

Value-aktiers risiko og afkast påvirkes under recessioner

Value-aktier giver lavere afkast end markedet under recessioner, men det bør ikke afskrække investorer fra at investere i value-aktier, da der allerede er taget højde for denne forhøjede risiko i prisen på value-aktier. Undersøgelser har vist, at value-aktier derefter burde være den aktietype, der kommer stærkest igen, når forventningerne til den fremtidige økonomi forbedres igen.

Skrevet af Senior Research Analyst i Sparinvest Henrik Amilon

Historikken viser, at aktier der handles til lav kurs/indre værdi, generelt betegnet value-aktier, giver et gennemsnitligt højere afkast end aktier, der handles til høj kurs/indre værdi, også kaldet vækstaktier. Hvorfor nu det, og hvorfor forsvinder denne effekt ikke i takt med, at det går op for investorerne?

En del af forklaringerne kan findes i Behavioural Finance-litteraturen. For value-aktier er ofte aktier i mindre attraktive virksomheder, der ikke optræder ofte i medierne. Og investorer prissætter konsekvent disse aktier forkert ved at overreagere på deres til tider negative forventninger. Når denne forkerte prisfastsættelse går op for investorerne, korrigeres det i prisen, og value-aktierne skaber højere afkast end markedet.

Flere årsager til value-aktiers solide afkast

Mange økonomer mener ikke, at denne irrationelle adfærd udgør en tilfredsstillende forklaring. De har i stedet fokuseret på at finde beviser for, at value-aktier er mere risikofyldte end vækstaktier, hvilket kan retfærdiggøre det højere afkast. Hvis to aktier har samme gennemsnitlige risikoniveau, men den ene aktie er mere risikofyldt i dårlige tider, hvor negative afkast gør særligt ondt, bør denne aktie være mindre attraktiv og derfor give et højere afkast som kompensation. Faktisk understøttes denne anskuelse af nogle af de seneste undersøgelser, der viser, at value-aktier giver en højere risikopræmie end vækstaktier, fordi de ligger inde med

mere ubenyttet kapital i dårlige tider og derfor underperformer i disse perioder, hvor kompensationen for at bære risiko er høj.

Value aktier og recession

Da USA højst sandsynligt er i recession nu, betyder det så, at value-aktier vil give dårligt afkast fremadrettet, og det derfor er et dårligt tidspunkt at købe value-aktier på? Nej, egentlig ikke. Det vil vi forklare i det følgende. Hvis value-aktier er mere risikofyldte i dårlige tider end i gode, betyder det, at de vil falde mest lige før recessionen, hvor det bliver stadigt mere sandsynligt, at økonomien vil gå dårligt. Det er også langt hen ad vejen, hvad der er sket. Men afkastet på value-aktier - både når man sammenligner med value-aktiers afkast under normale forhold og med afkast fra vækstaktier - bør faktisk være højere gennemsnitligt set. Det skyldes, at der skal kompenseres for den højere usikkerhed omkring den økonomiske situation og udviklingen på de finansielle markeder - og ikke mindst risikoen for, at det kan blive endnu værre. Sagt på en anden måde: Når det går op for investorerne, at situationen er ved at udvikle sig til en recession, vil value-aktier falde brat, da disse er mere følsomme over for nedgangstider. Sidenhen vil value-aktierne, når forventningerne til den økonomiske udvikling bliver mere optimistiske, være dem, der stiger mest i pris. Dette er vigtigt at anerkende. Når man ser tilbage på, hvornår man begyndte at forvente, at recessionen var på vej, skulle value-

aktier have underperformat. Men fra det tidspunkt hvor priserne afspejler forventningen om recession, bør de begynde at skabe et positivt gennemsnitligt merafkast i forhold til markedet. Det skyldes, at prisfaldet forårsaget af overgangen til dårlige tider allerede er sket. Naturligvis bør man huske på, at det højere forventede afkast fra dette tidspunkt er en kompensation for den højere risiko. Det vil sige, at forstærkes recessionen og frygten, vil value-aktier igen være de aktier, der falder mest. Sker det, vil der opstå en ny ligevægt, hvor value-aktier igen er prisfatsat, så de giver højere afkast fremadrettet.

Aktiemarkeder er fremadskuende

Aktiemarkeder er fremadskuende, så det tidspunkt hvor frygten for recession afspejler sig i aktiekurser generelt – og i særdeleshed i kursen på value-aktier - er ikke, når recessionen rent faktisk indtræder. Recessionen opdages måske ikke før adskillige måneder, efter den er indtrådt. Foretages en regression af en serie af aktieafkast på serien af recessions-indikatoren fra NBER, ses der ingen betydelig sammenhæng. Men hvis serierne forskydes tidsmæssigt, så data fra recessionsindikatoren falder fire måneder tidligere end data for aktieafkast, ses en betydelig sammenhæng. Recessionindikatoren forklarer altså en del af variationen i aktieafkastet fire måneder tidligere. Årsagen hertil er, at finansielle markeder ofte forudser recessioner, der er på vej. Så hvis det forventes, at økonomien inden

for kort tid vil komme ud af recessionen igen, er value-aktier nu faldet så meget i pris, at de står til at udvise den mest positive udvikling. Det bør noteres, at selvom value-aktier er mere risikofyldte end vækstaktier - særligt i dårlige tider, hvor negative afkast gør mere ondt - er det muligt at afkastet fra value-aktier stadig er højere, end hvad der kan forklares som kompensation for ekstra risiko. Sagt på en anden måde, er det muligt, at den observerede value-præmie kan forklares af både rationel som irrationel adfærd.

Value aktier er stadig en rigtig god investering

Det er sandt, at value-aktier klarer sig dårligt under recessioner, men det skal ikke afskrække potentielle investorer fra at investere i vores value-afdelinger på nuværende tidspunkt, for risikoen er allerede afspejlet i prisen. Da risikoen nu er højere, de økonomiske fremtidsudsigter taget i betragtning - bør den ekstra rabat man får i forhold til selskabernes forretningsmæssige værdi lige nu være større end under normale omstændigheder. Endelig er den nuværende recessions store omfang relativ sjælden. Derfor er value-aktiers nuværende underperformance over for vækstaktiers en meget lav pris at betale for det høje afkast, som man vil få under mere normale markedsvilkår. Så med mindre man er sikker på at kunne forudsige recessioner, før de får indflydelse på aktiemarkedet, vil det være en risikabel forretning at holde sig fra at investere i value-aktier.

Value-aktier og aktiemarkedet i recessionstider

