

## Korrektion på aktiemarkedet?

Det globale aktiemarked har haft en rigtig god start på året med en stigning på næsten 10% målt i danske kroner. Siden opturen begyndte i efteråret 2011 er verdensindekset sammenlagt steget hele 25%. Vi er stadig meget optimistiske og forventer et godt år for både verdensøkonomien og aktiemarkedet. Men efter så kraftige kursstigninger, som vi har set i de seneste måneder, så er det helt naturligt, hvis der kommer en periode med mindre fart på aktierne. Figur 1 viser, hvordan aktiemarkedet "plejer" at udvikle sig hen over et kalenderår, og som det fremgår, så er det helt normalt med store kursstigninger i foråret. Men kursstigningerne plejer at stoppe omkring maj, hvorefter tendensen historisk set har været flad frem mod efteråret. I de seneste år har perioden maj til oktober været meget dårlig for aktier. Så spørgsmålet er, om man ligefrem bør sælge nogle af sine aktier, nu hvor markedet er steget så kraftigt? Det mener vi ikke. Tværtimod har vi øget den anbefalede aktieandel en smule fra 60% til 65%, hvilket er den højeste andel siden maj sidste år – se figur 2.

Listen over potentielle problemer er stadig lang. Aktiekurserne kan således atter blive ramt af gældskrisen, som vi så det i både 2010 og 2011. Portugal og Spanien står overfor mange af de samme problemer som Grækenland, og kan derfor blive de nye negative fokuspunkter for aktiemarkedet. Store lande som USA og Japan har også gigantiske gældsproblemer, og det kan ikke udelukkes, at også disse lande på et tidspunkt bliver ramt. Samtidig er den økonomiske vækst i Kina på vej ned i et lavere gear end i de foregående mange år, og en hård landing kan ikke udelukkes. Kan resten af verden vokse uden Kina? Obligationsmarkedet er heller ikke nødvendigvis en sikker oase, for obligationerne kan både falde i kurs, hvis gældskrisen eskalerer, eller hvis inflationen stiger kraftigt. Og hvad sker der i øvrigt med aktierne, hvis renterne stiger kraftigt, eller hvis energipriserne stiger kraftigt?

Pointen med den lange liste over bekymringspunkter er, at der stadig er en del der kan gå galt. Men det er der altid. Spørgsmålet er, hvor sandsynligt det er. Vi skal investere ud fra vores forstand og fornuft, og undgå at blande vores følelser ind i beslutningerne. Men det er faktisk sværere end man skulle tro. Ovenpå de seneste års lavkonjunktur og svingende aktiemarkeder er det meget nemt at blive bekymret. Der har jo ikke været meget at smile over. Følelsesmæssigt er det således fristende at tage de seneste måneders gevinster hjem ved at sælge nu. Vi anbefaler imidlertid at fastholde en klar overvægt af aktier, fordi det efter vores vurdering er mest sandsynligt, at aktierne fortsætter med at stige. Ifølge vores modeller er aktier således stadig særdeles attraktivt prissat i forhold til obligationer. Vi vurderer samtidig, at det globale opsving er godt cementeret, og at væksten vil stige i de kommende år. Vores taktiske scorecard, der er baseret på 11 forskellige matematiske modeller, viser gode odds for stigende aktiekurser de næste 3-6 måneder. Og gældskrisen er ikke så dominerende som tidligere, men er tværtimod blevet afløst af mere positive markedstemaer. Så selvom en del kan gå galt, så er det efter vores vurdering mere sandsynligt, at det går godt.

3. april 2012

### Anbefalet allokering:

Gennemsnit af 4 faktorer, se side 2

Aktier:  
**65%**

Obligationer:  
**35%**

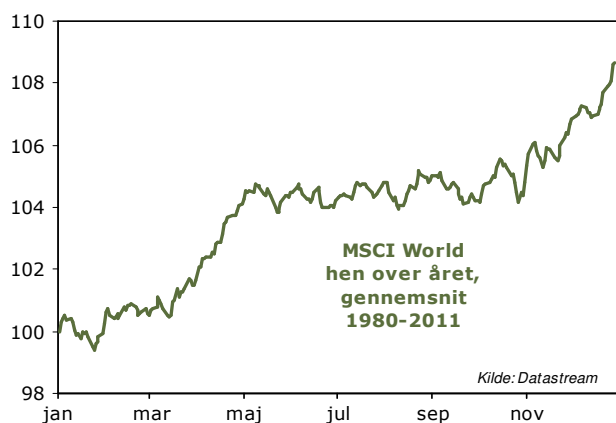
Den anbefalede fordeling skal ses i forhold til en normal fordeling på 50% aktier og 50% obligationer. Bemærk, at der er tale om en generel anbefaling, der ikke tager hensyn til individuelle forhold. Kontakt altid din rådgiver, hvis du ønsker individuel rådgivning.

