

Kortsiktig värderingsdebatt väcker långsiktig debatt

David Rindgren

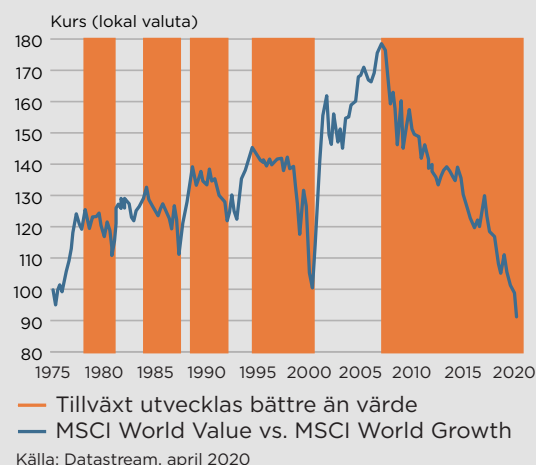
Portföljförvaltare, C WorldWide Asset Management Fondsmaeglerselskab A/S.

Sedan 1930-talet, när kapitalförvaltaren T. Rowe Price grundades, har diskussionen på marknaden ofta kretsat kring den eviga frågan om "tillväxt kontra värde". Thomas Rowe Price, Jr. etablerade en tillväxtfokuserad investeringsstil som senare förstärktes på 1950-talet genom Philip Fishers inflytelserika bok *Common Stocks and Uncommon Profits*. I juli 2020 kan vi konstatera att globala värdeaktier har varit i en relativ "bear market", med fallande kurser, jämfört med tillväxtaktier sedan slutet av 2006 (figur 1), men den senaste tidens värderally har än en gång lett till att debatten har tänt till.

Vi vet alla att 2020 har varit allt annat än ett normalt år så här långt. Efter de globala aktiekursernas störtdykning i början av året har återhämtningen också varit okaraktäristisk. Återhämtningen från de låga nivåerna i slutet av mars leddes av de senaste decenniernas ledande tillväxtaktier och inte som vanligen av värdeaktier inom bank, energi och sällanköpsvaror. Även om de här bolagen överpresterat måste man, efter en så lång period med stark avkastning från tillväxtbolag, fråga sig vad som kommer härnäst?

Innan vi delar med oss av vår syn på den här diskussionen, behövs några förtydliganden. Det verkliga värdet på ett bolag och dess aktier är förstas relaterat till den vinsttillväxt som bolaget kan generera, eller som Warren

Figur 1: Tillväxt kontra värde



Buffet lär ha sagt, "tillväxtinvestering och värdeinvestering förenas i höften". Värdeaktier beskrivs ofta något förenklat som aktier med låg värderingsmultipl såsom lågt P/B- eller P/E-tal, och tillväxtaktier som aktier med tillväxt över genomsnittet och som vanligtvis handlas med höga värderingsmultiplar. Vi på C WorldWide investerar i bolag som vi anser varaktigt kan öka sina vinster mer än BNP

under många år och där merparten av bolagets värde beror på framtida tillväxt och inte historisk tillväxt. Vi söker inte nödvändigtvis bolag med högst tillväxt och ingenting hindrar oss från att investera i det som traditionellt ses som värdesektorer, till exempel bank och sällanköpsvaror. När vi investerar i dessa sektorer investerar vi i den växande delen av dem. Trots detta placeras vi ofta i kategorin tillväxtinvesteringar, även om vår syn på tillväxt och värde är mer nyanserad än de två enkla kategorier som ofta diskuteras.

Mekanismen bakom ett värderally skiljer sig något från när tillväxtaktier överpresterar. De skarpa rörelserna uppåt varar ofta kortare tid och i de flesta fall drivs de av att nedtryckta värderingsmultiplar rör sig uppåt, även när vinsterna tenderar att minska. En analys från Exane visar att vinsterna vid värderallyn i Europa under de senaste 20 åren minskade i 75 procent av fallen. Trots övertygelsen att ett bolags avkastning på eget kapital (ROE) ökar när de låga nettomarginalerna stiger, så är det alltså multipelökningen som driver värderallyn. När det gäller så kallade *deep value*-investeringar drivs rallyn av uppfattningen att värderingen helt enkelt har nått ohållbart låga nivåer och därför måste upp igen. Våra investeringar i bolag med en avkastning på eget kapital som ligger över genomsnittet görs utifrån vetskapen att om bolaget varaktigt kan återinvestera sina vinster till en avkastning på eget kapital som ligger över genomsnittet, så bör detta även fortsättningsvis driva en vinsttillväxt över genomsnittet.



