

OKTOBER 2023

MAJ INVEST MÅNED

Obligationer er "genfødt" som investeringskategori





Maj Invest, 12. oktober 2023
Af Jeppe Christiansen, adm. direktør i Maj Invest

Obligationer er "genfødt" som investeringskategori

Efter 10 års ørkenvandring kan obligationsinvestorerne nu igen se lys forude. Mange har med rette været bekymrede for rentestigningerne – særligt i den periode, hvor energipriserne drev inflationen i vejret. Men markedet har nu fundet et nyt balancepunkt med inflation omkring 2–3 pct., hvilket er lidt højere, end hvad vi havde vænnet os til i perioden før covid og Ukraine-krigen. Renterne ligger derfor i dag omkring 5 pct. afhængigt af den enkelte obligations kvalitet og løbetid. Det betyder, at man som obligationsinvestor kan se frem til en positiv realrente. Det kan igen betale sig at investere i obligationer. Og faktisk kan det gå hen og give rigtig gode resultater de næste 2–3 år. Obligationer er igen en reel konkurrent til aktier.

På længere sigt er det positivt, at kapital igen har en reel renteomkostning. Det er nødvendigt, at man ikke har nulrenter og "gratis" kapital i en moderne økonomi. Hvis man har det, vil man nemlig få de problemer, som vi så under finanskrisen, og som vi nu ser udspille sig i Kina. Når kapital er "gratis", bliver der overinvesteret, og det vil før eller siden føre til store tab for de involverede investorer.

Denne måned er temaet for artiklen derfor obligationsinvesteringer og renteforventninger. De spørgsmål, som trænger sig på, er følgende: Hvor høje obligationsafkast kan vi som investorer forvente i de kommende år? Er der stadig risiko forbundet med obligationer, ligesom vi så det sidste år? Og hvor mange obligationer skal man have i sin portefølje?

Får vi recession?

Det første spørgsmål, man stiller sig, er, om global økonomi kan klare sig igennem det nuværende uvejr uden en recession. Det er, hvad amerikanere vil kalde 10.000 dollar-spørgsmålet. I Maj Invest har vi et klart svar på dette. Amerikansk økonomi er i fremgang, og den har en størrelse, der gør, at det giver økonomiske multiplikatoreffekter i resten af verden i form af vækststimulanser, der er tilstrækkelige til at sikre en positiv global vækst. USA har sammen med Canada og Mexico et samlet privatforbrug, der er lige så stort som summen af privatforbruget i EU, Kina og Japan. Privatforbruget udgør mere end 60 pct. af BNP, og derfor vil den fremgang, vi lige nu ser i det amerikanske privatforbrug, betyde, at væksten kan fastholdes i flere år. I USA stiger lønningerne mere end priserne. Når reallønnen stiger, stiger det private forbrug. Samtidig investerer erhvervslivet i enorme grønne energiprojekter og i at sikre sig produktionskapacitet, der er uafhængig af Kina og tæt på det amerikanske hjemmemarked. Hertil kommer, at USA investerer betydeligt i forsvarsmateriel og sundhedssektoren.

Læg hertil, at både Kina og EU ser ud til at få en reallønsfremgang og en svag positiv forbrugsvækst, og at mange virksomheder igen begynder at producere mere for at opbygge deres lagre. Summen af dette kan aflæses i figur 1, hvor udviklingen i det globale erhvervslivs forventninger til væksten er vist. Et indekstal over 50 betyder, at den globale økonomi er i vækst. Og bemærk i figuren, at vi på ingen måde er i en situation, der ligner finanskrisen i 2008 eller covidkrisen i 2020. Markedsmekanismerne virker effektivt, og global økonomi er tilpasset den nye situation med højere energipriser, lidt højere inflation, markant højere renter og en vækstrate, der nok er lavere end normalt – men klart positiv.

