



Lavere afkastkrav vil understøtte aktier

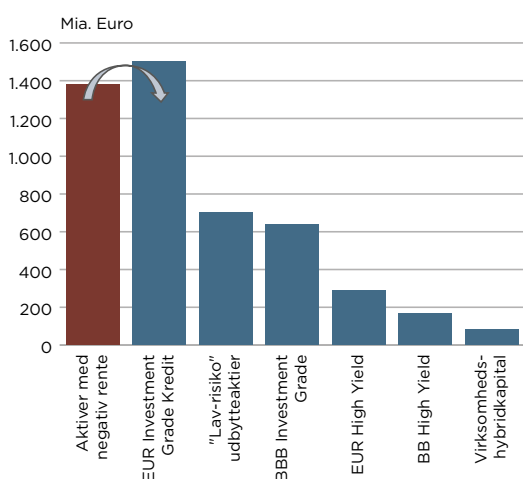
Af porteføljeformaler Morten Springborg

Investorer søger mere risikofyldte aktiver

Det sidste års tid har set fødslen af en helt ny aktivklasse; obligationer med negative renter. Dette er effekten af fortsat lav vækst i euro-området, Den Europæiske Centralbanks nulrente-politik og senest de kvantitative lempelser i Europa. Som det fremgår af grafen nedenfor, er den udestående mængde af obligationer med negativ rente i dag dobbelt så stor som værdien af "lavrisiko"-udbyttebetalende aktier.

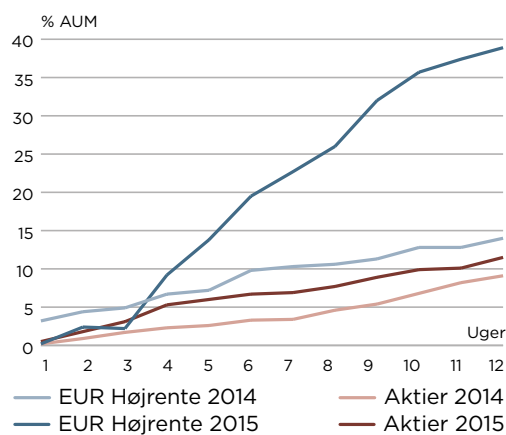
En ting er at få en meget lav forrentning af sine penge, noget andet er at skulle betale for at placere sine midler. Dette scenarie er i dag tilfældet i store dele af Nordeuropa. Endnu opkræver bankerne ikke negative renter over for privatkunder, men hvis man er erhvervskunde, skal man i dag ofte betale for at have penge i banken i Danmark og i mange andre lande. Denne situation skaber en stadig stigende desperation blandt investorer med overskudslikviditet og lille risikoappetit. De lave eller negative renter presser således investorerne ud af risikokurven. Dette ses tydeligt af grafen nedenfor.

Udestående mængde i forskellige aktivklasser



Kilde: BoAML

Indskud til ETF-investeringsforeninger i hhv. obligationer og aktier



Kilde: BoAML

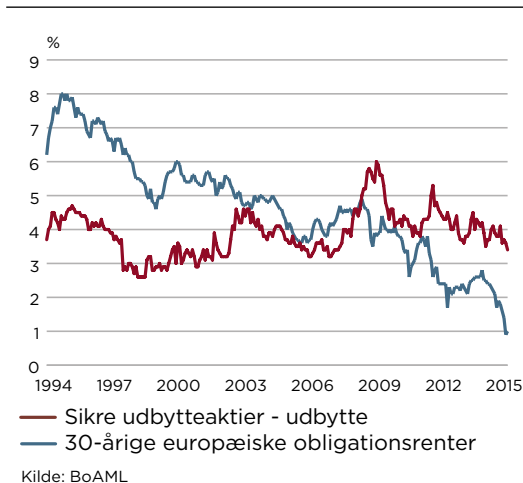
I første omgang flyttes penge fra obligationer med negative renter og indskud i banker til obligationer med højere risiko, men det er tydeligt, at strømmen af penge nu også går til aktiemarkedet. I øjeblikket strømmer private investorer ind i aktiemarkedet som aldrig tidligere.

Stabile udbytteaktier – et oplagt valg

Vi mener, at det er overvejende sandsynligt, at de lave renter er med os i lang tid – selvom den amerikanske centralbank skulle hæve renten senere i år. Dette er et miljø, der er meget gunstigt for aktiemarkedet og i særdeleshed aktier med ”sikkert” udbytte. I dag kan man opnå 3-4 pct. i udbytte ved at købe en diversificeret portefølje af kvalitetsselskaber, selskaber der med rimelig sandsynlighed vil kunne øge udbyttebetalingen med 5 pct. om året, således at man som aktionær kan forvente et gennemsnitligt samlet årligt afkast på 8-9 pct. på længere sigt.

Dette skal holdes op mod nærmest 0 pct. på en 10-årig statsobligation og omkring 1 pct. på en 30-årig statsobligation. Til sammenligning vil stabile udbytteaktier kunne fordoble deres aktiekurs og fortsat levere et mere konkurrencedygtigt afkast. Såfremt dette skulle ske, ville aktier, ligesom obligationer i dag, være i en kæmpe boble – men det er ikke vores holdning i dag.

