

Myter och fundamentalism i investeringsvärlden

Morten Springborg

Global temaspecialist, C WorldWide Asset Management.

Viktiga lärdomar

- Många ser en akties återgång till sitt medelvärde (*"mean reversion"*) som en naturlag. Men för att nå ekonomisk framgång på lång sikt finns det ingenting som är farligare än att följa den här principen. Att tro på *"mean reversion"* när det gäller förhållandet mellan värde och tillväxtaktier är samma sak som att tro att de underliggande strukturella förhållandena i våra ekonomier står inför en vändning. Istället för att se värde vs tillväxt som en boxningsmatch mellan två helt olika motståndare, måste man inse att en bra investering handlar om att hitta både värde och tillväxt. Istället för fundamentalistiska diskussioner bör man istället fokusera på att identifiera de få bolag som på ett lönsamt sätt kan växa sig större över tid – de vi kallar *"compoundingbolag"*.

är en *'bull market'* där den som använder det nedsättande ordet bubbla inte själv har deltagit". Idag är det mer populärt än någonsin att kommentera den till synes galna prissättningen av aktier och marknader, men ha James Grants citat i åtanke när du bedömer dessa åsikter. Det kan vara så att personen baserar sin åsikt mer på emotionell än rationell grund.

//

En bubbla är en 'bull market' där den som använder det nedsättande ordet bubbla inte själv har deltagit.

Investeringsvärlden är *"big business"*, där upprepade misstag och långsiktig underprestation får stora konsekvenser. Den som har blivit *"överkörd"* av marknaden använder därför ofta bortförklaringar, till exempel att marknaden beter sig irrationellt, men att investerarna alldeles snart kommer att se ljuset och hitta rätt prissättning. En annan ursäkt kan vara att marknaden är momentumdriven och att de faktorer (t ex tillväxt eller kvalitet) som driver marknaden inte passar ens investeringsfilosofi. För båda

Ett av de mest självvironiska men också insiktsfulla citat som vi har stött på myntades av Wall Street-legendaren och värdeinvesteraren James Grant. Han sa att *"en bubbla*

orsäkra finns det dock en underliggande tankegång som är en av de största myterna i investeringsvärlden, nämligen tanken om "mean reversion". Det finns tyvärr ingen bra översättning, men innebörden är att om något har stigit eller sjunkit väsentligt kommer det att finnas en naturlig tendens till motreaktion. Utvecklingen kommer att vända och kurserna kommer att återgå till det man kallar "rätta värdet". Men för att nå ekonomisk framgång på lång sikt finns det dock ingenting som är farligare än att följa principen om "mean reversion". Låt mig ge några exempel:

Myt 1: Räntorna har fallit så mycket att de bara kan stiga när ekonomin återhämtar sig efter lågkonjunkturen.

Verkligheten är att räntorna ofta fortsätter att falla efter att ekonomin har kommit ut ur en lågkonjunktur. Räntor rör sig inte tillbaka till medelvärdet, varken på kort eller medellång sikt. Det finns många strukturella skäl till detta, bland annat demografi och teknologi, men viktigast av allt är nog att lågkonjunkturer leder till högre skuldsättning, och ökad skuldsättning är deflationsdrivande, vilket ytterligare pressar ner räntorna. Nu har räntorna fallit till nära noll och kan därför knappast falla mer. Det är troligt att räntorna kommer att ligga på en historiskt extremt låg nivå under många år framöver. För att förstå varför hänvisar vi av utrymmesskäl till [Hoisington Quarterly Review and Outlook, Third Quarter 2020](#) av Dr Lacy Hunt, som förmodligen har beskrivit det här bäst.

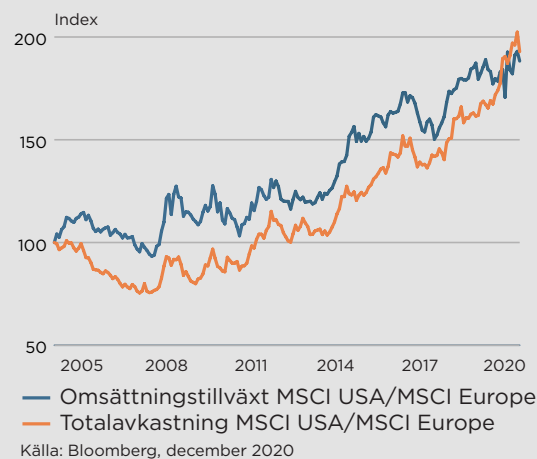


Men för att nå ekonomisk framgång på lång sikt finns det dock ingenting som är farligare än att följa principen om "mean reversion".

Myt 2: Europa kommer nu äntligen att överträffa USA eftersom Europa hittills har underpresterat så kraftigt.

