

Rente, konjunkturindikator og prisen på virksomheder pr. juli 2019

Af Jens Wrang

Renteniveauet har fortsat været faldende og er nu på et historisk lavt niveau. Samtidig har den samlede konjunkturindikator fortsat sit fald, og dansk økonomi har bevæget sig ind i en begyndende lavkonjunktur. Samlet set er et pejlemærke for investorernes gennemsnitlige krav til afkast af risikobetonede investeringer faldet til omkring 3,5%, og deres villighed til at betale for virksomheder kan igen være stigende.

Fortsat fald i den risikofri rente og faldende samlet konjunkturindikator

Investorernes betalingsvillighed ved investering i virksomheder er bl.a. afhængig af det aktuelle risikofrie renteniveau og investorernes vurdering af de fremtidige økonomiske konjunkturer. En vurdering, der bl.a. har indflydelse på størrelsen af det mer-afkast, som investorerne kræver af en risikofyldt investering.

Fortsat faldende risikofri rente

Den aktuelle effektive rente af en 10-årig statsobligation ligger p.t. i niveauet $\pm 0,48\%$ p.a., hvilket er 0,81%-point lavere end i juli 2018 og 0,58%-point lavere end gennemsnittet for de seneste 12 måneder.

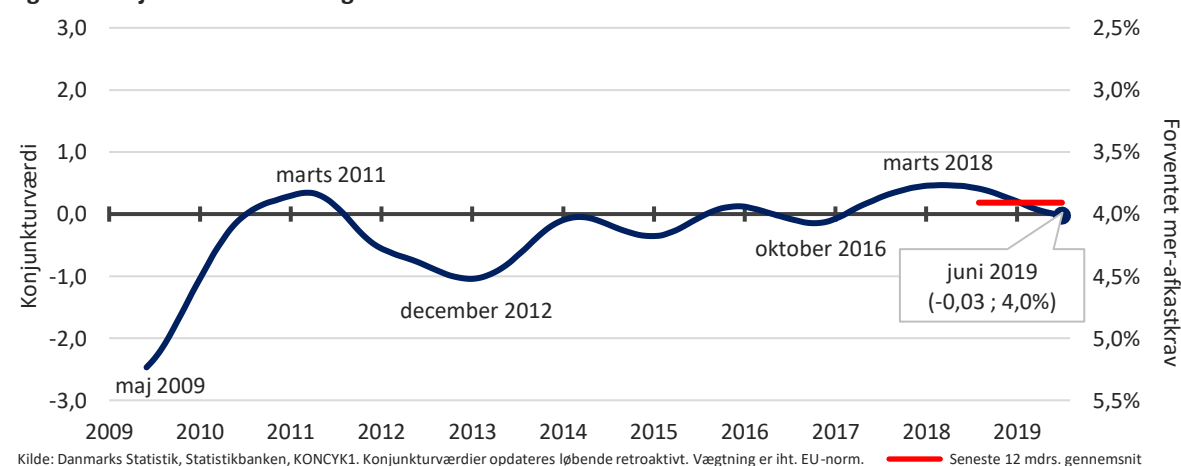
Figur 1. Den risikofri rente



Fortsat faldende konjunkturindikator indikerer stigende afkastkrav

Kravet til forrentning af risikovillig kapital ud over den risikofri rente bevæger sig anticyklisk over tid¹. – Når den samlede vurdering af konjunkturerne bevæger sig mod en forværring, er kravet til mer-afkast af kapital investeret i risikofyldte investeringer stigende. Konjunkturudviklingen siden maj 2009 er vist i figur 2 sammen med det sandsynlige mer-afkastkrav, som investorerne stiller til risikofyldte investeringer².

Figur 2. Konjunkturindikator og forventet mer-afkastkrav



Konjunkturudviklingen er vist pr. branche og samlet set i tabel 2 nedenfor. Konjunkturindikatoren har været konstant faldende gennem det seneste år for alle fire hovedbrancher. Indikatoren er dog fortsat positiv for industrien og byggeriet, mens den er negativ for serviceerhvervene og detailhandelen. Den sammensatte konjunkturindikator for juni på -0,03 indikerer, at dansk økonomi er i en begyndende lavkonjunktur, og at mer-afkastkravet sandsynligvis er stigende. Det faldende renteniveau opvejer imidlertid dette, og samlet set

¹ Se f.eks. Lettau M. and S.Ludvigson; "Consumption, Aggregate Wealth, and Expected Stock Returns"; The Journal of Finance, No. 3, June 2001.

