

JUNI 2023

MAJ INVEST MÅNED

Stigende aktiekurser hviler på solidt fundament



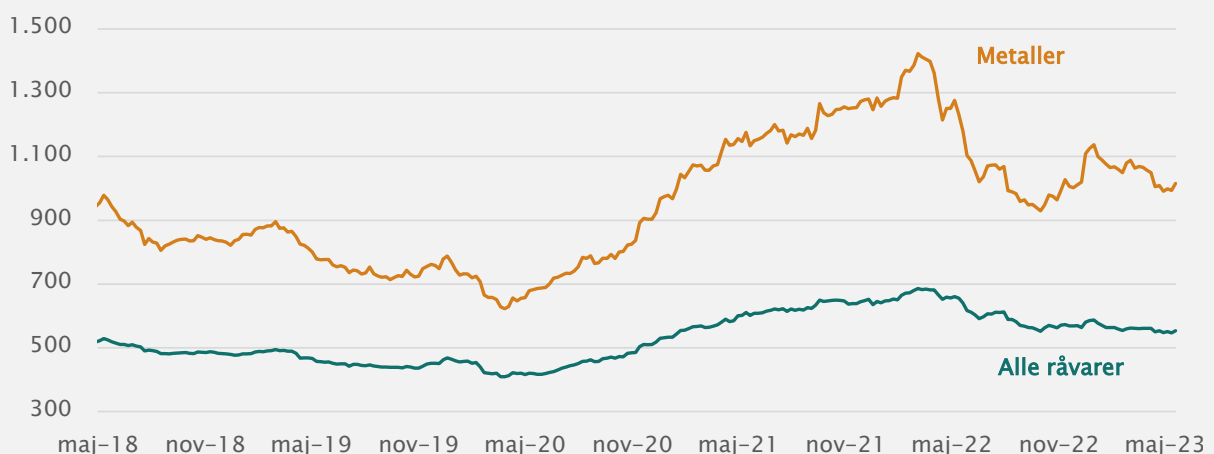


Maj Invest, 26. juni 2023
Af Jeppe Christiansen, adm. direktør i Maj Invest

Stigende aktiekurser hviler på solidt fundament

Den globale økonomi har det bedre, end mange økonomer troede muligt. Vækstraten i USA er omkring 1,5 pct., og i EU har vi tilsyneladende undgået en større økonomisk recession, som krigen i Ukraine og de stigende energipriser normalt ville have udløst. I figur 1 er vist en af de bedste indikatorer for global vækst – nemlig udviklingen i prisen på de industrielle råvarer. Hvis vi var i nærheden af en global recession, ville vi have set betydelige fald i kobberprisen, olieprisen og alle de industrielt anvendte råvarer. Det ser vi ikke. Der kommer næppe en recession i denne omgang.

Figur 1: Råvarepriser er indikation på fortsat vækst (Indeks)



Note: Indeks 1967 = 100.

Kilder: CRB og Bloomberg.



Dette kan formentlig bedst forstås, hvis man analyserer udviklingen helt tilbage til før covid-krisen. Den massive udpumpning af købekraft i form af hjælpepakker under covid-krisen betød, at både virksomheder og forbrugere havde en solid opsparing på bankbogen, da energikrisen brød ud. Derfor kunne forbrugere og virksomheder opretholde en næsten normal investerings- og forbrugsadfærd, selvom reallønnen faldt, og renten steg i forlængelse af den høje inflation i 2022. Politikerne fejdoserede finanspolitikken under covid-krisen ved at pumpe alt for meget købekraft ud i samfundet, men det viste sig at være næsten genialt, fordi den overskydende købekraft har medvirket til, at vi ikke har fået den recession, som Ukrainekrigen og energikrisen ellers ville have skabt.

Hertil kommer, at markedsmekanismerne har virket usædvanlig effektivt. De høje gaspriser har fået virksomheder og borgere til at spare på energien og finde alternative løsninger i et sådant omfang, at energipriserne er tæt på det gamle niveau. Derfor er inflationen ved at forsvinde, næsten lige så hurtigt som den kom. Vi kommer nok ikke helt tilbage til nul inflation, men en inflation i omegnen af 2–3 pct. vil være realistisk og skabe god økonomisk balance.

