

Uholdbar tvedeling af aktiemarkedet

Aktiemarkedet var positivt igen i august, men som det har været tilfældet det meste af året, var det primært de amerikanske teknologigiganter som steg. De 10 vækstaktier i det såkaldte FANG+ indeks steg således hele 20% i august og bragte dermed årets samlede afkast op på over 70%. Indekset består af selskaber som Facebook, Amazon, Netflix, Google og Apple som alle grundlæggende nyder godt af digitaliseringsbølgen og som har oplevet ekstra høj vækst i forbindelse med coronakrisen. Aktierne i FANG+ indekset handles dog nu til en gennemsnitlig P/E værdi på over 50, så markedets langsigtede forventninger er skyhøje – og det er langt fra sikkert, at selskaberne kan levere den ventede vækst.

Er det en ny IT-boble?

Aktierne i FANG+ indekset er steget mest, men vækstaktier er i almindelighed steget kraftigt i de seneste år og særligt indenfor IT-sektoren. Omvendt har aktier fra de defensive sektorer leveret et sløjt afkast. Denne tvedeling af markedet minder en hel del om forløbet op til IT-boblens klimaks i år 2000. Se figur 1. Så spørgsmålet er, om der igen er tale om en boble? Hvis det er tilfældet, er det meget risikabelt at have stor eksponering mod IT-aktier og vækstaktier lige nu, da de kan falde kraftigt i de kommende år.

Man kan ikke bevise en boble

En spekulativ boble starter som regel med en ægte revolution, hvor en gammel forretningsmodel bliver udfordret af en ny og smartere forretningsmodel. Men boblen opstår, når troen på det "nye paradigme" løber løbsk og vedvarende bruges som argument for højere og højere kurser. Når man har med en boble at gøre, mister fundamentale argumenter gradvist deres betydning, mens selve kursudviklingen bliver vigtigere og vigtigere. Derfor kan man ikke "bevise" en boble, før længe efter den er bristet.

IT-boblen i år 2000

Den fundamentale udvikling i FANG+ selskaberne er meget stærk, hvilket mange investorer bruger som argument for, at der ikke er tale om en boble. Man skal dog være opmærksom på, at de såkaldte "four horsemen" (Microsoft, Intel, Cisco og Dell) også voksede kraftigt og tjente mange penge under og efter IT-boblens kollaps omkring årtusindskiftet, men alligevel blev mere end halveret i kurs, da stemningen skiftede. Disse 4 selskaber udgjorde en meget stor andel af markedet og handlede til P/E værdier over 50, nøjagtigt som FANG+ aktierne gør det i dag. Grunden

til at de faldt kraftigt i årene efter årtusindskiftet var ikke, at deres forretningsmodeller slog fejl. Computere, internettet og mobiltelefoni var jo en ægte revolution – ligesom digitaliseringen – men forventningerne og kurserne var simpelthen blevet alt for høje. Da boblen bristede i marts 2000, skete det spontant – og det eneste advarselstegn var den usædvanlige prisudvikling op til kollapset. I de efterfølgende år faldt IT-aktierne kraftigt, selvom udviklingen af internettet og mobiltelefonerne fortsatte ufortrødent.

Historien rimer

Man siger, at historien aldrig gentager sig, men at den rimer (Mark Twain). Vi kan ikke være sikre på, at det er en boble, som vi er vidne til lige nu, da der er mange gode argumenter for FANG og IT-selskabernes dominans. Men vi ser en stor risiko for, at det er tilfældet. En af grundene til denne konklusion er den seneste regnskabssæson, hvor selskaberne har aflagt regnskab for 2. kvartal. Dvs. et pænt stykke inde i coronakrisen. Målt på de første 495 regnskaber i det amerikanske S&P500 indeks er indtjeningen samlet faldet knap 20% i forhold til samme tid sidste år. Se figur 2. Selskaberne i de defensive sektorer stabilt forbrug, sundhed og forsyning har dog været i stand til at øge driftsindtjeningen. Alle øvrige sektorer har leveret faldende driftsindtjening, selv den hyppede IT-sektor. Udviklingen i selskabernes aktiekurser har dermed i mange tilfælde været direkte omvendt proportional med den fundamentale udvikling, hvilket for os er en klar indikation på en stemningsbaseret spekulativ udvikling.

Uændret aktieandel

Vi er ikke så bekymrede for defensive valueaktier, som i mange tilfælde er blevet unormalt billige trods støt stigende indtjening. Men aktiemarkedet udfordres generelt af coronakrisen, det kommende præsidentvalg i USA, usikre vækstudsigter og risikoen for at de stærkt overophedede FANG og IT-aktier kolliderer. Desuden er der aktuelt tegn på fornyet uro om både Brexit-forhandlingerne og handelskrigen mellem USA og Kina. Vi hæfter os samtidig ved, at volatiliteten på markedet er steget (VIX-indekset), samtidig med at aktiemarkedet har sat nye rekorder. Det er unormalt og et advarselstegn. Så alt i alt står vi overfor et ustabil investeringsmiljø i de kommende måneder. Vi forventer stadig at øge aktieandelen på længere sigt, da defensive valueaktier aldrig har været mere attraktivt prissat i den tid, vi har eksisteret som selskab. Men indtil videre fastholder vi aktieandelen på 55%.

7. september 2020

Allokering i Value Mix

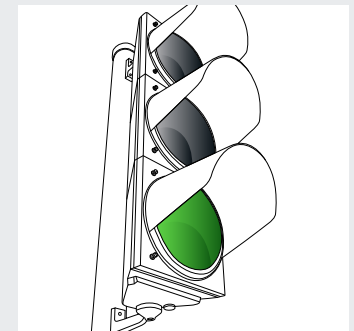
Gennemsnit af 4 faktorer:

Aktier:
55%

Obligationer:
45%

Allokeringen viser den aktuelle tilsigtede fordeling i Stonehenge Value Mix og skal ses i forhold til en normal fordeling på 50% aktier og 50% obligationer. Bemærk, at der ikke er tale om en personlig anbefaling. Kontakt altid din rådgiver, hvis du ønsker individuel rådgivning.

Aktuel risikovurdering:



Trafiklyset er baseret på daglige observationer på tværs af de finansielle markeder, og viser, om markederne samlet set opfører sig normalt. Gult lys indikerer øget risiko for pludselige kursfald, og rødt lys indikerer stærkt forøget risiko for pludselige kursfald.

FANG og IT-aktierne er stærkt overophedede og risikable

Figur 1: Tegn på samme eufori som under IT-boblen



Figur 2: De defensive sektorer leverer solid indtjening

Driftsindtjening i 2. kvartal	Ændring ift. sidste kvartal	Ændring ift. sidste år
S&P 500	-9,6%	-18,9%
S&P 500 Cyklisk forbrug	-17,5%	-28,2%
S&P 500 Stabilit forbrug	0,5%	4,9%
S&P 500 Energi	-	-
S&P 500 Finans	-8,5%	-19,3%
S&P 500 Sundhed	0,6%	2,3%
S&P 500 Industri	-23,4%	-35,3%
S&P 500 IT	-1,0%	-1,4%
S&P 500 Materialer	-8,9%	-20,2%
S&P 500 Kommunikation	-7,1%	-14,3%
S&P 500 Forsyning	2,7%	2,5%
S&P 500 Ejendomme	-13,6%	-11,0%

Kilde: S&P Dow Jones Indices