Lav-risiko udbytteaktier vs.
30-årige obligationsrenter

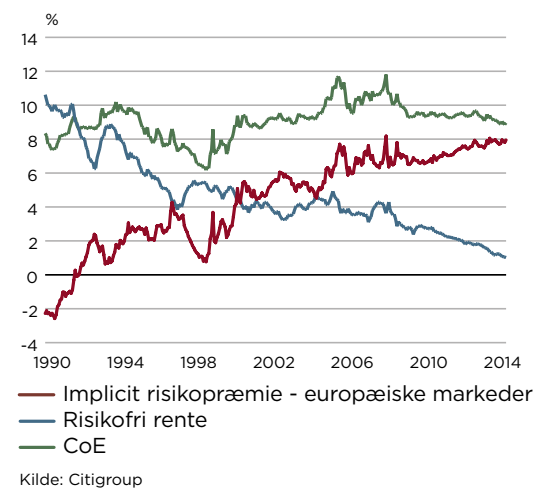


” Det er overvejende sandsynligt, at de lave renter er med os i lang tid – uanfægtet at den amerikanske centralbank skulle hæve renten senere i år. Dette miljø er meget gunstigt for aktiemarkedet og i særdeleshed aktier med ”sikkert” udbytte.

Investorenes afkastkrav under pres

Værdien af en (gældfri) aktie er grundlæggende summen af det fremtidige frie cash flow tilbagediskonteret med en diskonteringsfaktor kaldet ”Cost of Equity” (CoE), der betegner aktieinvestorens afkastkrav. CoE tager højde for prisen på aktiekapital samt den risikofri rente, der oftest antages at være en lang statsobligation. Nedenfor ses en graf over CoE i Europa:

Prisen på egenkapital



Grafen viser, at aktiemarkedet gennem efterhånden mange år har tilbagediskonteret europæiske selskabers fremtidige cash flows med omkring 8 pct. Det aktuelle niveau i USA ligger på omkring 7,6 pct.

7,5 pct. er med andre ord investorenes afkastkrav til det brede aktiemarked i dag. Men som det fremgår af grafen, er der sket en forskydning mellem de to komponenter, der udgør afkastkravet: den risikofri rente er faldet, mens aktiemarkedets risikopræmie er steget. Afkastkravet er dog mere eller mindre uændret. Med andre

ord ser det ud til, at aktiemarkedet ser igennem en periode med lave renter og dermed antager, at dette er midlertidigt, hvorfor man ikke skal prise det ind i den langsigtede værdiansættelse af aktier.

” Der er sket en forskydning mellem de to komponenter, der udgør investorerne afkastkrav: den risikofri rente er faldet, mens aktiemarkedets risikopræmie er steget.

Lavere afkastkrav lig med højere kurser

En reduktion af afkastkravet fra 8 pct. til 6 pct. ville alt andet lige betyde 33 pct. stigning i aktiemarkedet. Diskussionen om afkastkravet til aktier er derfor på ingen måde triviel. Hvis de lave renter er af semi-permanent karakter, som vi har set det i Japan, er der efter vores overbevisning dele af aktiemarkedet, der vil klare sig fantastisk godt i de kommende år.

” Kvantitative pengepolitiske tiltag i Europa og Japan vil være med os i mindst to år endnu og sandsynligvis meget længere. I denne periode vil centralbankerne opkøbe to til tre gange nettoudstedelsen af obligationer i Japan og Europa, markedet vil med andre ord blive støvsuget for ”kvalitetsobligationer”.

Vi har oplevet to meget store nedture på aktiemarkedet de sidste 15 år. Disse var smertelige for investorer såvel som for analytikere, hvorfor en vis portion konservatisme i dag er forståelig. Og på langt sigt må vi forvente stigende renter og et opadgående pres på afkastkravet til aktiemarkedet. Men vores holdning er også, at det er for tidligt at forvente dette i dag eller i morgen. Kvantitative pengepolitiske tiltag i Europa og Japan vil være med os i mindst to år endnu og sandsynligvis meget længere. I denne periode vil centralbankerne opkøbe to til tre gange nettoudstedelsen af obligationer i Japan og Europa, markedet vil med andre ord blive støvsuget for ”kvalitetsobligationer”. Dette vil presse investorerne ud af risikokurven – en tendens vi allerede nu har oplevet gennem en

længere periode. Eksempelvis har C WorldWide Globale Aktier ikke oplevet et negativt månedsafkast siden april 2014, og afdelingen er i denne periode steget omkring 50 pct. En del af denne stigning kan henføres til den stigende dollarkurs, som har skabt valutagevinster. Det er dog vores vurdering, at den store stigning i betydeligt omfang også kan henføres til, at investorerne i stigende omfang allokerer flere midler til aktier, der giver højt direkte afkast i forhold til obligationsmarkederne.

Et aktiemarked, der er prisfastsat til at give 7,5 pct. i afkast på langt sigt, er måske ikke specielt attraktivt set ud fra et historisk perspektiv. Dimson & Marsh har beregnet, at det historiske afkast siden 1900 har været 9,6 pct. i USA og 9,4 pct. i UK. Men i forhold til dagens alternativer i obligationsmarkedet er 7,5 pct. ganske attraktivt, og forskellen mellem det forventede afkast fra obligationer og aktier har sjældent – hvis nogensinde – været større.

” I dag handles aktierne på det europæiske aktiemarked med en udbytteprocent på godt 3 pct., hvilket er en normal værdiansættelse i forhold til de seneste 25 år, men i forhold til obligationer har aktier aldrig været billigere.

Vi forventer over de kommende kvartaler således en fortsat høj interesse for aktier generelt og i særdeleshed for stabile aktier med gode udbytter. Vi ser ligeledes en mulighed for, at denne del af aktiemarkedet over de kommende år vil blive betydelig dyrere prisfastsat i takt med, at investorerne sænker afkastkravet som et resultat af lave renter. I dag handles aktierne på det europæiske aktiemarked med en udbytteprocent på godt 3 pct., hvilket er en normal værdiansættelse i forhold til de seneste 25 år, men i forhold til obligationer har aktier aldrig været billigere. Det er ikke vores forventning, men hvorfor skulle aktier ikke revurderes til en udbytteprocent på måske under 2 pct. i en verden med kvantitative lempelser og negative renter?