

NOVEMBER 2023

MAJ INVEST MÅNED

Rentestigninger har konsekvenser for vækst og aktier





Maj Invest, 13. november 2023
Af Jeppe Christiansen, adm. direktør i Maj Invest

Rentestigningerne har konsekvenser for vækst og aktier

De rentestigninger, vi har været vidne til siden midten af 2022, har stor betydning for bolig-ejere og investorer. Men de vil også få betydning for den økonomiske vækst og aktiekurserne i de kommende år. Realrenten er prisen på kapital og er derfor afgørende, når man skal forstå, hvordan global økonomi vil udvikle sig. Obligationsrenterne er vendt tilbage til det langsigtede niveau omkring 5 pct. I en lang periode efter finanskrisen kunne man få det indtryk, at nul-renter var det nye normale. Men det er ikke tilfældet. Tværtimod var det perioden efter finanskrisen fra 2008 til 2022, som var den unormale, og det vi ser nu – med renter omkring 5 pct. – er det normale. Årsagen var, at regeringer og centralbanker var nødt til at give global økonomi maksimal hjælp efter finanskrisen. Krisen lammede alle de store banker, som periodevist lukkede ned for udlån. Verden er nu anderledes, og derfor er lave renter ikke længere nødvendigt.

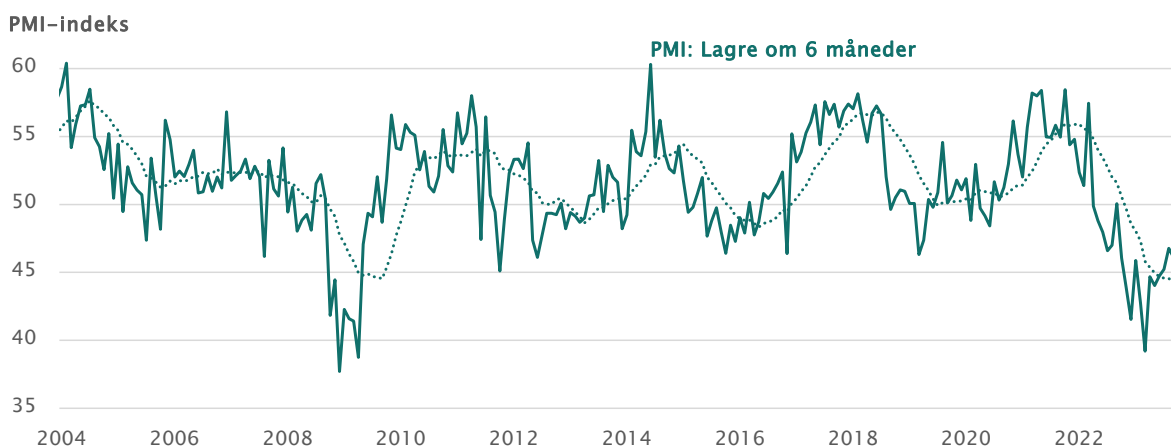
I USA er vækstraten i dag omkring 3–4 pct., og der er mangel på arbejdskraft. Der er en masse investeringer på vej i forsvaret, klima og sundhed. Der er faktisk så meget efterspørgsel i verden, at det er absolut nødvendigt med højere renter for derved at dæmpe efterspørgslen efter kapital. Med andre ord – renten har toppet, men den kommer ikke tilbage til de meget lave satser.



Lageropbygning vil øge væksten

Den store forbrugs- og investeringslyst kommer bl.a. til udtryk ved et skift i de amerikanske lagerbevægelser – vi kalder det for en "lagercykel", se figur 1. Siden 2021 har virksomhederne haft travlt med at reducere deres lagre efter den store lagerophobning, der kom i kølvandet på covid. Store udfordringer i forsyningskæderne fik virksomhederne til at bestille langt mere hjem, end de havde brug for, og da problemerne i forsyningskæderne ophørte, var lagerbeholdningen på et toppunkt. Derfor har industrien i de seneste 12 måneder nedsat produktionen til et niveau langt under forbrugernes efterspørgsel. Nu er lagrene dog tæt på et normalt niveau igen, og derfor rapporterer virksomhederne om flere nye ordrer og en øget produktion. Der vil komme en lagertilpasning, hvor lagrene over tid bygges op igen, som følge af at den underliggende efterspørgsel stadig er stærk. Dette blev afspejlet i den amerikanske vækst i tredje kvartal 2023, der nåede helt op på 4,9 pct., hvoraf 2,7 pct. stammer fra privatforbruget. Privatforbruget udgør traditionelt mere end to tredjedele af amerikansk vækst, så den stærke efterspørgsel vil skabe grundlag for en stærk amerikansk økonomi.

