



Cykliske sektorer som it, cyklisk forbrug og industri rammes først senere af stigende renter.

Aktier kan håndtere rentestigninger – *til et vist punkt*

Renterne er begyndt at stige. I første omgang er det godt for aktiemarkedet, fordi det er udtryk for økonomisk fremgang, men der kommer et vendepunkt, hvor rentestigningerne påvirker aktierne negativt. Historisk har det været, når renten ramte cirka 5 procent, men med de lave renteniveauer efter finanskrisen, er vendepunktet nok lavere – og dermed en udfordring, man skal forholde sig til.

AF JACOB BREJNEBØL KNUDSEN, PRESSECHEF, FORMUEPLEJE // JACOB.KNUDSEN@FORMUEPLEJE.DK

I årevis er der blevet talt om, at renterne på et tidspunkt skal stige. Nu er de begyndt at gøre det. Foreløbigt er der ikke meget at være bekymret for, og aktierne vil nyde godt af det, fordi stigende renter er et resultat af økonomisk opsving – indtil en vis grænse i hvert fald. Men billedet kan ændre sig, hvis renteniveauet bliver for højt.

Derfor er det helt store spørgsmål for tiden, hvor den grænse ligger. Tidligere har man sagt, at det er positivt for aktier, når den amerikanske rente er stigende, men fortsat ligger under 5 procent, mens niveauet derover er negativt for aktier. Men efter finanskrisen er der nye tider på rentefronten, og forholdet mellem stigende renter og aktiemarkedet er ikke partout det samme som førhen.

Da den 10-årige amerikanske rente i maj krydsede 3 procent, skabte det lidt bekymring for, om 3 procent var den nye kritiske grænse for et positivt aktiemarked.

”Når renten er stigende, har det historisk været godt for aktier indtil et niveau på cirka 5 procent i en 10-årig-obligation. Men på grund af finanskrisens efterregninger med både nul- og minusrenter kan man ikke regne med, at 5 procent fortsat er det renteniveau, der adskiller et positivt og negativt aktiemiljø. Rentefølsomheden sætter ind lavere nu end før finanskrisen blandt andet, fordi det naturlige renteniveau, der defineres som ligevægten mellem investering og opsparing, i dag forventes at ligge lavere,” forklarer Otto Friedrichsen, aktiechef i Formuepleje.

Årelang rentesnak er slut

Og det er slut med at snakke om, hvornår renten mon stiger, for nu er den reelt begyndt at stige. Tendensen har været opadgående et stykke tid og ventes at fortsætte, konstaterer Morten Obel Skriver, som er chefstrateg i Formuepleje.

”Man skal nok gå ud fra, at både renter og inflation stiger. Faktisk er vi kommet til det punkt, hvor vi kan sige, at renterne nu er steget. Trenden er klart opadgående, om end det er fra et uhyre lavt udgangspunkt,” siger han og uddyber:

”I Europa har trenden for den 10-årige rente været opad i nu to år, mens den 2-årige rente fortsat holdes kunstigt nede af ECB’s støtteopkøb. I USA har den 10-årige rentekurve været flad, men dog stigende på det seneste. Den 2-årige rente i USA er der til gengæld fuldt ræs på, og det er typisk et sencyklisk tegn, hvis man kigger historisk på rentekurvens udvikling,” siger han.

Tid til at tænke sig om

Ifølge Henrik Franck, direktør og partner i Formuepleje, er der ingen tvivl om, at de stigende renter vil være et tema i resten af det igangværende cirka ni år lange opsving. Det er det næstlængste opsving nogensinde og kun overgået af højkonjunkturen i 1990’erne, der mandede ud i it-boblen lige efter årtusindskiftet.