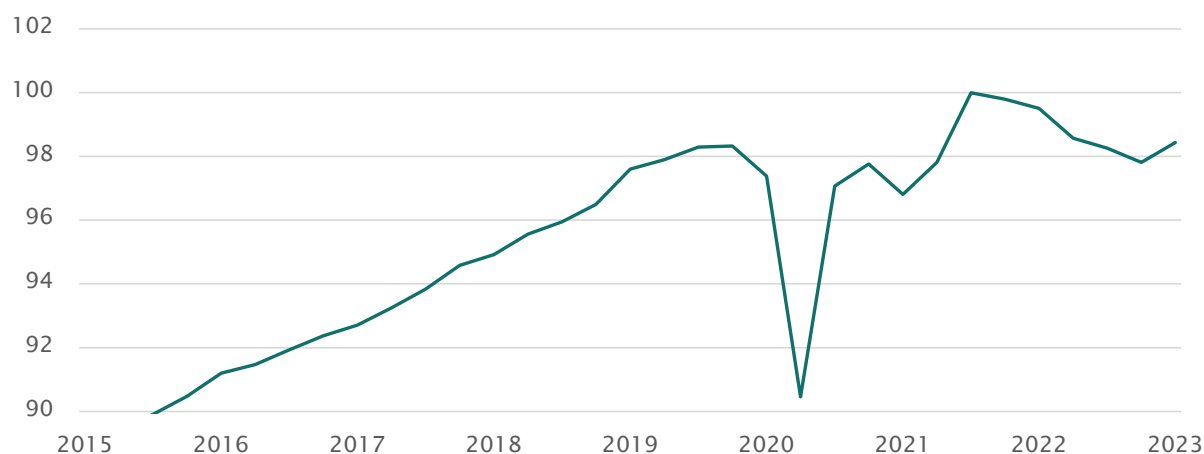
I USA stiger lønningerne med omkring 5 pct., og inflationen er nu nede omkring 3 pct. målt på de seneste seks måneder. Det betyder, at der er stigende realløn, og da beskæftigelsen også stiger med omkring 200.000 hver måned, er resultatet, at det amerikanske privatforbrug fortsætter sin stigning, der lige nu er på omkring 3 pct. årligt.

I Europa går det lidt langsommere. Sidste år var inflationen 3–4 procentpoint højere end lønstigningerne, og derfor havde de fleste et betydeligt reallønsfald. I år ser det anderledes ud. Lønningerne stiger nu med omkring 5 pct., og inflationen er på vej ned under dette niveau



Samtidig stiger beskæftigelsen, og som det fremgår af figur 2, er den samlede europæiske lønsum nu i svag stigning målt i reale termer. Det betyder formentlig, at vi har set bunden på vækstkurven i Europa i det forgangne forår.

Figur 2: De samlede reale lønninger stiger igen i eurozonen (Indeks)



Note: Nominelle værdier er deflateret med privatforbrugsdeflatoren. Indeks Q3 2021 = 100.

Kilder: Eurostat, ECB og Bloomberg.

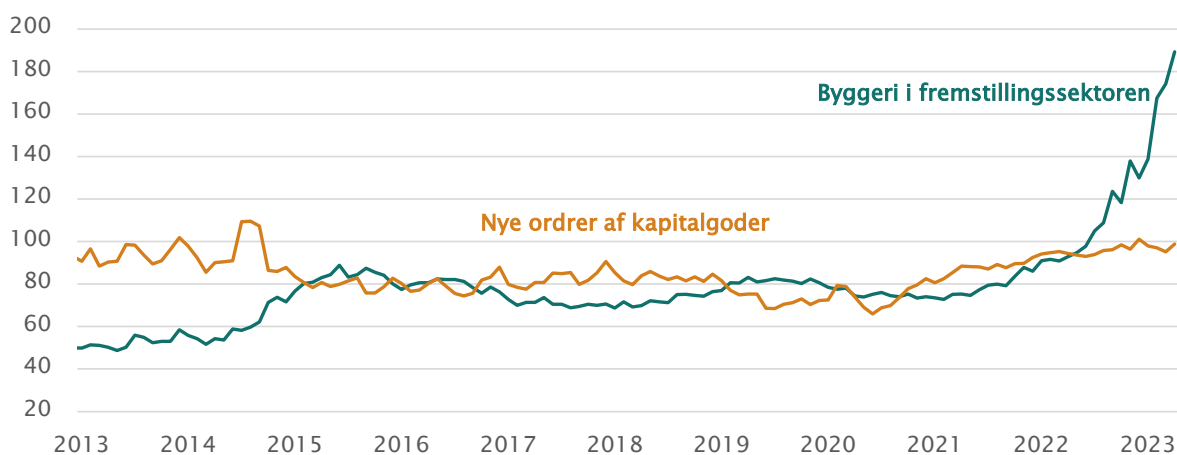
Der er næppe tvivl om, at boligbyggeriet vil få endnu et par hårde år. De stigende renter rammer nybyggeriet, som i de fleste europæiske lande udviser en klart faldende trend. Omvendt er der mange anlægsprojekter i gang, særligt knyttet til grøn energi og tilhørende infrastruktur, ligesom der også afsættes betydelige beløb til investeringer i forsvar og militær.