Figur 1. Rebound i lagercyklen er i gang



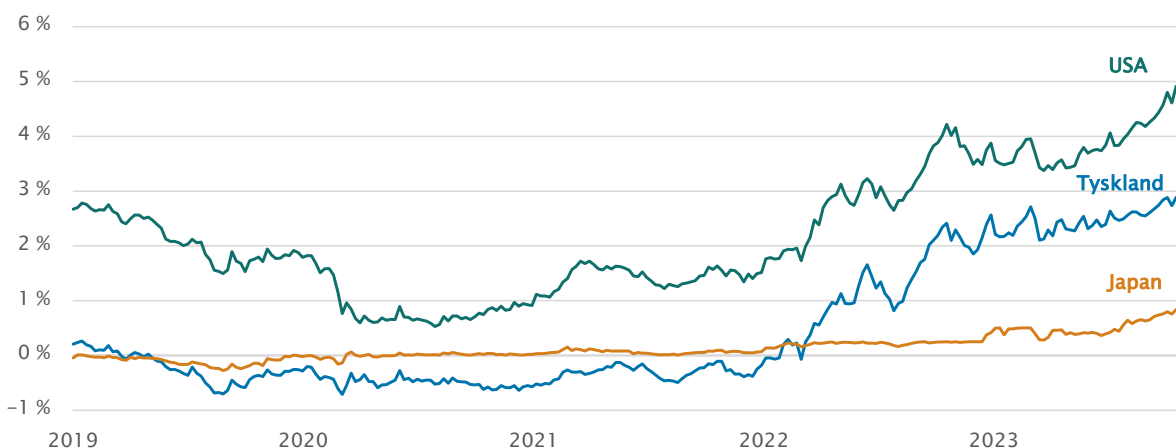
Note: PMI-tal over (under) 50 angiver stigende (faldende) økonomisk aktivitet som rapporteret af indkøbschefer. Den stiplede linje er et 12-måneders gennemsnit.
Kilder: S&P Global og Maj Invest.



Renten har fundet sit rette niveau

Denne vækst afspejler sig i de amerikanske obligationsrenter, der kortvarigt var oppe på 5 pct., men nu er faldet lidt tilbage, se figur 2. Inflationen falder, men realrenten stiger, og derfor fastholdes den nominelle rente omkring det nuværende niveau på 5 pct. Det er netop dette, der er ønsket fra den amerikanske centralbank, Fed. Man forsøger at skabe en bedre balance i økonomien ved at dæmpe efterspørgslen via en høj rente, så det stemmer bedre overens med økonomiens samlede udbud. Samme bevægelse er på vej i Europa, hvor de lange tyske obligationsrenter nu er på et højere niveau. Men da den samlede efterspørgsel i Europa ikke er lige så stærk som i USA, vil renten nok stabilisere sig på et lavere niveau end i USA. Selv i Japan, der har opereret med kunstigt lave lange renter i mange år, ser man nu en svækkelse af den ekspansive pengepolitik, "rentekontrol", så man nu tillader de lange renter at stige en anelse mere end tidligere. Dermed må man konkludere, at den nye normal for renterne er omkring det nuværende niveau. Renterne falder ikke lige foreløbigt, hvis økonomien fortsætter i sit nuværende spor.