>>



Henrik Franck
Direktør, partner



Otto Friedrichsen
Head of Equities, partner



Morten Obel Skriver
Chefstrateg, partner

”Set ud fra et makroøkonomisk synspunkt er de stigende renter et udtryk for, at der er fuldt tryk på økonomierne. Ikke mindst i USA, hvor kapacitetsgrænsen sådan set er nået og mere til. Spørgsmålet om, hvor længe det kan blive ved, er af den grund højaktuelt,” siger Henrik Franck, der mener, at det er klogere at være lidt varsom i forhold til en eventuel nedgang i økonomien frem for at tro, at de gode tider bare bliver ved i det uendelige.

Det hører man tit, når et opsving trækker ud i lang tid, men det vender altid igen på et tidspunkt.

”Opsving dør jo ikke af alderdom, og lige nu er der måske ikke nogen deciderede recessionstegn lige foran næsen på os. Men der er da flere ting, der giver anledning til bekymring: I USA risikerer man at overophede økonomien ved at pøse voldsomme skattelettelser ud i en forvejen brandvarm økonomi, og i Europa er vækstmomentum ikke af samme kaliber, som da Europa overraskede alt og alle i 2017. Derudover har vi allerede set det politiske kaos i Italien medføre finansiell uro. Der er ikke grund til at tegne et rosenrødt billede, ligesom vi heller ikke skal se kulsort på tingene. Jeg synes, at det er vigtigt at anskue tingene nogenlunde afbalanceret,” siger han og er helt enig i, at for eksempel den eksplosive teknologiske udvikling har ændret på en række økonomiske faktorer, så det gør, at man ikke bare kan tage for givet, at tingene gentager sig som før.

Ikke alt ændrer sig

Omvendt er der heller ingen grund til at tro, at alt er anderledes nu end før.

”Der er nogle basale økonomiske sammenhænge, der altid vil eksistere uanset teknologisk fremgang. En af de sammenhænge er, at man ikke for evigt kan køre en økonomi helt ud på kanten af, hvor varm den kan være. Der ville det være bedre at forlænge opsvinget ved at føre en stabil og let stram finanspolitik frem for at fyre mere op under økonomien,” lyder det fra Henrik Franck.

Når man på det seneste har diskuteret mere intenst, hvor vendepunktet i forhold til aktier ligger, skyldes det, at den 10-årige amerikanske rente i midten af maj brød over 3 procent for første gang i over syv år.

”Det gav en vis frygt i markedet for, om 3 procent var den nye grænse for, hvornår stigende renter blev et problem for aktierne. Der viser vores udregninger, at det som en generel betragtning nok nærmere er, når vi ligger et sted i lejet mellem 3,5 og 4 procent,” siger Otto Friedrichsen, der understreger, at det er en statistisk vurdering ud fra nyere historik og således nærmere et område, hvor samvariationen mellem obligationer og aktier bliver neutral/negativ.

Hvor ligger vendepunktet nu?

I sig selv er der ikke noget, der tilsiger, at aktier ikke skal kunne stige, blot fordi renten ryger over 3 procent.

”Men historisk kan man som sagt se vendepunktet i samvariation mellem stigende renter og aktiemarkedet ved en rente på omkring 5 procent, og det bliver selvfølgelig vendt og drejet, fordi renterne stiger, og vi ved, at vendepunktet denne gang ligger et lavere sted, end det historisk har gjort,” tilføjer Otto Friedrichsen.

Uanset hvad begynder de stigende renter, vi foreløbigt har set, igen at skabe et alternativ til at investere i aktier. Stigende renter er nemlig med til at sænke kurserne på obligationer, og det får investorer med hang til sikre investeringer med forudsigelige afkast og lav risiko til at søge over i obligationsmarkedet frem for aktier, som siden finanskrisen for udvalgte aktieområder har fungeret som substitut for obligationer.

”Godt nok er prisfastsættelsen på aktier siden finanskrisen steget, men ikke i forhold til obligationer, som er steget eksplosivt og på grund af de massive støtteopkøb fra centralbankerne. Men i takt med at renterne stiger, må obligationer over tid igen forventes at udgøre et reelt alternativ til aktier,” forklarer Otto Friedrichsen, som også har analyseret hvilke aktiesektorer, der bliver først og hårdest ramt af stigende renter, og hvilke der nyder bedst af samme udvikling.

