

Stærk økonomisk udvikling overtrumfer usikkerheden

5. april 2011

Marts bød på en kortvarigt men intensiv uro på finansmarkederne primært drevet af jordskælvet i Japan og den efterfølgende atomulykke. Da det så værst ud var MSCI World (verdensindekset) faldet med over 6% siden starten af marts, men indekset endte alligevel med at hente stort set alt det tabte tilbage igen (se figur 1).

Atomulykken medførte i første omgang frygt for, at Tokyo kunne blive berørt af strålingsfaren, og nedlukningen af en række japanske atomkraftværker og den pludseligt opståede usikkerhed om atomkraftens fremtid har efterfølgende været med til at presse olieprisen yderligere op. Olieprisen var i forvejen steget pga. uroen i Mellemøsten, og er ovenpå katastrofen i Japan nået op i 120 \$/tønne, hvilket er en stigning på ca. 65% siden sommeren 2010. Som om disse bekymringer ikke er nok, så knirker det også stadig internt i Eurozonen, idet det endnu ikke er lykkedes at få lagt låg på uroen omkring PIIGS-landenes statsfinansier. I marts steg renten på 10-årige statsobligationer fra Portugal, Irland og Grækenland således mellem 0,84 og 1,20 procentpoint, men på trods af de interne og eksterne problemer har Den Europæiske Centralbank signaleret, at det stadig er sandsynligt, at renten bliver sat op i starten af april. Der er med andre ord nok at bekymre sig om!

Skulle man udelukkende have fulgt sine følelser og nervøsitet, ville det have været fristende at sælge ud af aktierne, da det så værst ud. I Stonehenge benyttede vi imidlertid tilbagefaldet på markedet til at købe flere aktier til aktieafdelingen i stedet for at sælge. Vi er faktisk bekymrede for mange af de nævnte usikkerhedsmomenter, og hvis vi udelukkende skulle have vurderet situationen på baggrund af de kortsigtede markedstemaer, så ville vi have anbefalet en aktieandel på kun 35% på nuværende tidspunkt (se bagsiden). Det er imidlertid ikke smart udelukkende at stirre sig blind på de kortsigtede markedstemaer, for samtidig med at disse temaer har spillet sig ud, er der sket væsentlige forbedringer af de langsigtede vækst-udsigter. Beskæftigelsen ser nu ud til at være i så klar fremgang i toneangivende lande som USA og Tyskland, at der efter vores vurdering ikke længere er tvivl om, at arbejdsløshedskurven er knækket (se figur 2). Det betyder, at det globale opsving er blevet selv bærende og så godt cementeret, at der skal et meget stort negativt chok til at stoppe det. Går det som det plejer, vil der således blive skabt mange millioner jobs i de kommende måneder, hvilket dels vil få mange af de nuværende problemer til at se mindre ud, og dels vil gøre en kæmpe forskel for vækstens holdbarhed og virksomhedernes indtjening. Vi forventer derfor, at den langsigtede konjunktur vil være væsentligt mere understøttende for aktiemarkedet end for obligationsmarkedet, og derfor har vi øget aktieandelen fra denne faktor fra 40% til 70%.

Vores konklusion er, at der stadig er mange usikkerheder og problemer, men at den underliggende økonomi samtidig har forbedret sig så meget, at det sammen med de øvrige elementer i vores investeringsproces betyder, at vi nu anbefaler en aktieandel på 65% i stedet for 55%. Verden har ændret sig, og så skal vi som investorer også reagere.

Anbefalet asset allocation: Gennemsnit af 4 faktorer, se side 2

Aktier:
65%

Obligationer:
35%

Den anbefalede fordeling skal ses i forhold til en normal fordeling på 50% aktier og 50% obligationer. Bemærk, at der er tale om en generel anbefaling, der ikke tager hensyn til individuelle forhold. Kontakt altid din rådgiver, hvis du ønsker individuel rådgivning.

Aktuel risikovurdering:

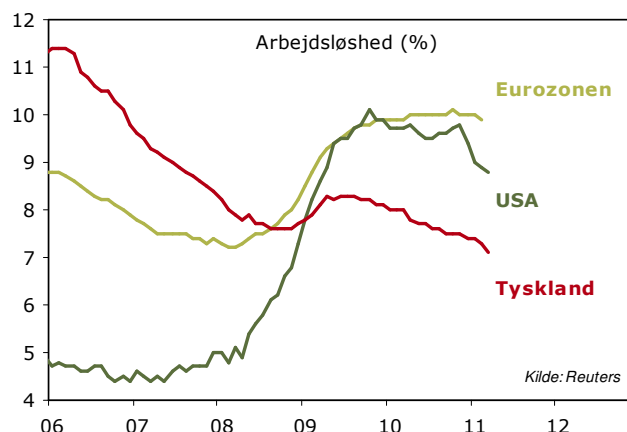


Trafiklyset er baseret på daglige observationer på tværs af de finansielle markeder, og viser, om markederne samlet set opfører sig normalt. Gult lys indikerer øget risiko for pludselige kursfald, og rødt lys indikerer stærkt forøget risiko for pludselige kursfald.