Figur 2. I Vesten er de 10-årige statsobligationsrenter på himmelflugt

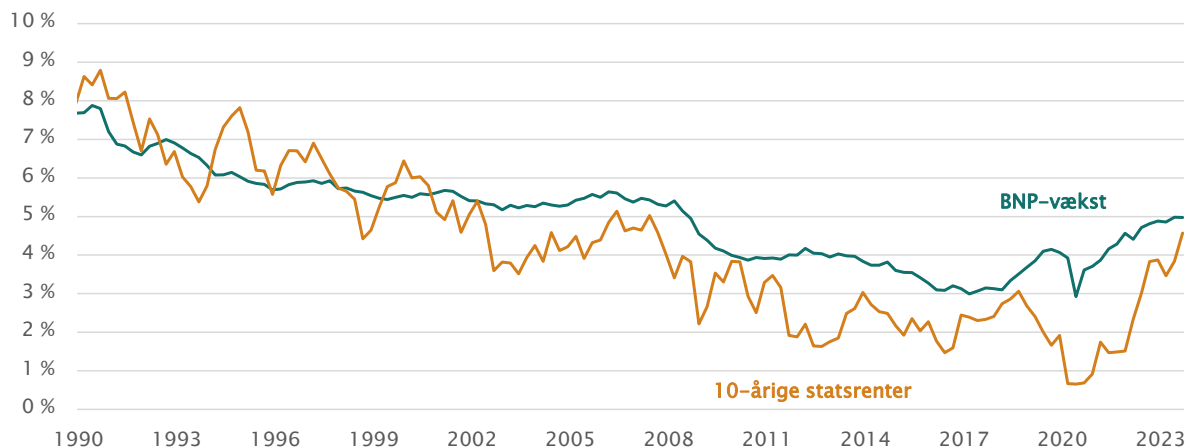


Kilde: Bloomberg.



Udviklingen i den 10-årige statsrente har traditionelt fulgt den 10-årige væksttrend i nominel BNP i USA, som det ses i figur 3, hvilket understreger, at det er en stabil og fundamental økonomisk sammenhæng. Nu skal man ikke længere tale om "lower for longer", men snarere "higher for longer", når det gælder rentepolitikken i USA. Den lange boligrente i USA er sågar omkring 8 pct., og det har ikke slået bunden ud af boligmarkedet, da udbuddet af nye boliger fortsat er lavt. Boligejerne vælger at blive i deres boliger med deres eksisterende fastforrentede lån, og derfor er renteudgifterne for boligejerne i USA ikke steget særligt meget, selvom renten er steget. Vi ser endda et øget boligbyggeri til dem, der først skal indtræde på boligmarkedet nu og tilsyneladende har en tilpas solid privatøkonomi.

Figur 3. Renten følger væksten (nominel vækst og statsrente i USA)



Note: BNP-væksten er vist som den 10-årige trendvækst i årsrater.

Kilder: Bloomberg, Bureau of Economic Analysis og IMF.



Lidt anderledes ser det ud i Europa. Her er rentefølsomheden større, da flere boligejere har variabelt forrentede lån, og inflationen har gjort et større indhug i realindkomsten. Derfor ser vi et privatforbrug, der er faldet støt tilbage siden udgangen af 2021, se figur 4. Da privatforbruget også i Europa traditionelt udgør den største vækstmotor for økonomien, skaber det usikkerhed om de økonomiske vækstudsigter, der foreløbigt ser svage ud.

Figur 4. Rentestigninger trækker privatforbruget ned i eurozonen



Note: Privatforbruget er vist ved realt detailhandelsindeks for eurozonen. Indeks 2015 = 100.

Kilder: Bloomberg og Eurostat.