Skidt for forsyning - godt for finans

Her er der en ret tydelig tendens. Defensiv sektor som forsyning, ejendomme og tele mærker stigende renter som de første, mens de cykliske sektorer som it, cyklisk



Formuepleje har øget eksponeringen imod banksektoren

forbrug og industri først rammes senere af stigende renter. "De defensive sektorer reagerer negativt på stigende renter før de cykliske. Forsyning er en af de brancher, der bliver først ramt og har et tipping point, der ligger noget under de 3,5-4 procent. Anderledes med de cykliske aktier, som nyder godt af, at man hæver renten, fordi netop de cykliske sektorer har den positive vækstkomponent, som ikke er til stede i de defensive sektorer i samme omfang. Cykliske sektorer oplever indtjeningsfremgang, fordi renterne hæves med udgangspunkt i øget økonomisk aktivitet," forklarer Otto Friedrichsen.

En branche overgår dog dem alle i at have gavn af stigende renter:

"Den sektor, der nyder allerbedst af stigende renter, er finanssektoren. Her har man ikke noget imod, at renterne stiger. Den traditionelle bankforretning har tværtimod gavn af det, fordi man som bekendt lever af at låne penge ud. Her skal man helt op i en rente på omkring 5,5 procent, før vi finder vendepunktet for finansaktier i nedadgående retning," fortæller Otto Friedrichsen med afsæt i sin analyse.

Den vurdering deles helt og holdent af Morten Obel Skriver, der har øget eksponeringen i banksektoren.

"Generelt er stejle rentekurver til at begynde med ofte et positivt tegn for aktier på grund af bankerne. Med udsigt til stigende renter kunne vi godt begynde at have et godt øje for blandt andet europæiske banker, når vi investerer. De låner penge i den korte ende – lige nu (21. juni, red.) til minus 0,7 og låner dem ud i den lange ende, til 0,4 procent i rente. Bliver det rentespænd større, øger det bankernes muligheder for at tjene penge og gør dem mere attraktive som investeringsobjekter," siger Morten Obel Skriver.

Formuepleje har droppet undervægt i banker

Formuepleje har allerede selv øget eksponeringen imod banksektoren i de to bankinvesteringer i aktieporteføljen – Wells Fargo og Jyske Bank.

"I årevis har Formueplejes aktieportefølje ligget undervægtet i banker, men nu ligger vi neutralt ud fra en

række betragtninger, herunder den positive effekt på indtjeningen i et miljø med stigende renter," siger Otto Friedrichsen.

"Et andet og bredere aspekt er selskabernes generelle gearingsniveau eller forholdet mellem gæld og egenkapital. Stigende renter vil alt andet lige over tid gøre det dyrere at servicere gælden. Derfor er gælds niveauet en afgørende parameter i udvælgelsen af selskaber til aktieporteføljen, ligesom også selskabernes operationelle gearing – forholdet mellem faste og variable omkostninger – er afgørende for at kunne servicere gælden i et miljø, hvor den økonomiske aktivitet måtte opleve en opbremsning," fortsætter han.

Summa summarum: De stigende renter får uanset hvad betydning. Indtil en vis grænse er de positive for aktier, men rammer de et vist niveau, bliver det negativt. Og det får alt sammen betydning for, hvordan man sammen sætter den optimale portefølje i sin aktiebeholdning. ■

RENTER ELLER RENTER?



Når vi i denne artikel taler om stigende renter, mener vi sikre statsobligationer i lande som Tyskland, Danmark og USA, der over en længere periode har haft en opadgående trend.

I forbindelse med den politiske uro i Italien i slutningen af maj, så man, at renterne på de mere risikable statsobligationer som de italienske eller græske blev sendt kraftigt i vejret. "Sikre" renter såsom danske og tyske obligationer blev derimod sendt ned, fordi de ofte bliver brugt som sikker havn, når risikoen stiger, som det var tilfældet under Italiens fejlslagne regeringsdannelse.