Figur 1: Global økonomi er tilpasset det højere renteniveau og er stadig positiv



Note: PMI-tal over (under) 50 angiver stigende (faldende) økonomisk aktivitet som rapporteret af indkøbschefer.
Kilde: J.P. Morgan.

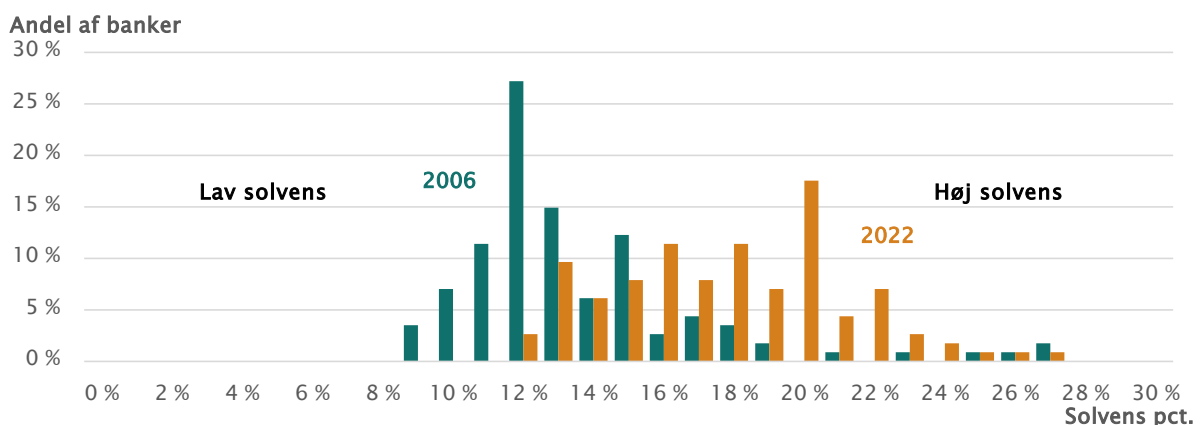


Er bankerne solide?

Det næste spørgsmål, man kan stille, er, om det globale banksystem kan holde til de store udsving, vi ser i renterne, og den belastning, som gældsplagede projekter kan give anledning til. Hertil er svaret et klart ja. Det europæiske og amerikanske banksystem er i dag meget solidt. Bankerne har polstret sig med egenkapital i en grad, vi ikke har set i mange år. Faktisk er de såkaldte solvensniveauer, som angiver størrelsen på bankernes egenkapital i forhold til deres risiko på udlån, på et niveau langt over 10 pct. Som det fremgår af figur 2, er solvensen i banksystemet også højere, end det man så forud for finanskrisen. Bankerne burde faktisk have ros for den kreditpolitik, de har ført de sidste 10 år.

Vi kan med andre ord konstatere, at hverken konjunktursituationen eller sundhedstilstanden i banksystemet burde give anledning til nogen forhøjet finansiel risiko. Man kan derfor godt som investor interessere sig for obligationsinvesteringer.

Figur 2: Bankerne har polstret sig med egenkapital



Note: Bankerne fordelt efter solvensprocent under finanskrisen og nu. Baseret på 114 banker.

Kilde: BIS.

Giver obligationer reale afkast?