² Se f.eks. Fama E. and K. French; "The Equity Premium"; The Journal of Finance, No. 2, April 2002.

er der sandsynligvis en stigende betalingsvillighed blandt investorerne, hvis gennemsnitlige krav til afkast af investeringer i virksomheder med en gennemsnitlig risiko nu vurderes at ligge i niveauet 3,5% p.a.

Afkastkrav til investeringer i virksomheder

Kravet til afkastet af en investering i en virksomhed bør fastsættes som det afkast, der kan forventes af en alternativ investering i en portefølje af lignende virksomheder.

Niveauet for det krav til afkast, der aktuelt er gældende for gennemsnittet af alle virksomheder, og som er fastlagt ovenfor, består dels af en tidsværdi og dels af en præmie, der kompenserer dels for usikkerheden i afkastets størrelse og dels for omfanget af virksomhedernes lånefinansiering.

Med henblik på at komme afkastkravet til investering i den enkelte virksomhed lidt nærmere, er der særlig to faktorer, som kan anvendes til at differentiere afkastkravet: Virksomhedens størrelse målt ved dens markedsværdi og virksomhedens Kurs/Indre Værdi-forhold (K/IV)³.

Virksomhedens størrelse kan ses som en strukturel egenskab, der indirekte medvirker til at skabe en forventning om robusthed og momentum i indtjeningen, og jo større virksomheden er, jo større stabilitet forventes der i indtjeningen, hvorved afkastkravet mindskes som følge af en lavere antaget risiko. K/IV-forholdet kan ses som et samlet udtryk for forventningerne til det fremtidige vækst- og indtjenings-potentiale. Jo større usikkerhed der er om potentialet, jo lavere er prisen og dermed K/IV-forholdet, og det lave K/IV-forhold bliver dermed udtryk for et højere afkastkrav som følge af en højere antaget risiko.

Begge faktorer er således proxyer for de risiko-, vækst- og rentabilitetsfaktorer, som indgår i de varierende krav investorerne stiller til forrentning af risikovillig kapital, og de bør som sådan afspejles i den egenkapitalomkostning, som afkastkravet samtidig udgør.

Med summen af den aktuelle risikofrie 10-årige rente og det sandsynlige gennemsnitlige krav til mer-afkast af risikovillig kapital (p.t. i alt 3,5% p.a.) som udgangspunkt, er der, med baggrund i historiske analyser⁴, i tabel 1 vist pejlemærker for det egenkapitalafkast, som investorerne aktuelt forventer af en investering i en portefølje af virksomheder givet virksomhedernes størrelse og K/IV-forhold.

