

Value-aktier kan varsle recessionens afslutning

Eftersom aktiemarkedene foregriber udviklingen i realøkonomien, og fordi de billige value-aktier er dem, der klarer sig bedst, når en recession nærmer sig sin afslutning, er det denne aktivklasse, man skal holde øje med, hvis man vil finde de første spæde tegn på et opsving. Det er beskeden fra Sparinvest, hvis analytiker-team netop har undersøgt, hvordan value-aktier klarer sig igennem recessioner i forhold til vækstaktier. Konklusionen er, at value-aktier ofte er vinderen, når konjunkturerne begynder at vende.

Ph.d. og senioranalytiker i Sparinvest Henrik Amilon har undersøgt henholdsvis value-aktier (dvs. aktier med et lavt forhold mellem kurs og indre værdi) og vækstaktiers afkast under recessioner gennem de sidste 80 år for at se, hvordan økonomiske nedgangstider påvirker de to aktietyper. Ifølge Henrik Amilon er konklusionen klar: "Value-aktier kan underperforme under selve recessionen, men de er til gengæld også den aktietype, der kommer stærkest igen, når udsigterne for økonomien forbedres".

Forskningen viser, at over de fleste fem års perioder, så har value-aktier en tendens til at give højere afkast end vækstaktier. Det betyder, at en value-investering er en bedre og mere konsistent langsigtet investering. Men hvad er det, der gør en value-investering bedre, og hvorfor udnytter investorerne ikke denne viden?

En mulig forklaring kan findes inden for adfærdspsykologien. Value-aktier repræsenterer oftest småkdedelige selskaber med grå og usexede fremtidsudsigter. Derfor undervurderer investorer og analytikere ofte disse aktiers værdi. Efterhånden indser investorerne deres fejl, og aktierne revurderes med det resultat til følge, at de klarer sig bedre end markedet. Det samme, men omvendte, argument kan forklare, hvorfor de tillokkende vækstaktier klarer sig værre end markedet og dermed også betydeligt værre end value-aktier. Begge typer investorer kan begå fejl – særligt hvis risikoen eller usikkerheden er høj. Og sådanne fejl påvirker aktiekurserne. Eksempelvis kan rationelle investorer opleve, hvad der i litteraturen omtales som 'limits of arbitrage', hvilket betyder, at selvom en investor er overbevist om, at en given aktie vil stige, så kan tiden i sidste ende løbe fra ham, så han

ikke længere kan vente på, at stigningen indtræffer. Som økonomen Keynes formulerede det, så "kan markedet være irrationelt længere, end du selv kan være solvent".

En anden forklaring, som er fremført i akademiske studier, har søgt at påvise, at value-aktier er mere risikable end vækstaktier, hvilket skulle forklare de højere afkast.

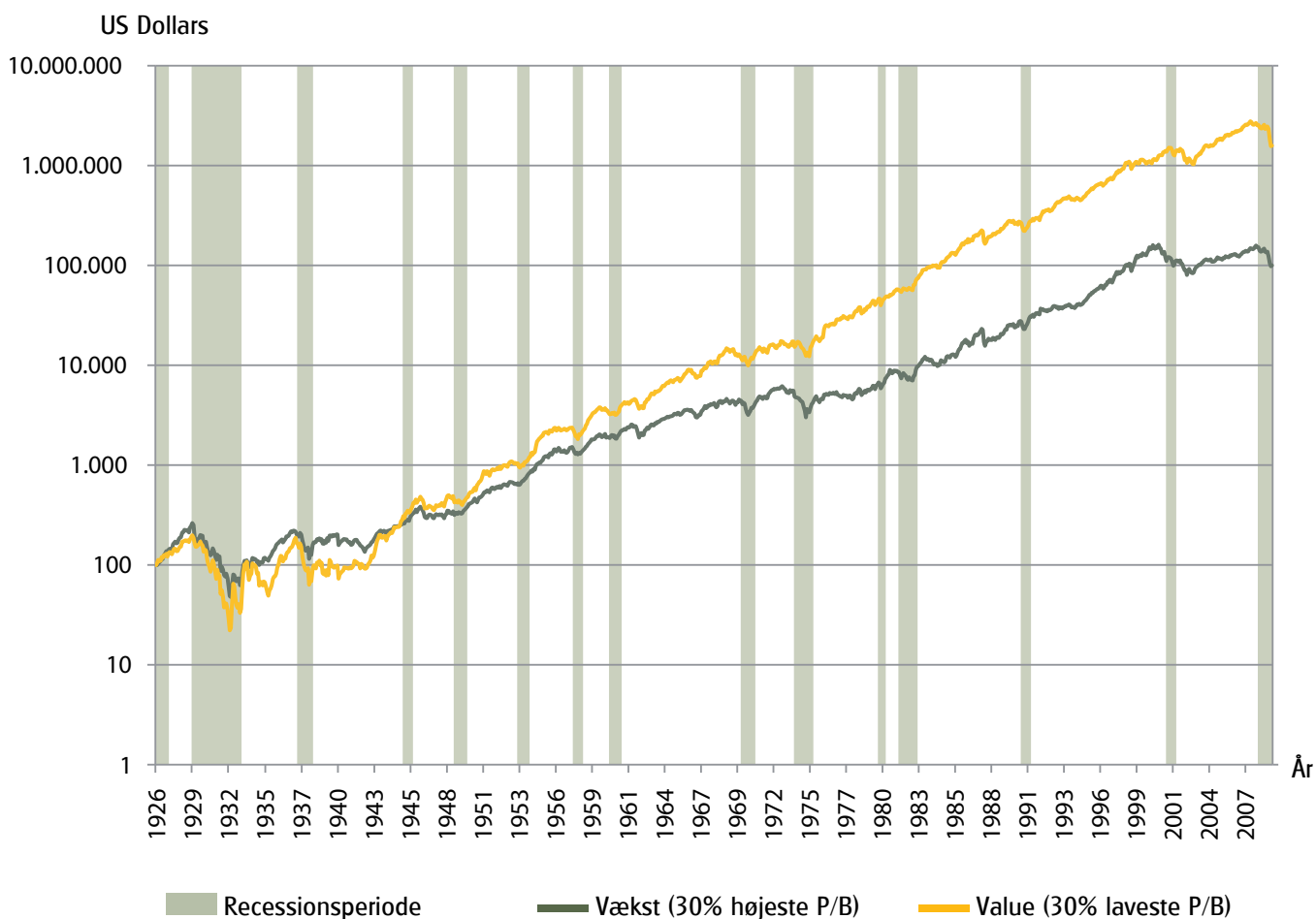
Som eksempel på den traditionelle anskuelse, hvor 'value-præmien' ganske enkelt er en belønning for at påtage sig risiko, citerer Henrik Amilon forskeren Lu Zhang. Ifølge Zhang er det dyrere for value-selskaber at omstille produktionen under recessioner, end det er for vækstselskaber. Det skyldes, at value-selskaber ofte har store fysiske aktiver såsom kontorbygninger, fabrikker og en stor arbejdsstyrke, mens vækstselskaberne udelukkende har 'vækstmuligheder' – altså ekspansionsplaner, der kun er på tegnebrættet, hvilket naturligvis koster mindre at skrinlægge. Dette gør det meget lettere og billigere for vækstselskaber at omstille driften til nye økonomiske vilkår. Når konjunkturerne vender, er det imidlertid value-selskaberne, som kan reagere hurtigere på stigende efterspørgsel, da de ganske enkelt kan 'reaktivere' de fysiske aktiver. Vækstselskaberne skal stadig foretage betragtelige anlægsinvesteringer for at anskaffe sådanne aktiver.