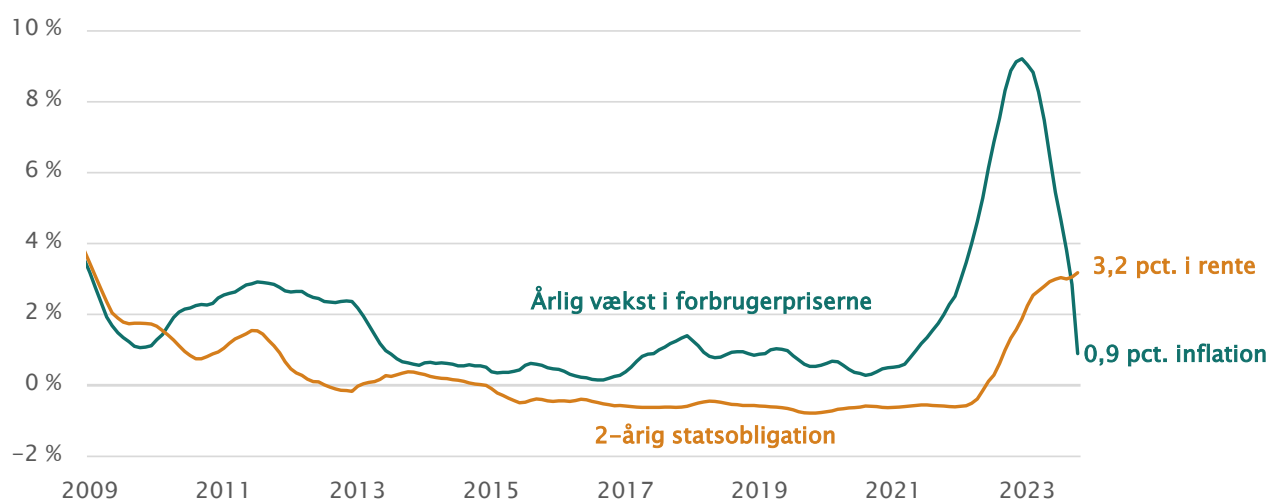
Det tredje spørgsmål er, hvor høje afkast man kan forvente i obligationsmarkedet. Efter et 2022 med store obligationstab er mange investorer nervøse for yderligere kursfald.

I figur 3 er vist renten på en dansk 2-årig statsobligation sammenlignet med inflationen. Det er tydeligt, at vi ser en strukturel ændring i markedet. For første gang i mere end 10 år er renten nu højere end inflationen. Renten er 3,2 pct., og det seneste inflationstal i Danmark var 0,9 pct. I USA er udviklingen endnu mere markant. Her er de korte renter på 5 pct., mens inflationen er omkring 3 pct. Med andre ord får man en positiv realrente og en stigende købekraft, hvis man investerer i helt almindelige statsobligationer.

Siden finanskrisen har vi haft unaturligt lave renter styret af centralbankernes meget aggressive pengepolitik. Det var nødvendigt for at sikre tilstrækkelig efterspørgsel i økonomien oven på finanskrisen. I perioden fra 2008 og 12 år frem til 2020 benyttede centralbankerne den mest offensive pengepolitik, vi har set historisk. Man satte styringsrenter til nul procent og i EU endda til minusrenter. Samtidig købte centralbankerne enorme mængder af obligationer i markedet (kaldet QE) og pressede på den måde alle markedsrenter ned. Politikken virkede, og man fik global økonomi på ret køl, samtidig med at man sikrede finansiering af den meget lempelige finanspolitik i mange lande.

Men man skal forstå, at perioden 2008–2020 med nulrenter er historisk atypisk og helt usædvanlig. Det, vi ser nu med renter på 4–5 pct., er det "normale". Det kan igen betale sig at købe obligationer og spare op på traditionel vis.

Figur 3: For første gang i mere end 10 år er renten højere end inflationen i Danmark