Erhvervslivets investeringer er også i strukturel vækst. Mange store globale koncerner har besluttet at mindske afhængigheden af Kina, og det betyder, at der investeres meget i udbygning af produktionsanlæg indenlandsk i USA og EU.



I figur 3 er vist, hvor meget erhvervslivets investeringer vokser i USA, hvor rigtig mange virksomheder er i gang med *reshoring* – altså flytter produktionskapacitet tilbage til hjemmemarkedet. Denne trend vil formentlig fortsætte de næste 3-5 år og kan give anledning til meget betydelige investeringer.

Figur 3: Amerikansk erhvervsliv investerer massivt (mia. dollar)



Kilder: U.S. Census Bureau og Bloomberg.

Alt i alt betyder dette, at det efterspørgselshul, som opstod på grund af faldende realløn og stigende renter, er blevet lukket af efterspørgsel knyttet til erhvervsinvesteringer, grøn energi og opsparing. Det skaber et helt klassisk efterspørgselmønster, som den kendte engelske økonom Keynes kaldte en multiplikatoreffekt. Altså det forhold, at stigende realløn og stigende beskæftigelse sammen med investeringer sætter gang i en selvforstærkende væksthremgang.

Frygten for, at inflationen ikke falder tilstrækkeligt eller igangsættes af stigende lønninger, er fortsat til stede. Og udviklingen følges nøje af centralbankerne. Vi har særligt i USA et fortsat presset arbejdsmarked med mangel på arbejdskraft. Det samme gælder Nordeuropa, og der er derfor en risiko for, at styringsrenterne bliver oppe på de 4-5,5 pct. i et pænt stykke tid endnu – og måske også, at de sættes lidt yderligere op.

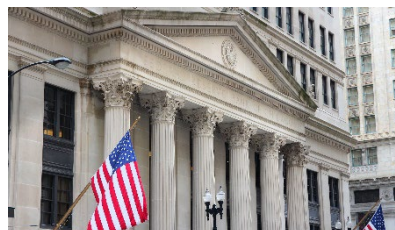
I figur 4 er vist de seneste inflationstal fra USA. Det er bemærkelsesværdigt, at prisstigningerne på forbrugsvarer helt er bremset op. Vi er tilbage på det gamle niveau omkring 2 pct. For servicefagene er det anderledes. Mangel på arbejdskraft i servicesektoren er den egentlige årsag til, at mange fortsat frygter inflation. De lave inflationstal og udsigten til, at vi kommer ned på 2–3 pct., styrker samtidig forventningen om, at centralbankerne ændrer kurs i slutningen af dette år. Mange investorer forventer, at der ikke er brug for de høje renter, når inflationen falder. Det er dog næppe holdbart på længere sigt. Den demografiske udvikling vil give anledning til periodevis mangel på arbejdskraft, men det betyder også stagnation i antallet af beskæftigede og store stigninger i antallet af folk på pension. Og det betyder en samlet set mindre opsparing i den private sektor. Dette vil på sigt presse renten op, og derfor kommer vi ikke tilbage til det gamle "rente-regime" med meget lave renter omkring 0–2 pct. Man skal som investor indstille sig på, at det langtidsholdbare renteniveau er tæt på 5 pct. i USA og 4 pct. i EU.

Figur 4: Fuld kontrol med inflationen i USA (inflation for forbrugsvarer, procent)



Note: Inflationen er opgjort i årsrater. Forbrugsvarerne er renset for fødevarer- og energikomponenter.

Kilder: Bureau of Labor Statistics og Bloomberg.