Henrik Amilon påpeger, at selvom der eksisterer empirisk forskning, der peger i retning af, at value-aktier er mere risikable end vækstaktier under en recession, så er dette materiale ikke overvældende overbevisende, og det er i hvert fald ikke tilstrækkeligt til at forklare den value-præmie, der historisk findes. Det er derfor både

rationelle og adfærdøkonomiske effekter, der lige nu er i spil på de finansielle markeder, forklarer han og bruger nedenstående graf som eksempel. Den viser afkastene for henholdsvis value- og vækstaktier fra december 1926 til januar 2009 holdt op imod de recessionsperioder, der er indtruffet i perioden.

“Vi ser tydeligt, at value-aktier klarede sig værre under Depressionen og den efterfølgende recession i 1937”, forklarer han. “Alle recessioner sammenlignes naturligvis med den store recession i 1930’erne, så derfor er opfattelsen af, at value-aktier konsekvent klarer sig dårligere under recessioner måske bare gået i arv”.

Value- og vækstaktier i recession



Figurtekst: Value- og vækstaktier gennem recessioner. \$100 investeret i december 1926 frem til januar 2009. (Recessioner er her defineret af det amerikanske National Bureau of Economic Research, the NBER.)

Kilde: Sparinvest

“Men som det også fremgår af grafen, så er der det meste af tiden ikke den store forskel på, hvordan value- og vækstaktier klarer sig under recessioner, hvor begge har det svært. Ved nærmere eftersyn ser man, at selvom value-aktiers højere afkast i forhold til vækstaktier er mindre i relative termer, når vi går ind i en recession, så klarer value-aktier sig stadig bedst i absolutte termer. Ligeledes gælder det, at når vi går ud af recessionen, så er value-præmien større end under normale forhold. Det vigtigste er dog, hvad der sker i det lange løb, og her er prisen, man må betale for at holde sig væk fra value-aktier, ganske betydelig.

Ved udgangen af testperioden er value-porteføljen 10 gange højere end vækstporteføljen. Så medmindre man er bedre end markedet til at forudsige recessioner, så kan det være kostbart at gå uden om value-aktierne”.

Aktiemarkederne tænker fremad - er tiden inde for value-aktier nu?

Aktiemarkederne er fremadskuende, og derfor kan vi gå ud fra, at frygten for en dyb recession allerede er indregnet i aktiekurserne. Hvad enten man foretrækker en traditionel eller adfærdsmæssig forklaring for value-præmien, og hvis man forventer, at økonomien snart løfter sig ud af recessionen, så kan value-aktier være en gunstig mulighed.

Om Sparinvest:

Sparinvest blev etableret som Danmarks første børs-noterede investeringsforening i 1968 og har siden udviklet sig til et internationalt kapitalforvaltnings-hus. I dag forvalter og rådgiver Sparinvest en samlet kapital på 80 mia. kr. (pr. ultimo april 2009), og vi udbyder langsigtede og stabile investeringsprodukter i 16 europæiske lande.

Dette materiale udgør ikke individuel investeringsrådgivning og kan ikke påberåbes som grundlag for en beslutning om køb eller salg (eller undladelse heraf) af Sparinvests produkter. Materialet er alene udarbejdet som orientering til dig og dit pengeinstitut og skal læses sammen med foreningernes gældende prospekter og de senest offentliggjorte års- og delårsrapporter. Investering er altid forbundet med risiko for tab, og historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Derfor kan Sparinvest-koncernen og foreningerne ikke påtage sig noget ansvar for den rådgivning, der ydes og dispositioner, der foretages, eller undlades, i forlængelse af dette materiale. Der tages forbehold for trykfejl, beregningsfejl og eventuelle øvrige fejl i materialet.

