

## Gunstigt aktiemiljø, men øget risiko for kortvarig korrektion

Det globale aktiemarked fortsatte kursstigningerne i august og er nu steget omkring 20% i år. De kraftige kursstigninger hænger sammen med et usædvanligt gunstigt aktiemiljø, hvor genåbningsboomet har medført en markant stigning i de fleste virksomheders indtjening. Målt på helåret 2021 forventer aktieanalytikerne en indtjeningsstigning på mere end 60% i både USA og Europa. Det er en usædvanlig kraftig stigning, som dog skal ses i lyset af, at indtjeningen omvendt faldt omkring 20% i 2020. Selvom delta-varianten har medført øget global coronasmitte er antallet af indlagte stadig relativt lavt og det fremstår ikke sandsynligt, at der kommer nye omfattende restriktioner i USA og Europa. Væksten understøttes desuden af en meget lempelig finanspolitik i mange lande og ikke mindst i USA, hvor en ny omfattende infrastruktur pakke blev vedtaget af Kongressen i løbet af august. Så der er udsigt til et holdbart vækstboom langt ind i 2022 og formentlig også på længere sigt. Aktiemarkedet begunstiges samtidig af de meget lave renter, som dels øger den fundamentale værdi af selskabernes indtjening, men som også betyder, at investorerne har svært ved at finde afkast andre steder end i aktiemarkedet.

### Neddrøsling af obligationskøb på vej

En af årsagerne til de lave renter er centralbankernes omfattende obligationskøb (kvantitative lempelser), som netop har til formål at holde markedsrenterne lave for at stimulere økonomien. Både den amerikanske og europæiske centralbank øgede disse opkøb meget kraftigt i forbindelse med corona udbruddet og køber stadig langt flere obligationer end ifm. finanskrisen og den europæiske gældskrise (se figur 1). I løbet af august signalerede den amerikanske centralbank dog, at opkøbene snart vil blive reduceret, hvilket er det første baby-skridt i retning af at stramme lidt op på den ekstremt lempelige pengepolitik. Det første signal kom via referatet fra det seneste pengepolitiske møde, hvor det kom frem, at et flertal af medlemmerne i den pengepolitiske komité så god grund til at reducere obligationskøbene i år. På Jackson Hole konferencen i slutningen af august gentog Fed-direktør Powell stort set samme meddelelse. Både aktie- og obligationsmarkedet har i første omgang taget denne melding med stor sindsro. Det skyldes sikkert, at det ikke var nogen overraskelse set i forhold til den stærkt forbedrede økonomi og den stigende inflation – men også, at Powell på ingen måde signalerede, at de har travlt. Det er bestemt også vores vurdering, at centralbankerne vil søge en meget behersket og gradvis exit fra den lempelige politik, så vi forventer ikke et ren-

techok med stærkt stigende renter. Men en neddrøsling af opkøbene vil næsten uundgåeligt lægge et vist opadgående pres på renterne – og de seneste gange USA har foretaget denne manøvre, er aktiekurserne faldet i en periode.

### Amerikanske aktier er ikke billige

Aktiekurserne er steget nærmest uafbrudt siden bunden i marts sidste år uden nævneværdige korrektioner undervejs. Det er usædvanligt med så lang en periode uden kursfald. Der er som sagt mange gode grunde til de stigende aktiekurser og meget taler for en fortsat robust aktieudvikling på længere sigt. Men som investor skal man dog være opmærksom på, at særligt amerikanske aktier begynder at se lidt dyre ud. Den samlede markedsværdi af de amerikanske aktier er nu omkring dobbelt så høj som BNP (se figur 2). Det er det højeste niveau nogensinde. Der er mange grunde til, at figuren skal tages med et gran salt. Dels det lave renteniveau, dels udsigten til kraftig vækst og dels det forhold, at en stigende andel af indtjeningen kommer fra udlandet. Men en markedsværdi på ca. det dobbelte af BNP er dog et klart signal om, at de amerikanske aktier i hvert fald ikke kan kaldes billige. Denne konklusion understøttes også af mange andre prisfastsættelsesmodeller. Det betyder ikke, at amerikanske aktier så skal falde fra nu af. Men det betyder formentlig, at perioden med meget kraftige merafkast på amerikanske aktier lakker mod enden. Som investor gør man altid klogt i at sprede risikoen – og i den nuværende situation er det efter vores vurdering en ekstra god idé at undgå for høj eksponering mod USA og måske øge andelen af de væsentligt billigere europæiske aktier i stedet.

### Lavere aktieandel

Vores konklusion er, at der aktuelt er en øget risiko for en midlertidig korrektion i aktiekurserne. Udsigten til en strammere pengepolitik samtidig med et fortsat højt globalt corona smittetryk, høj inflation, udbredt mangel på materialer og arbejdskraft samt opstramninger i Kina har efter vores vurdering tilsammen potentiale til at give lidt uro på kort sigt. Særligt set i lyset af den lange periode med kraftigt stigende kurser uden nævneværdige korrektioner undervejs. Derfor reducerer vi nu den tilsigtede aktieandel i Stonehenge Value Mix fra 70% til 60% aktier. Da vi fortsat er optimistiske på længere sigt – og fortsat ser stor værdi i vores aktieportefølje – fastholder vi dog en overvægt af aktier.

6. september 2021

### Allokering i Value Mix

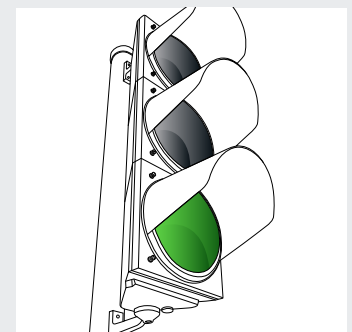
Gennemsnit af 4 faktorer:

Aktier:  
**60%**

Obligationer:  
**40%**

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.

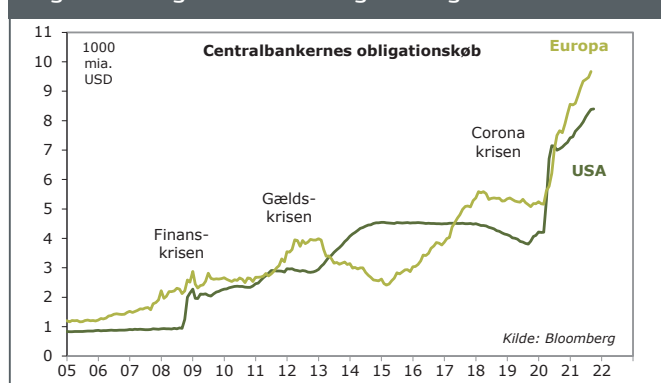
### Aktuel risikovurdering:



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.

## Vi er fortsat positive på aktier, men sænker aktieandelen

Figur 1: Udsigt til neddrøsling af obligationskøbene



Figur 2: Svært at kalde amerikanske aktier billige

