilfældet i de seneste perioder med høj inflation. I slutningen af 1940'erne var verden ved at blive genopbygget efter den mest ødelæggende krig nogensinde i verdenshistorien, og inflationsperioden i 1970'erne var præget af betydelig højere befolkningsstiltvækst end i dag.

Sekulær medvind til ledende teknologiselskaber

Selvom yderligere skatter og reguleringer vil ramme profitable vækstelskaber, synes kamplinjerne i den næste handelskrig at blive mellem landenes teknologiførende selskaber. At belaste dem med flere skatter og reguleringer vil derfor være i strid med landenes egne strategiske interesser. I flere koldkrigsperioder – f.eks. mellem



Teknologisektorer er ikke så forandrende og ødelæggende inden for egne rækker, som mange ellers tror.

Storbritannien og Tyskland i 1890-1914 samt USA og Rusland i 1960'erne og 1980'erne – skabte de førende teknologiselskaber store landvindinger, fordi de fik støtte fra div. regeringsprogrammer. Da Kina i dag udfordrer USA på teknologifronten, er det forventeligt at se denne dynamik udspille sig igen til fordel for vækstinvesteringer inden for teknologisektoren.

En idé, der for nylig blev fremlagt af strategianalytiker Ben Thompson i sin blog "Stratchery", er, at udviklingen inden for teknologi på mange måder ligner andre sektorer – den er ikke så forandrende og ødelæggende, som mange tror. Jovist, teknologi vil forandre og ødelægge selskaber, der anvender teknologi, ligesom automobilfirmaer ødelagde hesteindustrien for hundrede år siden. Omvendt er den måske i øjeblikket mindre ødelæggende og forandrende inden for egne rækker. Denne observation passer også med arbejdet med længerevarende teknologiske cyklusser, som professor Carlota Perez skrev i sin bog "Technological Revolutions and Financial Capital" fra 2002. Efter det indledende investeringsboom forblev de førende selskaber (Ford, General Motors og Chrysler) i en stærk position i mange årtier fremover. Få investorer og

værdiansættelsesmodeller tager højde for, at Alphabet (tidl. Google), Amazon og Microsoft vil være førende, lige så længe som bilproducenterne var, selv om der er mange lighedspunkter. Dagens digitale vindere kan blive udsat for mindre konkurrence og forandring end den måske gængse opfattelse, og dermed skal vi som investorer måske indkalkulere, at disse selskaber fortsat har en lang vækstperiode forude.

Holdbar vækst er stadig vejen

Vi er af den faste overbevisning, at det langsigtet er indtjeningsvæksten, som driver kursudviklingen på et selskab. Derfor er den bedste langsigtede investeringsstrategi at finde de selskaber som med høj sandsynlighed kan levere en pæn vækst. Omvendt er det ikke nødvendigvis de selskaber med den højeste vækstrate, som er mest attraktive, da risikoen for skuffelser ofte er høj.

Som vi har beskrevet, er der flere faktorer som understøtter en fortsat positiv udvikling for vækstaktier: forsat udsigt til lave renter og lav inflation trods de store penge- og finanspolitiske hjælpepakker, Covid-19 accelererer den digitale transformation til fordel for de store dominerende teknologi- og internetselskaber. Endelig må vi forvente en relativ lav nominel økonomisk vækst fremover, hvorved de selskaber, der trods dette kan vokse drevet af tematisk vækst, vil blive endnu mere efterspurgt. Omvendt er det uden udsigt til stigende inflation og højere cyklisk vækst svært at se varig kursmedvind til valueaktierne, da deres udsigter ofte er forbundet med prisinflation og cyklisk vækst.

Denne artikel er markedsføringsmateriale udarbejdet af C WorldWide Asset Management (CWW). Artiklen er alene ment som generel information og udgør ikke et tilbud eller en opfordring til at gøre tilbud, ligesom den ikke skal betragtes som investeringsrådgivning eller som investeringsanalyse. Artiklen er således ikke udarbejdet i henhold til de regler, der er fastsat for at fremme investeringsanalysers uafhængighed, og artiklen er ikke genstand for noget forbud mod at handle forud for udbredelsen af investeringsanalyse. Meninger og holdninger gengivet i artiklen er alene aktuelle pr. publikationsdatoen. Artiklen er udarbejdet på baggrund af kilder, som CWW anser for pålidelige, og CWW har taget alle rimelige forholdsregler for at sikre, at informationen er så korrekt som muligt. CWW kan dog ikke garantere informationens korrekthed og påtager sig intet ansvar for fejl eller udeladelser. Artiklen må ikke gengives eller videredistribueres helt eller delvist uden CWW's forudgående skriftlige samtykke. Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Prospekt og dokument med central investorinformation er tilgængelig på cww.dk.

C WORLDWIDE ASSET MANAGEMENT

Dampfærgevej 26 · 2100 København Ø · Tlf: 35 46 35 46 · Fax: +45 35 46 35 00 · CVR 14 21 13 49 · cww.dk

Indsigt Q3 2020