For aktiemarkedet er den seneste udvikling selvsagt meget positiv. Vi er nu i en situation, hvor de lange obligationsrenter ikke længere stiger, hvor væksten er på vej op, hvor der er rigelig likviditet, og hvor banksystemet er solidt og klar med den nødvendige kreditgivning. Samtidig har mange investorer været bekymrede for inflation, krig, energipriser og faldende børskurser. Med andre ord vil mange opleve, at det kommer til at gå langt bedre end forventet. Summen af disse trends er nærmest en opskrift på et stærkt aktiemarked. Der er derfor grund til en vis optimisme trods den meget bekymrende geopolitiske situation knyttet til udviklingen i Ukraine-krigen.

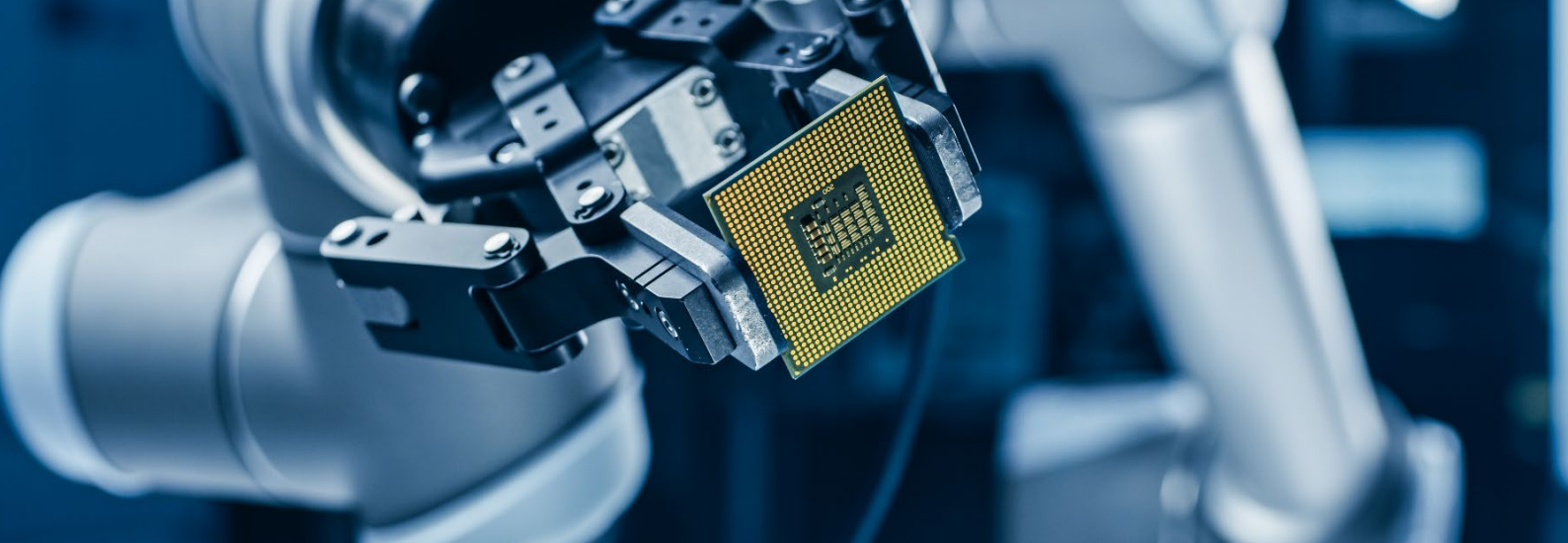
De fire vigtigste faktorer for aktiemarkedet:

- Ingen væsentlig rentestigning
- Vækstfremgang
- Masser af likviditet og kreditmuligheder
- Forventnings skift