Mekanismen bakom ett värderally skiljer sig något från när tillväxtaktier överpresterar

När världen snabbt stängde ner på grund av coronapandemin föll många ekonomiska indikatorer, som arbetslöshet och inköpschefsindex, i en tidigare aldrig skådad takt. När sedan regeringar och centralbanker startade upp ekonomierna, med stimulanspaket på historiska nivåer, (18 biljoner USD i stimulansåtgärder jämfört med en väntad BNP-minskning på 10 biljoner USD), kan en kraftig kortsiktig återhämtning i nedtryckta

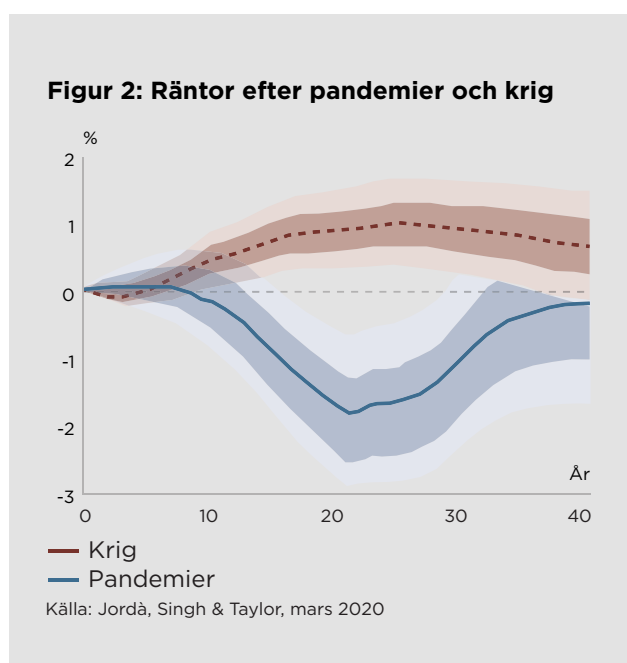
värdetillgångar förväntas med tanke på den kortsiktiga ”sockerchock” som likviditeten ger bränsle åt. Men när vi blickar framåt på medellång – och längre sikt – ser tillväxttillgångar fortfarande attraktiva ut.

Det är i princip omöjligt att prata om tillväxtaktier utan att nämna det som utgör merparten av kategorin, nämligen teknologiaktier. Medan vissa andra kategorier av bolag som grupp varaktigt kan växa snabbare än ekonomin i stort på medellång sikt (och därmed mycket väl kan fånga vårt intresse), är tillväxtaktiernas framtid helt kopplad till framtiden för teknologin. Den digitala omvandlingen i kombination med affärsmodeller för digitala varor och tjänster med marginalkostnader på nära noll innebär att dessa bolag har kunnat växa snabbt och mycket lönsamt, ofta på bekostnad av ”traditionella” bolag som säljer fysiska varor. Sektorns storlek med ett kombinerat börsvärde på nära 20 procent av S&P 500 ger skäl till eftertanke, men är också ett tecken på de genomgripande samhällsförändringar vi upplever. Investerare som brukar placera i värdetillgångar och som fokuserar på multiplar som lågt P/B-tal kommer inte att korrekt lyckas avgöra det värde som vissa bolag nu genererar från immateriella tillgångar och som inte återspeglas i balansräkningarna.

Pandemin stärker de långsiktiga drivkrafterna bakom tillväxt kontra värde

Många av de långsiktiga trender som driver teknologisektorn tycks bara ha påskyndats av pandemin. Kreditkortsinformation från Bank of America visar att internetköpen stod för närmare 30 procent av kreditkortsvolymerna under nedstängningarna. Tidigare låg nivån på cirka 15 procent och ökade med cirka 1-1,5 procent per år, vilket innebär att vi i princip sett en 15-årig ökning på 15 veckor. Även om siffrorna ökade snabbt i och med att konsumenterna i många länder inte hade några alternativ till att handla på nätet visar undersökningar att det här förändrade beteendet kan hålla i sig. 17 procent av konsumenterna i Bank of Americas undersökning uppger att de aldrig kommer att handla i ett köpcentrum igen och 63 procent att de kommer att köpa färre kläder i fysiska butiker. Under våren genomförde vi ett antal samtal med branschexperter för att förstå migreringen av data till molnet. Alla var överens om att pandemin har påskyndat denna och bolag som tidigare talade om en tidshorisont på 5-10 år tror nu i många fall istället på 2-3 år.