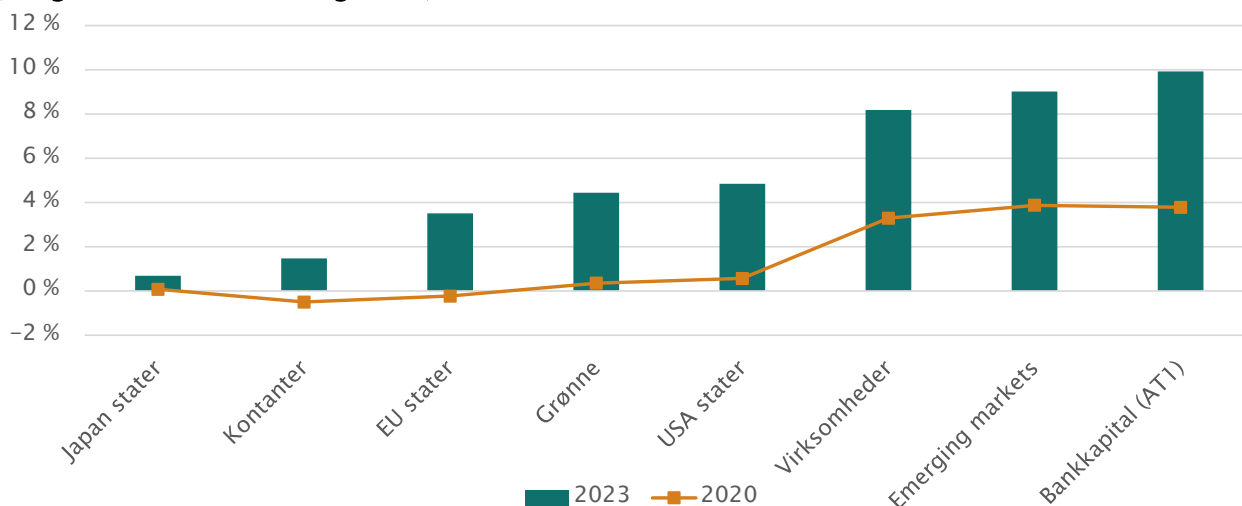
Note: Der er anvendt 6-måneders glidende gennemsnit indtil det sidste punkt, der angiver den seneste observation.
Kilde: Bloomberg.



Masser af muligheder

Og der er meget at vælge imellem. I figur 4 er vist en række forskellige obligationskategorier. Man får i dag afkast tæt på nul procent i de korte japanske statsobligationer og helt op til 10 pct. i de obligationer, som finansierer den risikovillige kapital i bankerne, også kaldet AT1. Alt efter risikoprofil kan man vælge det, som passer bedst. I Maj Invest fraråder vi obligationer fra Kina, som er præget af stor statslig styring af finanssektoren. Vi vurderer, at det for de fleste er mest relevant at købe globale obligationer, hvor man får en spredning, som afdækker noget af den risiko, der er for geopolitisk uro i verdens mange brændpunkter. Gode alternativer er virksomhedsobligationer og grønne obligationer.

Figur 4: Der er mange spændende obligationer at vælge mellem (obligationsrenter: 2020 og 2023)



Note: Kontanter angiver en gennemsnitlig indlånsrente for opsparingskonti uden binding på tværs af Jyske Bank, Nordea og Danske Bank i 2023. For 2020 er kontantrenten et estimat. Virksomheder angiver et gennemsnit af renten for investment grade- og high-yield-obligationer.

Kilder: Bloomberg, Jyske Bank, Nordea, Danske Bank og Maj Invest.



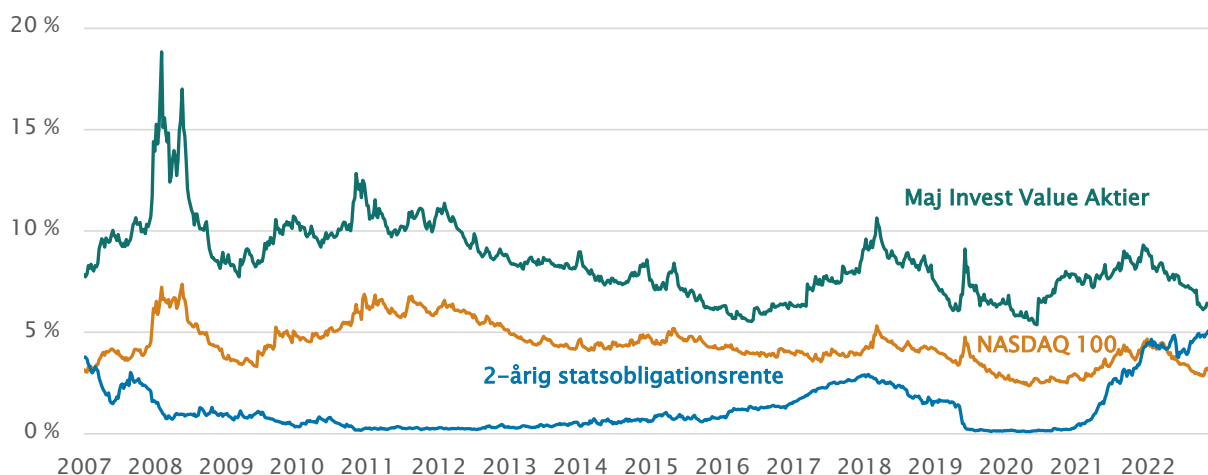
Er aktier stadig relevante?