Tabel 1. Aktuelle pejlemærker for afkast af egenkapital givet størrelse og K/IV

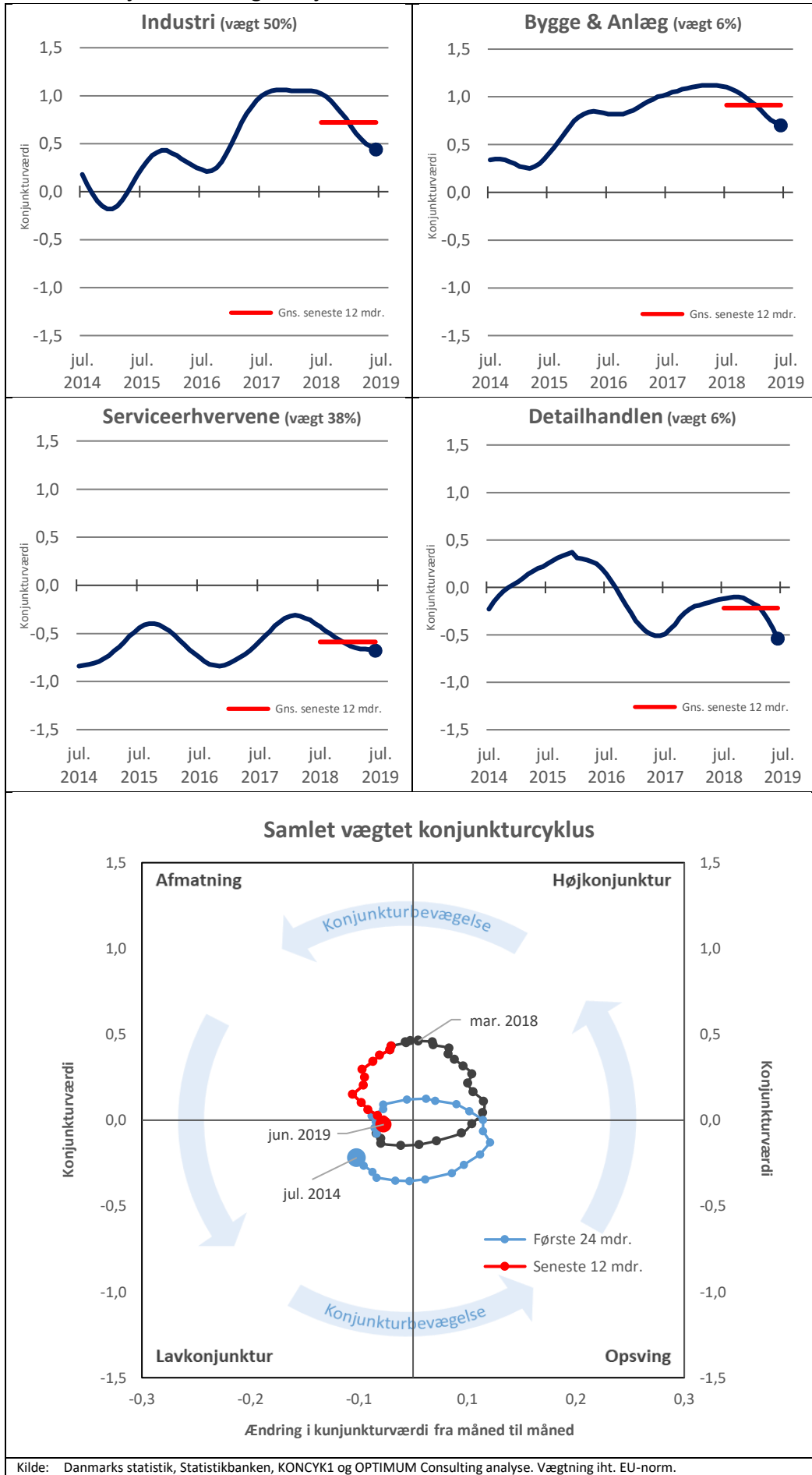
Størrelse målt ved markedsværdi i dkr.	Lille (< 1 mia.)	2,5%	4,0%	5,5%
	Mellem (~ 5 mia.)	2,0%	3,5%	4,5%
	Stor (> 15 mia.)	1,5%	2,5%	3,0%
		Høj K/IV (> 1,5)	Middel K/IV (~ 1,3)	Lav K/IV (< 1,2)
Potentiale for rentabel vækst, målt ved K/IV				

Af tabel 1 ses eksempelvis, at pejlemærket for det aktuelle krav til afkast af egenkapital ved investering i en virksomhed, hvor den gennemsnitlige markedsværdi af porteføljen af lignende børsnoterede virksomheder er forholdsvis lille og hvis gennemsnitlige K/IV-forhold er forholdsvis lav, er 5,5%.

³ Afkast af investeringer i virksomheder synes ikke at kunne beskrives systematisk godt som værende en funktion af den relative volatilitet i afkastet vis a vis afkastet på markedet som et hele (sædvanligvis udtrykt ved β). Se f.eks. Fama E. and K. French; "The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence"; Journal of Economic Perspectives, No. 3, Summer 2004.

⁴ Fama E. and K. French; "The Cross-Section of Expected Stock Returns"; The Journal of Finance, No. 2, June 1992 i kombination med delresultater i Fama E. and K. French; "A five-factor asset pricing model"; Journal of Financial Economics, Volume 116, Issue 1, April 2015.

Tabel 2. Konjunkturindikator pr. hovedbranche og samlet vægtet konjunkturcyklus - Fra juli 2014 til og med juni 2019



Kilde: Danmarks statistik, Statistikbanken, KONCYK1 og OPTIMUM Consulting analyse. Vægtning iht. EU-norm.