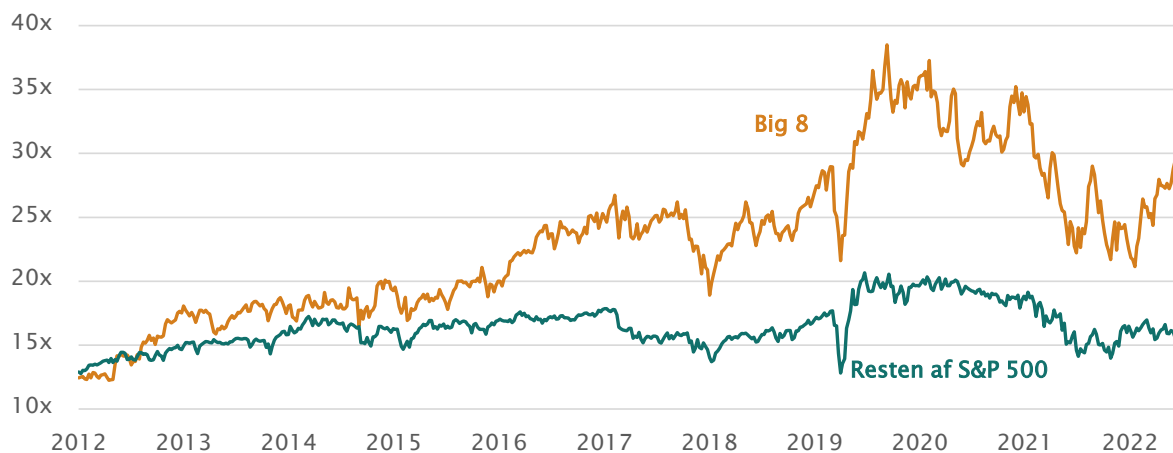
De seneste fire år har aktiemarkedet været præget af to stærke strømninger. Først steg mange teknologiaktier i forbindelse med covid-krisen, hvor den fysiske verden var delvist lukket ned. Det betød fx, at en lille aktie som Zoom i en kort periode var mere værd på børsen end Exxon. Helt bizart. Og efter covid har vi set, at forsvarsaktier og energiaktier er mangedoblet i kurs. Men også på dette område har vi set kursstigninger, som næppe er langtidsholdbare.

De kommende år vil billedet formentlig ændre sig. Kigger man på fundamentaler – altså hvor aktiekurser ligger i forhold til indtjeningen – så er der på markedet en række billige aktier. De såkaldte valueaktier koster typisk 14 gange indtjeningen ($P/E = 14$), mens de store populære aktier typisk koster 30 gange indtjeningen ($P/E = 30$) eller mere. Vi har endda set, at virksomheder, der arbejder med kunstig intelligens – de såkaldte AI-aktier – har priser på niveau med dem, vi så under IT-boblen i år 2000.



Vi vurderer, at dette kan være en AI-aktieboble under opbygning, så her skal man virkelig passe på som investor. Det er kun for de meget risikovillige. I figur 5 har vi vist, hvor høje P/E-værdier man betaler for verdens otte største virksomheder i forhold til, hvor meget man betaler for de øvrige amerikanske aktier. Forskellen er vokset meget i de seneste 10 år, og det kunne betyde, at de otte store aktier vil få svært ved at skabe afkast til aktionærerne de næste mange år. De otte store aktier handler til børskurser, der svarer til, at de var en slags sikre statsobligationer.

Figur 5: Prissætningen på de otte største aktier skiller sig markant ud (Forward P/E-værdier)



Note: "Big 8" omfatter Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Netflix, NVIDIA og Tesla.

Forward P/E-ratio angiver prisen ift. den forventede indtjeningsevne for det næste år.

Kilde: Yardeni.

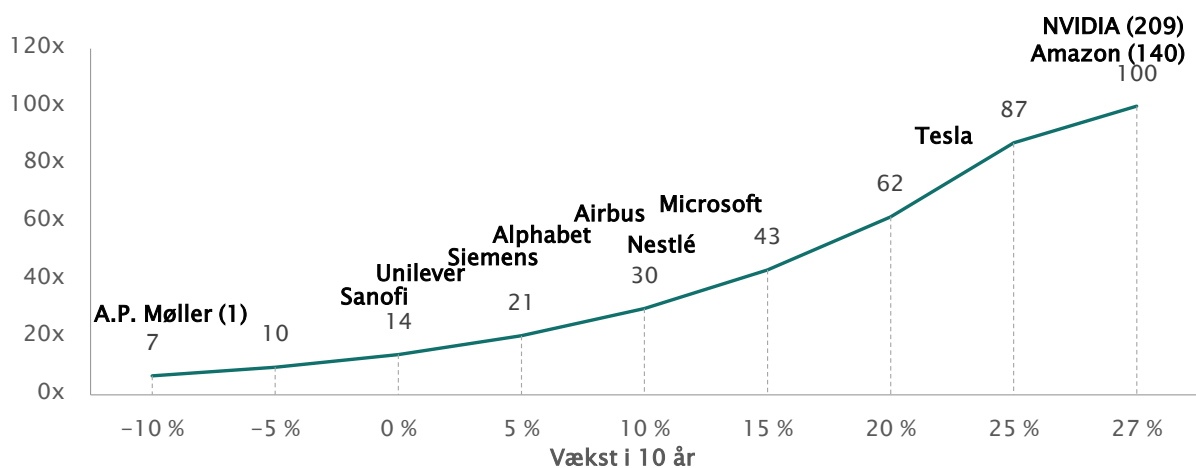
Til gengæld ser de europæiske aktier særdeles billige ud. I Maj Invest bruger vi en del analytisk energi på at kalkulere, hvor meget aktier bør koste, når de vokser hurtigt. Vi har stillet os selv spørgsmålet: Hvor meget skal et selskab vokse i de næste 10 år, hvis det skal kunne forsvare en høj P/E-værdi? I figur 6 har vi i et grafisk udtryk vist, hvordan de europæiske og de amerikanske aktier placerer sig i dette billede. Man skal læse den på følgende måde: Hvis en aktie rammer den P/E-værdi og den vækst, som aflæses i grafen, vil den give investor et normalafkast på 6 pct. p.a. Airbus, som har en P/E på 30, skal altså vokse 10 pct. om året i de næste 10 år for at give et normalafkast på 6 pct. årligt.



