

Overraskende rentefald er næppe holdbart

De seneste 2 måneder har budt på et overraskende rentefald i både USA og Europa, hvor renten på 10-årige statsobligationer er faldet helt tilbage til niveauerne fra i februar. Rentefaldet har sammen med meget stærke regnskaber udløst en særlig kraftig stigning i vækstaktier, som har klaret sig noget bedre end valueaktier i de seneste måneder. På globalt plan har valueaktier stadig klaret sig lidt bedre end vækstaktier i år, men forskellen er indsnævret betydeligt. Begge typer aktier er dog steget kraftigt i år.

Høj inflation

Vi undrer os over de seneste måneders rentefald, som er indtruffet, selvom inflationen samtidig er steget kraftigt og langt mere end ventet. I USA er inflationen nu helt oppe på 5,4%, mens den europæiske inflation er steget til 2,1%. Renterne er dermed betydeligt lavere end inflationen, og man skal helt tilbage til højinflationsperioden i slutningen af 1970'erne for at se tilsvarende negative realrenter. Det er usædvanligt, at renterne falder samtidig med at inflationen stiger kraftigt (se figur 1), men det afspejler formentlig at store dele af markedet forventer, at inflationsstigningen er midlertidig. Mange vurderer, at inflationen skyldes midlertidige udbudsproblemer, flaskehalse og manglende materialer og arbejdskraft i forbindelse med genåbningen af økonomierne. Efterspørgslen er simpelthen steget hurtigere og kraftigere end udbuddet. I takt med at udbuddet ogges, vil inflationen derfor falde tilbage igen. Det er også centralbankernes opfattelse. Vi er knap så sikre på, at inflationsstigningen er midlertidig, da selskabernes kommentarer i forbindelse med de seneste regnskaber giver indtryk af, at der generelt er mange prisforhøjelser på vej. Det er dog ekstremt svært at forudsæ udviklingen i inflationen, så vi må vente og se.

Skyhøje vækstforventninger

Rentefaldet kan også hænge sammen med, at investorerne forudser lavere vækst drevet af delta varianten og nye restriktioner. Det virker dog ikke som en sandsynlig forklaring på nuværende tidspunkt, da de generelle forventninger til væksten og virksomhedernes indtjening fortsat er skyhøje. Den internationale valutafond, IMF, har i sin seneste prognose fastholdt, at den globale vækst rammer hele 6,0% i år og har øget forventningen til 2022 til 4,9%. Det vil sige, at det kraftige opsving forventes at være bæredygtigt. Regnskabssæsonen er samtidig i fuld gang og præget af ekstremt stærke regnskaber. I USA har knap 70% af selskaberne nu aflagt regnskab for 2. kvartal og målt i forhold til samme tid sidste år er indtjeningen steget

hele 38% (se figur 2). For markedet som helhed er det især de konjunkturfølsomme selskaber, som har rapporteret høj indtjeningsvækst, hvilket skal ses i lyset af de meget store indtjeningsfald samme tid sidste år. De mere indtjeningsstabile selskaber, som udgør størstedelen af vores investeringer, rapporterer aktuelt en noget mere beskedent vækst, men var heller ikke nær så hårdt ramt sidste år. På baggrund af de stærke regnskaber har aktieanalytikere øget forventningerne og forventer nu en samlet indtjeningsvækst på hele 60% i år og yderligere 10% i 2022.

Massive obligationskøb

Kombinationen af et sprudlende aktiemarked, høj vækst, meget høj inflation og faldende renter er usædvanlig. Aktie- og obligationsmarkedet er ude af trit med hinanden – og kan ikke begge have ret. Den mest simple forklaring er, at rentefaldet er drevet af centralbankernes fortsatte massive obligationskøb. På rentemødet i juni fremrykkede den amerikanske centralbank det forventede tidspunkt for den første renteforhøjelse en smule, men fastholdt de massive obligationskøb, og har fortsat ikke indikeret, hvornår de vil begynde at neddrole opkøbene. Vi tror, at det var denne meddelelse som udløste rentefaldet, fordi mange investorer havde regnet med en mere markant udmelding. Det er svært at se behovet for de markante obligationskøb på et tidspunkt, hvor økonomien er i klar fremgang, aktie- og boligmarkedet boomer og inflationen har overrasket kraftigt opad. Vi forventer derfor, at centralbankerne snart indikerer en kommende reduktion i obligationskøbene. Jo længere de venter, desto større bliver risikoen for en negativ reaktion på finansmarkederne. Så vi tror stadig, at centralbankerne vil benytte den årlige konference i Jackson Hole i slutningen af august til at sende nye signaler. Det vil formentlig betyde, at renterne igen begynder at stige moderat.

Fortsat overvægt af aktier

Både aktiemarkedet og obligationsmarkedet er anstrengt prissat og dermed ekstra sårbare overfor overraskelser. Samlet set er det dog vores vurdering, at det optimistiske aktiemarked er bedre i trit med de økonomiske udsigter end obligationsmarkedet. Vores aktieportefølje er samtidig stadig relativt billig målt i forhold til det generelle aktiemarked og domineret af meget indtjeningsstabile selskaber. Selskaberne bør derfor være robuste, selvom der eventuelt kommer en korrektion på aktiemarkedet drevet af stigende renter. Derfor fastholder vi indtil videre den store overvægt af aktier i Stonehenge Value Mix.

6. august 2021

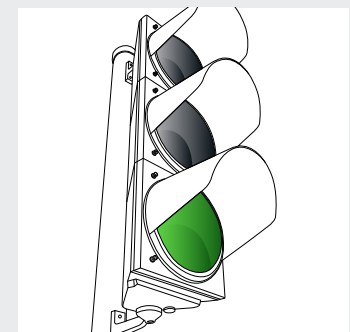
Allokering i Value Mix

Gennemsnit af 4 faktorer:



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.

“ Aktie- og obligationsmarkedet er ude at trit med hinanden

Figur 1: Faldende rente trods høj inflation



Figur 2: Kraftigt stigende indtjening