Pandemin kan till och med påverka en av de viktigaste långsiktiga drivkrafterna för tillväxttaktier och vara orsaken till att de har presterat så bra sedan slutet av 2006, nämligen låga räntor. En studie av tolv viktiga effekter av pandemier på räntorna av Óscar Jordà, Sanjay R. Singh och Alan M. Taylor visar att räntorna förblir väsentligt nedtryckta under ungefär 40 år efter en pandemi (figur 2). Detta står i kontrast till det som händer efter krig när kapital förstörs och inflationen istället stiger. ”Kriget” mot den pandemi som världens regeringar utkämpar har förstås inte lett till någon fysisk förstörelse, men storleken på stimulansåtgärderna har aldrig skådats annat än vid faktiska krig.



Strateger vid Goldman Sachs lyfter fram höga skuldnivåer och låg nominell tillväxt bland de tre främsta drivkrafterna för nästa marknadscykel (de andra två av de tre var låg inflation och den fortsatta digitala revolutionen). I kampen mot den ekonomiska skada som Covid-19 och nedstängningarna orsakar har vissa länder utökat sin skuldsättning med 10–20 procent, vilket också förstärker den här långsiktiga drivkraften. Sammanfattningsvis menar de att "...såvida inte de underliggande grunderna för låg nominell tillväxt, obligationsräntor och vinster förändras, eller om den digitala revolutionen utmanas på ett väsentligt sätt, ser vi sådana förändringar som taktiska och inte långsamma." Med andra ord skulle tillväxt fortsätta att vara viktigare än värde på lång sikt.



Eftersom regeringarna nu inleder en stor offentlig utgiftsrunda kan inflationen komma att bli en verklig risk för att tillväxttaktier inte ska kunna fortsätta överprestera

Vilka är riskerna med vår tes?

Här finns de viktigaste faktorerna att hålla koll på för att se om tillväxtkategorin verkligen kommer att utmanas den här gången. Som nämnts ovan verkar flera av dem troligen inte att förändras. Det återkommande mönstret med pandemirelaterad räntepress nedåt, i kombination med acceleration av deflationstendenser som drivs av teknologisk förändring, bör kunna motverka värdeinvesteringarnas bästa vän – inflation. Eftersom regeringarna nu inleder en stor offentlig utgiftsrunda kan inflationen komma att bli en verklig risk för att tillväxttaktier inte ska kunna fortsätta överpresteras. Det är dock fortfarande svårt att argumentera emot de många drivkrafter för lägre inflation som pandemin medför.

En långsiktig framtida drivkraft för ekonomisk tillväxt, den demografiska utvecklingen, påverkas i stort sett inte av coronaviruset. Man skulle kunna hävda att den avmattande eller i vissa fall negativa befolkningstillväxten som vi ser i vissa länder skulle leda till större brist på arbetskraft och därmed löneökningar och stigande inflation. Den här trenden har varit mest uttalad i Japan, och där har detta inte varit fallet. Lönerna för manliga arbetstagare sjönk markant i nominella termer, men ökade något i reala termer, mellan 2000 och 2018. Man får inte glömma att den här utvecklingen gjordes under en period då den ekonomiska tillväxten var stark i omvärlden och att den globala ekonomiska tillväxten nu dämpas mer brett. Ingen av de här krafterna fanns under de senaste perioderna med hög inflation. I slutet av 1940-talet återupbyggdes världen efter det mest förödande krig som någonsin utkämpats och under 1970-talet var den demografiska situationen långt ifrån så dålig som idag.