Verkligheten är att Europas historiska avkastningsutveckling inte säger något om den framtida utvecklingen. Myten liknar påståendet att försäljningen av Nokiamobiler kommer att överträffa försäljningen av iPhonemobiler

Figur 1: Relativ vinsttillväxt driver mer-avkastning

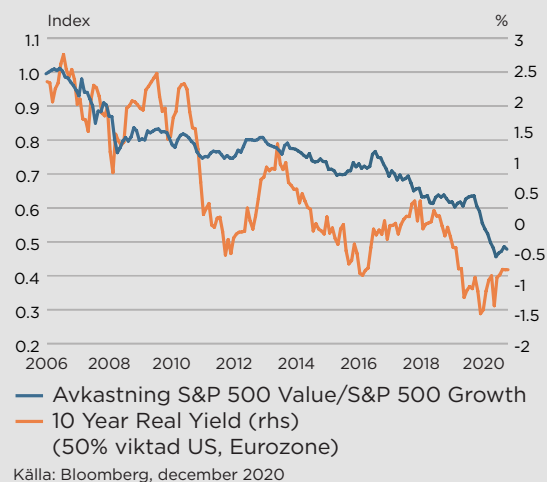


eftersom Nokia under lång tid har sålt mycket sämre. Verkligheten är att det enda som kan få Europas aktiemarknader att klara sig bättre än USA:s är att de europeiska företagens tillväxt blir strukturellt högre än de amerikanska företagens. Se diagram 1 ovan. Här handlar det inte om någon "mean reversion". Det skulle kräva att Europa plötsligt vände det demografiska åldrandet och samtidigt blev dynamiskt och företagsvänligt.

Myt 3: Värdeaktier har underpresterat kraftigt under många år så nu kommer värdeaktier att överträffa tillväxtaktier igen.

Sanningen är att detta är ett klassiskt påstående som värdeinvestorer har upprepat varje år sedan värdeaktier började prestera sämre än tillväxtaktier 2007. Sedan dess har det gjorts sporadiska försök att ändra trenden, men varje gång de så kallade värdeaktierna (som för övrigt är ett mycket vagt definierat begrepp) har försökt komma med i matchen igen, har de åter hamnat på ruta ett – eller satts helt ur spel. Det finns många anledningar till detta. En anledning är att vi lever i en tid då pengar inte kostar någonting. Centralbankerna har skapat överlikviditet i ekonomierna, vilket har sänkt räntorna till historiskt låga nivåer och ökat värdet på framtida kassaflöden, och gjort att värdet på tillväxtaktier har blivit högre än på värdeaktier. Se diagram 2 på nästa sida. Omvänt har den ekonomiska tillväxten varit en besvikelse, och när tillväxten generellt är låg blir värdet på områden med tillväxt högre. Det är anledningen till att priset på tillväxtaktier har stigit så mycket.

Figur 2: Värde har utvecklats sämre än tillväxt drivet av fallande räntor



Ytterligare en anledning är att våra ekonomier genomgår stora förändringar. Digitaliseringen accelererar och ökar värdet på immateriella tillgångar på bekostnad av materiella tillgångar, vilket traditionell värdeanalys inte lyckas fånga upp så bra. Generellt sett är det största problemet med traditionell värdeanalys att det är för mycket fokus på pris och för lite på själva affärsmodellen. Traditionella värdeaktier är idag något man kan likna vid ”smältande isbitar” eftersom affärsmodellen har strukturella utmaningar, antingen på grund av utvecklingen i ekonomin med t ex låga räntor, vilket innebär att bankerna blir mindre och mindre lönsamma, eller trenden mot mer hållbara investeringar, som i grunden utmanar företag inom energi, transport och tobak, som är de viktigaste värdekategorierna. Att tro på ”*mean reversion*” när det gäller förhållandet mellan värde- och tillväxtaktier är samma sak som

att tro att de underliggande fundamentala förhållandena i våra ekonomier står inför en vändning. Man måste tro på en varaktig höjning av räntorna som drivs av stigande inflation, stigande tillväxt och sysselsättning, och att investerarna tonar ner betydelsen av hållbara investeringar. Det är troligt att de vacciner mot Covid-19 som kommer under 2021 kan innebära en tillfällig uppmuntran, men vad händer efter Covid-19? Tror man verkligen att Covid-19 var en milstolpe för att skapa bättre ekonomiska förutsättningar för strukturell tillväxt under de kommande åren, och att hållbara investeringar kommer att betyda mindre under de närmaste åren? Många ser ”*mean reversion*” som en naturlag. Men mänskligheten handlar om långsiktiga framsteg – evolution. Detta visar sig framför allt genom att det är ett fåtal bolag som bidrar till att driva utvecklingen. I grund och botten tror vi på C WorldWide att uppdelningen mellan värde och tillväxt är felaktig och kommer att bli mer och mer irrelevant under de kommande åren. Vissa talar om värde vs tillväxt som om det vore en boxningsmatch mellan två helt skilda motståndare. Det är fel. I verkligheten handlar en bra investering om att hitta både värde och tillväxt. I alla fall för C WorldWide. Istället för fundamentalistiska diskussioner tror vi att det är bättre att fokusera på att identifiera de få bolag som på med lönsamhet sätt kan växa sig större över tid – de vi kallar ”*compounding-företag*”.

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 FONDSMÆGLERSELSKAB 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 Q1 2021