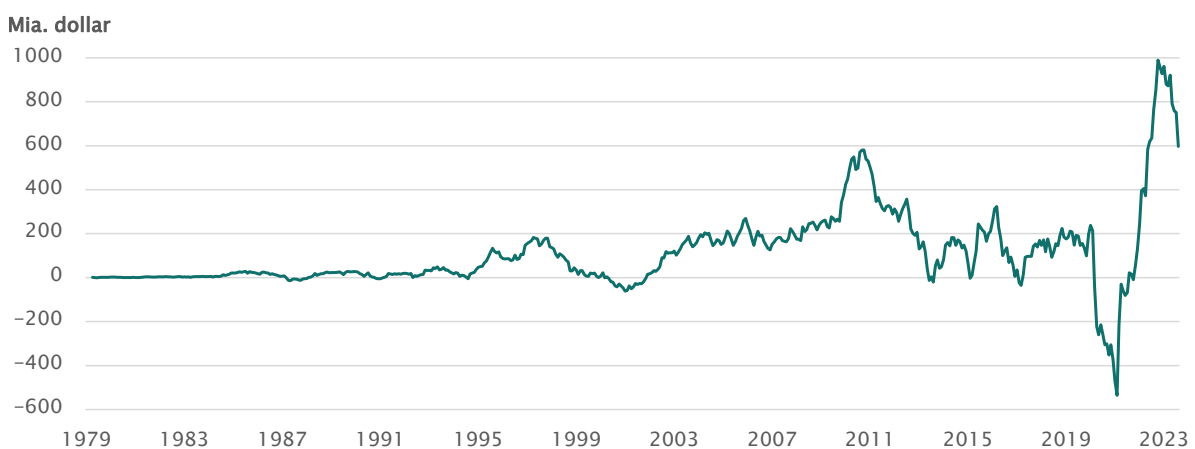




Geopolitik i rød zone, men vi har været der før

Den store geopolitiske usikkerhed, der har præget global økonomi siden 2022, har sat et aftryk på de globale kapitalstrømme. USA har endnu en gang cementeret sin rolle som en sikker havn for kapital, se figur 5. Tendensen er kun blevet forstærket af de højere renter i USA end i f.eks. Europa. De store kapitalstrømme til USA er ikke noget nyt, men derimod et klassisk resultat af urolige finansmarkeder i perioder med geopolitiske og økonomiske spændinger. Derfor er det heller ikke sidste gang, at vi vil se stor kapitalindstrømning til USA.

Figur 5. Rentestigning og global usikkerhed øger kapitalstrømmen til USA

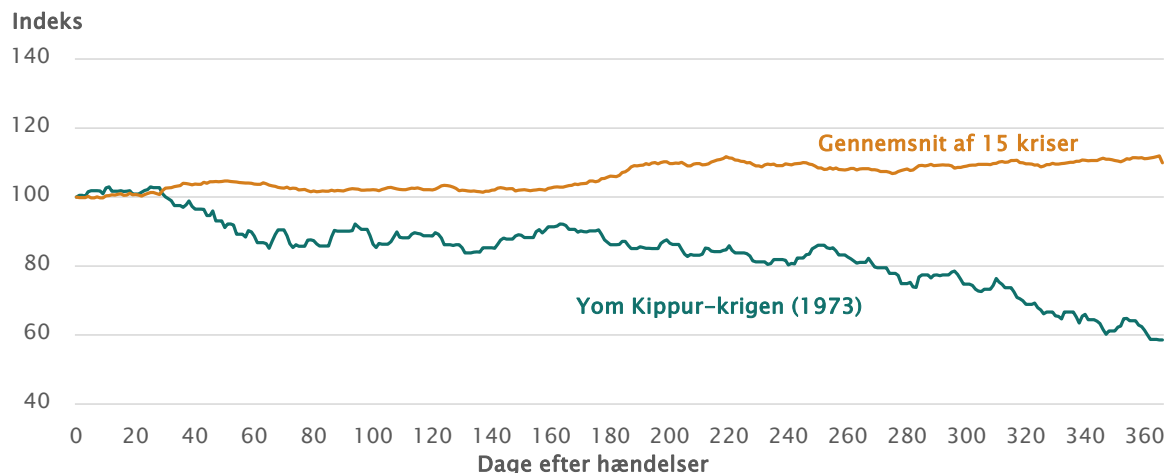


Note: Kapitalen er illustreret i en 12-måneders sum af privates nettokapitalstrømme investeret i statsobligationer.

Kilder: Bloomberg og US Treasury.

Den igangværende krig i Mellemøsten kan også godt ende med at forstærke kapitalstrømmene, men udviklingen vil ikke nødvendigvis skabe yderligere uro på finansmarkederne, som man har set efter nogle kriser. Ved Yom Kippur-krigen i 1973 så man ikke initialt store kursudsving på aktiemarkederne. Men den olieembargo, der fulgte efter, gav anledning til store kursfald på aktiemarkederne, se figur 6. Det udviklede sig dengang til en massiv oliekrise. På nuværende tidspunkt ser det ikke ud til, at vi rammes af en oliekrise med samme omfang som i 1973. Dels er USA blevet uafhængig af energiimport, og dels har de store lande i Mellemøsten ingen interesse i at skabe en global oliekrise.