Man kan afslutningsvis stille spørgsmålet, om aktier fortsat er relevante, når renten er steget. Og her er svaret som altid et klart ja. Særligt for langsigtede investorer er aktier et godt valg. Over tid har aktier givet betydeligt højere afkast end obligationer. Der er ingen grund til at tro, at dette ændres. En række af de store globale valueaktier har fortsat meget attraktive børskurser målt i forhold til de solide overskud, som de skaber. Det forhold, at global økonomi er på vej op, vil styrke virksomhedernes indtjening. Omvendt er de højt prissatte aktier og de gældstunge aktier meget udsatte i en verden med høje renter. Også selskaber med indtægter, der ligger langt ude i fremtiden, vil få det svært, når renten er højere.

Vi har formentlig ikke set den fulde effekt af de stigende renter endnu. Forvent derfor, at dele af aktiemarkedet kan blive udsat for kursturbulens på samme måde, som vi har set det ramme flere af de "grønne aktier", der har stor gæld og mange indtægter langt ude i fremtiden.

I figur 5 er vist, hvor dyre henholdsvis billige NASDAQ-aktier og valueaktier er i forhold til den nuværende rente. Grafen illustrerer, hvor store løbende afkast man ville få fra de pågældende aktiekategorier, såfremt selskaberne udbetalte al indtjening som udbytte hvert eneste år. Bemærk, at globale valueaktier giver det højeste afkast målt på denne måde.

Figur 5: Ikke alle aktier er for dyre sammenlignet med renten (løbende afkast, pct.)



Note: For Maj Invest Value Aktier og NASDAQ 100 vises 12m trailing earnings yield.

Kilder: Bloomberg og Maj Invest.



Geopolitik

Afslutningsvis kan man med rette – og efter sidste uges forfærdelige terror i Israel – stille sig spørgsmålet, hvad man som investor gør i lyset af de mange og store risici i verden?

De største risici er de geopolitiske. Efter min vurdering er vi fortsat i rød zone her – se figur 6. Hvad angår den traditionelle makrorisiko er vi i grøn zone. For så vidt angår de finansielle risici er global økonomi i gul zone, hvor vi har været lige siden finanskrisen. Banksystemet er finansielt solidt, og Italiens gældssituation er indtil videre håndteret af ECB. Den meget omtalte amerikanske statsgæld er et problem, men amerikanerne har store finansielle formuer, der i sidste ende kan sikre finansiering af statsgælden via skatteopkrævning. Tilbage står den kinesiske gæld, som i dag formentlig er verdens største finansielle udfordring. Den kan refinansieres i Kina og udskydes i mange år, så det er næppe en faktor, der kan slå global økonomi ud af kurs på den korte bane.

Hvis man som investor vil gardere sig mod disse forhold, er der to klassiske muligheder. Dels sikre en solid risikospredning på flere forskellige investeringskategorier og dels sikre en fornuftig beholdning af højt "ratede" obligationer eller kontanter på en bankkonto.

Figur 6: De største risici er de geopolitiske (vurdering af økonomiske risici)

Risikooverblik				
Makrorisici	Geopolitik			
	Global recession			
Finansielle risici	Kinas gæld			
	USA's statsgæld			
	Italien og euroen			
	Ny finanskriser			

Kilde: 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.