Konklusionen på grafen er derfor, at selvom mange europæiske aktier kun skaber vækst på 0–5 pct. i de næste 10 år, vil de kunne give 6 pct. årligt afkast til investorerne. Omvendt med de amerikanske aktier, som typisk skal skabe vækstrater på langt over 10 pct. for at kunne levere et normalt årligt aktieafkast på 6 pct.

Afslutningsvis skal det understreges, at vi i disse år har en højere geopolitisk risiko end normalt. Det betyder, at man som investor bør sikre sig ekstra likviditet og begrænset låntagning. Omvendt kan man som langsigtet investor have fordel i at opbygge en solid aktieportefølje baseret på de mange globale aktier, som faktisk handler på rimelige kursniveauer. Og global økonomi er mere stabil og tilpasningsdygtig, end mange helt forstår. Markedsmekanismerne og dynamikken i det private erhvervsliv er imponerende, som netop bekræftet gennem både covid-krisen og energikrisen.

Figur 6: Lommer i markedet prissættes med enorme vækstforventninger (Fair value P/E)



Note: Det er virksomhedernes 12M trailing P/E, der angives. Det er antaget, at årlig vækst efter de 10 år er på 4 pct., at renten er på 3 pct., og at der er en risikopræmie på 3 pct.

Kilder: Bloomberg og Maj Invest.

Ansvarsfraskrivelse

Dette materiale er udarbejdet af Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S ("Maj Invest"). Materialet er alene udarbejdet som informationsmateriale. Materialet er ikke et tilbud eller en opfordring til køb/salg af værdipapir, valuta eller finansielt instrument.

Materialet tager ikke udgangspunkt i og er ikke tilpasset nogen investors personlige forhold. Materialet er ikke investeringsrådgivning og bør ikke opfattes som sådan, materialet giver kun generelle informationer om værdipapirer, herunder investeringsbeviser. Materialets informationer kan ikke erstatte individuel professionel rådgivning.

Materialet er baseret på informationer fra kilder, som Maj Invest finder troværdige, men Maj Invest påtager sig ikke ansvar for materialets rigtighed eller for dispositioner foretaget på baggrund af materialet, herunder eventuelle tab.

Maj Invest og dets moderselskab samt medarbejdere i Maj Invest kan udføre forretninger, etablere, afslutte, ændre eller have positioner i værdipapirer, valuta, finansielle instrumenter, som er omtalt i materialet. Maj Invest kan endvidere udføre investerings- eller porteføljerådgivning for kunder, som er omtalt i materialet, f.eks. Investeringsforeningen Maj Invest. Maj Invest har samarbejdsaftale om formidling af handel med og information om investeringsforeningsandele i Investeringsforeningen Maj Invest, og Maj Invest honoreres herfor.

Vurderinger i materialet er baseret på skøn og forudsætninger. En investering i værdipapirer, herunder investeringsbeviser, er forbundet med risici. Bevægelser i markedet generelt eller hændelser knyttet til værdipapirer kan påvirke kursudviklingen, som dermed kan adskille sig væsentligt fra det i præsentationsmaterialet forventede. Historiske og tidligere afkast kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast. Vurdering af fremtidige afkast er baseret på formodninger, som måske ikke realiseres.

Materialet er beskyttet af ophavsretslovgivningen i Danmark. Materialet er til modtagerens personlige brug og må ikke udleveres, kopieres eller offentliggøres til andre uden Maj Invests tilladelse, andet end i det omfang det er nødvendigt til andre personer inden for samme organisation.