Figur 6. Geopolitiske "aktiekriser" (udvikling i S&P 500 under geopolitiske kriser)



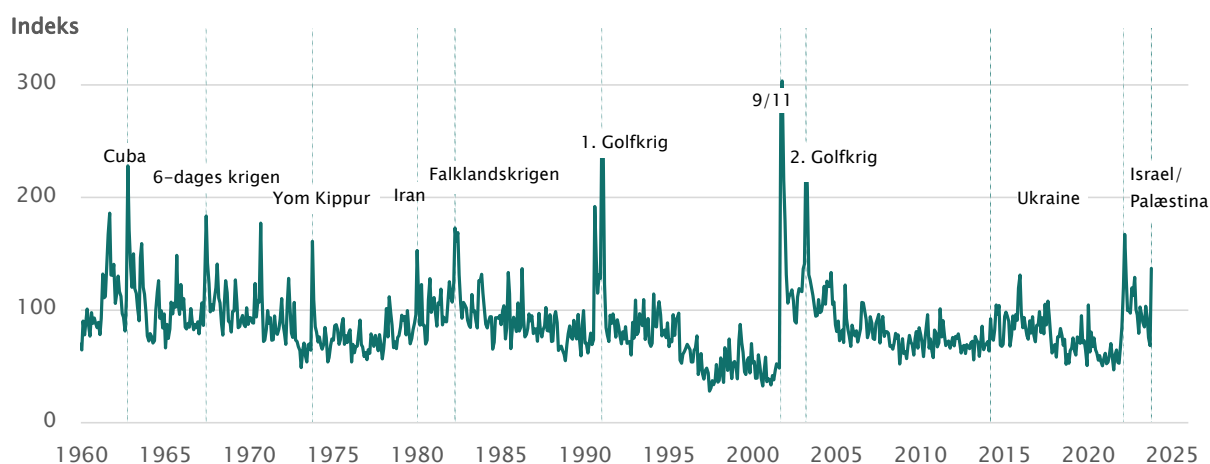
Note: Gennemsnittet omfatter udviklingen ved 15 geopolitiske hændelser siden 1920. Indeks ved hændelsens begyndelse = 100.

Kilde: Bloomberg.

Ser man på den geopolitiske risiko siden 1960 i figur 7, har der været mange konflikter, der hver især kunne have resulteret i kursfald, men aktiemarkedet er stærkt nok til at modstå dette, hvilket figur 6 også viser. Det er "normalt" med geopolitisk uro.



Figur 7. Geopolitik er fortsat i rød zone, men vi har været der før (geopolitisk risikoindeks)



Note: Indekset er baseret på antallet af artikler om geopolitiske hændelser ift. det samlede antal artikler i en given måned. Det beregnes på baggrund af først tre aviser (fra 1900) og derefter ti aviser (fra 1985).

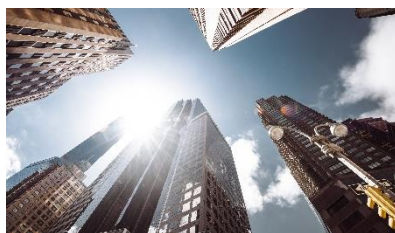
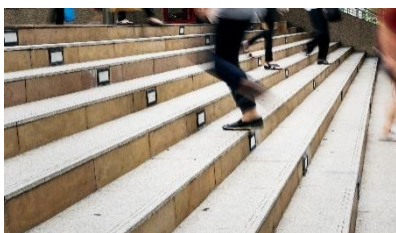
Kilde: Caldara, Dario and Matteo Iacoviello (2022), "Measuring Geopolitical Risk", American Economic Review, April, 112(4), s.1194-1225. Data downloaded fra <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm> 1. november, 2023.



Højere renter påvirker porteføljesammensætningen

Fra det nuværende renteniveau forventer vi i Maj Invest ikke de store rentejusteringer. Det høje renteniveau er en naturlig konsekvens af den nødvendige tilpasning mellem udbud og efterspørgsel i økonomien, og vi forventer, at der gradvist skabes en bedre balance mellem de ledige jobs og arbejdsløse i både USA og Europa. De højere renter kan påvirke aktiemarkedets prissætning negativt, men den økonomiske vækst vil modsat være positiv for aktiemarkedet. Derudover har AI (kunstig intelligens i computere) været med til at løfte aktiekurserne i de store teknologiaktier. Betydningen af kunstig intelligens (AI) er ikke mulig at forudse, men der indpriser allerede store forventninger til effektivisering i virksomhederne – særligt i teknologisektoren.

I en verden med geopolitisk uro er der to klassiske investeringsregler, som kan bruges. For det første kan man sikre sig en solid placering i stabile obligationer i lande med høj rating. For det andet kan man med fordel investere globalt og sikre risikospredning på flere aktiemarkeder.



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.