Även om ännu fler skatter och regleringar kan skada lönsamma tillväxtföretag, verkar konfliktlinjerna för nästa handelskrig alltmer komma att dras mellan de

större ekonomiernas ledande teknologiföretag. Att belasta dem med mer skatter och regleringar skulle därför vara kontraproduktivt för ländernas egna strategiska intressen. Faktum är att under flera av de kalla krigsperioderna mellan Storbritannien och Tyskland 1890-1914 och mellan USA och Sovjetunionen/Ryssland på 1960- till 1980-talet har tekniken och företagen bakom utvecklingen, med hjälp av statliga program, tagit de största kliven framåt. Eftersom Kina i allt högre grad utmanar USA på teknologifronten blir vi inte förvånade om den här dynamiken upprepar sig

och gynnar tillväxtinvesteringar inom teknologisektorn.

Även om de flesta tror att tillväxt kommer att fortsätta prestera bättre än värde kan vi konstatera att pandemin påskyndat flera av dess främsta drivkrafter. Vissa är redan uppenbara, som ökad internethandel, medan andra är mer hypotetiska som att handelskriget mellan USA och Kina förvandlas till ett kallt krig – utkämpat ännu en gång med hjälp av teknologi.

En avvikande åsikt om en sektor där det råder konsensus

Slutligen vill vi berätta om något där vi ser mindre konsensus. Det är en idé som nyligen presenterades av strategen Ben Thompson i sin blogg ”Stratchery” och även i intervjuer. Han menar att teknologi faktiskt i mångt och mycket liknar andra sektorer. Den är inte så disruptiv som de flesta tror.

Även om den kan störa företag utanför den egna sfären, precis som bilföretagen utgjorde en extern chock för hästtransporter för hundra år sedan, är den mindre disruptiv än vad många tror inom teknologisektorn. Den här åsikten passar också väl in i det arbete med lång-

siktiga cykler som Carlota Perez bedriver och som hon skriver om i *Technological Revolutions and Financial Capital*. Efter en första överinvesteringsdriven ”boom and bust”-period (IT-kraschen 2000 och utslagning och konsolidering bland biltillverkarna på 1920-30-talen) förblev de återstående ledarna (Ford, General Motors och Chrysler) relevanta i många decennier. Få investerare (och värderingsmodeller) tror att Google, Amazon och Microsoft kan hålla sig på topp lika länge som den tidens bilföretag lyckades göra, trots många likheter. Den nya generationen branschledare kan också vara mindre störande inom den här lilla gruppen, vilket innebär att vi som investerare befinner oss i ett tidigt skede av bolagens tillväxtutveckling.

Denna publikation har upprättats av C WorldWide Asset Management Fondsmäglerselskab A/S Danmark Filial i Sverige (CWW AM SE). Denna publikation tillhandahålls endast i informationssyfte och utgör inte, och skall inte betraktas som, ett erbjudande, en uppmaning eller en inbjudan att delta i investeringsaktiviteter, ej heller som investeringsrådgivning eller som investeringsanalys. Publikationen har således inte framtagits i enlighet med lagkrav utformade för att främja oberoende investeringsanalys, och är inte föremål för något förbud att handla innan investeringsanalysens spridning. All information som är uttryckt är endast gällande från och med tidpunkten för offentliggörandet och kan komma att ändras. Publikationen har utarbetats från källor CWW AM SE anser vara pålitliga och alla rimliga försiktighetsåtgärder har vidtagits för att säkerställa att uppgifterna är korrekta och noggrant preciserade. Korrektheten och noggrannheten är emellertid inte garanterad och CWW AM SE tar inget ansvar för eventuella fel eller brister. Publikationen får inte reproduceras eller distribueras, helt eller delvis, utan skriftligt samtycke från CWW AM SE. Historisk avkastning är ingen tillförlitlig indikator för framtida avkastning. Fondandelar kan både öka och minska i värde, och kan påverkas av ändringar i valutakursen. Det finns inga garantier för att du får tillbaka hela det investerade kapitalet. För mer information, se respektive KIID och prospekt på cworldwide.com/se.

C WORLDWIDE ASSET MANAGEMENT FONDSMÄGLERSELSKAB A/S DANMARK FILIAL I SVERIGE

Box 7648 · Blasieholmsgatan 5 · SE-103 94 Stockholm · Tel +46 8 535 273 00 · Org.nr. 516405-7233 · cworldwide.com/se

Insikt Q3 2020