Figur 1: Kortvarig uro i marts

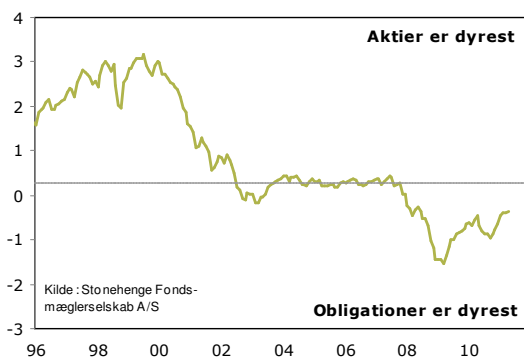


Figur 2: Faldende arbejdsløshed



Prisfastsættelse (objektiv model)

LANGSIGTET FAKTOR



Vores model for den langsigtede prisfastsættelse er baseret på de aktuelle aktiekurser i forhold til 10 års indtjening samt de aktuelle obligationsrenter i forhold til 10 års inflation. Modellen holder de to markeder op mod hinanden, og finder på denne måde den billigste og mest attraktive aktivklasse. Momentum på markederne kan dog gøre en i øvrigt billig aktivklasse mindre attraktiv her og nu. Det samlede modelsignal afhænger således både af den relative prisfastsættelse og momentum på henholdsvis aktie- og obligationsmarkedet.

Aktierne er stadig mere attraktive end obligationerne, og momentum er også stadig i aktiernes favør.

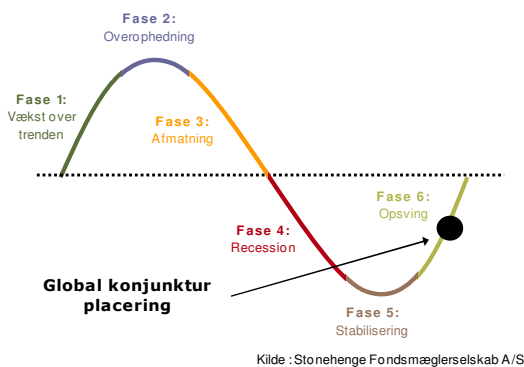
**Allokering baseret
alene på denne faktor:**

70%
aktier

30%
obligationer

Makroøkonomi (subjektiv vurdering)

LANGSIGTET FAKTOR



Verdensøkonomien er blevet stabiliseret betydeligt siden finanskrisen begyndte. Det høje gælds niveau i de vestlige lande er stadig et problem, men beskæftigelsen er nu i så klar fremgang, at problemet er aftagende i de fleste lande. Det er derfor mest sandsynligt, at de seneste kvartalers positive vækst markerer starten på et langvarigt globalt opsving. Vi vurderer, at den globale konjunktur befinder sig ca. midt i fase 6, hvor opsvinget er godt cementeret, men hvor der stadig er udsigt til flere år med høj vækst uden kapacitetspres.

Skønt der stadig er betydelige risici, er det således mest sandsynligt, at den globale konjunktur vil understøtte stigende aktier og stigende renter. Vi har derfor justeret aktieandelen markant op til 70%.

**Allokering baseret
alene på denne faktor:**

70%
aktier

30%
obligationer

Taktisk scorecard (objektiv model)

KORTSIGTET FAKTOR

	Nøgletal	Markeds- tendenser	Investor- tendenser	Stemning	Samlet
Aktier	+1 ↑	+1 ↑	0 →	+2 ↑	+4 ↑
Obl.	-2 ↓	-1 ↓	0 →	-1 ↓	-4 ↓

Kilde: Stonehenge Fondsmæglerselskab A/S

Vores taktiske scorecard er baseret på en række modeller, der historisk har været gode til at forudsige de kommende 3-6 måneders kursbevægelser på aktie- og obligationsmarkedet. Ved at bruge mange forskellige modeller og inputs får vi således et relativt robust billede af oddsene for henholdsvis stigninger og fald i de to aktivklasser i de kommende måneder.

Modelsignalet er stadig klart i aktiernes favør, idet scorecardet samlet indikerer +4 for aktiernes vedkommende og -4 for obligationernes vedkommende.

**Allokering baseret
alene på denne faktor:**

80%
aktier

20%
obligationer

Markedstemaer (subjektiv vurdering)

KORTSIGTET FAKTOR

Potentielt positive markedstemaer:

- Bedre tal fra arbejdsmarkedet i USA kan øge troen på vækstens holdbarhed
- "Rally mod toppen": Mange økonomiske nøgletal er tilbage på før finanskriseniveau, men MSCI World mangler stadig ca. 25%

Potentielt negative markedstemaer:

- Tidligere end ventede renteforhøjelser fra centralbankerne i USA og Europa kan på sigt blive et problem for aktierne
- Den kraftige stigning i fødevarerpriserne kan øge frygten for en hård landing i EM-landene
- PIIGS landenes gældsproblemer er fortsat et væsentligt tema og kan eskalere ved smitte til Spanien
- Stigende råvarerpriser/energipriser kan skabe frygt for stagflation (især efter katastrofen i Japan)

Markederne bliver i stigende grad styret af forskellige markedstemaer. Et stærkt markedstema kan således i perioder helt dominere alle andre forhold. Vi forsøger at holde os foran markedet ved hele tiden at identificere det næste store markedstema.

Markedstemaet har i nogen tid været de stærke amerikanske nøgletal ovenpå "double dip" frygten i efteråret. På nuværende tidspunkt er de positive nyheder dog efterhånden prist ind, og det er nemmere at finde negative temakandidater end positive temakandidater på 3-6 mdr. sigt. Usikkerheden er således stadig stor, og vi fastholder derfor aktieandelen fra denne faktor på 35%.

**Allokering baseret
alene på denne faktor:**

35%
aktier

65%
obligationer

Samlet allokering = gennemsnit af ovenstående 4 faktorer (afrundet)

65% aktier

35% obl.