### Aktuel risikovurdering:

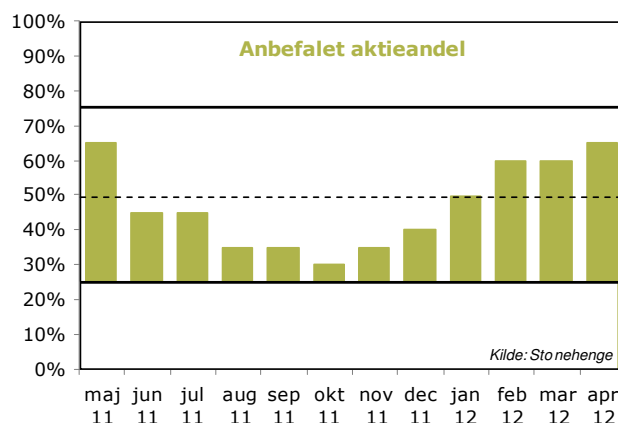


Trafiklyset er baseret på daglige observationer på tværs af de finansielle markeder, og viser, om markederne samlet set opfører sig normalt. Gult lys indikerer øget risiko for pludselige kursfald, og rødt lys indikerer stærkt forøget risiko for pludselige kursfald.

Figur 1: Typisk udvikling på aktiemarkedet

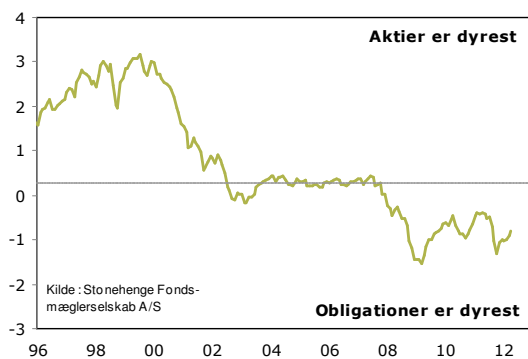


Figur 2: Anbefalet aktieandel, seneste 12 måneder



## 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.

Aktier har længe været særdeles billige relativt til obligationer, og nu er momentum også i favør af aktierne. Det vil sige, at aktier både er meget billige og udviser en stigende tendens ift. obligationer.

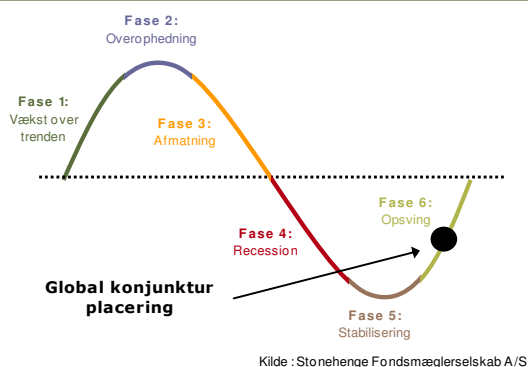
**Allokering baseret alene på denne faktor:**

**80%**  
aktier

**20%**  
obligationer

## Makroøkonomi (subjektiv vurdering)

## LANGSIGTET FAKTOR



I andet halvår 2011 var der en udbredt frygt for, at gældskrisen ville slå det i forvejen skuffende globale opsving ud af kurs og tvinge verdensøkonomien tilbage i recession. Sådan gik det heldigvis ikke. Tværtimod har de seneste måneders løbende nøgletal signaleret pænt stigende vækst i lande som USA og Tyskland, og også på globalt plan har nøgletallene generelt været væsentligt bedre end ventet. Vi ser stigende odds for, at øget aktivitet på arbejds- og boligmarkedet i USA i år vil indvarsle en periode med mere robust vækst. Gældskrisen og risikoen for en hård landing i Kina betyder dog, at der stadig er mange nedadrettede risici, men samlet set vurderer vi, at makroøkonomien vil være mere understøttende for aktier end obligationer.

**Allokering baseret alene på denne faktor:**

**60%**  
aktier

**40%**  
obligationer

## Taktisk scorecard (objektiv model)

## KORTSIGTET FAKTOR

	Økonomi	Markeds-tendenser	Investor-tendenser	Stemning	Samlet
<b>Aktier</b>	0 →	+2 ↑	+1 ↑	+2 ↑	+5 ↑
<b>Obl.</b>	0 →	-1 ↓	0 →	-1 ↓	-2 ↓

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.

Aktiers samlede score er i denne måned faldet fra +7 til +5, mens obligationsers samlede score er steget fra -4 til -2. Det er stadig et meget klart signal i favør af aktierne. Signalet er dog lidt svagere end i sidste måned, og modelmæssigt falder aktieandelen fra denne faktor således fra 85% til 80%.

**Allokering baseret alene på denne faktor:**

**80%**  
aktier

**20%**  
obligationer

## Markedstemaer (subjektiv vurdering)

## KORTSIGTET FAKTOR

### Potentielt positive markedstemaer:

- Fortsat faldende renter i Italien, Spanien og Portugal i kølvandet på en mere troværdig økonomisk politik
- Fortsat stærke nøgletal fra USA og Tyskland kan øge troen på et mere robust opsving i 2012 end aktuelt forventet

### Potentielt negative markedstemaer:

- Gældskrisen er fortsat et centralt markedstema og kan stadig eskalere yderligere - f.eks hvis USA eller Japan får deres kreditværdighed nedgraderet eller via Portugal/Spainien
- Indprisning af mere normale tider kan medføre en kraftig stigning i de lange renter, hvilket i en periode kan ramme aktierne
- Yderligere stigning i energipriserne pga. geopolitisk uro (Iran) eller øget efterspørgsel, kan ramme både aktier og obligationer
- Stigende frygt for en hård landing i Kina

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.

Gældskrisen er ikke så dominerende som tidligere, og det er i stedet de positive markedstemaer der er i fremdrift. I den seneste måned er konkursforsikringerne på græske statsobligationer blevet udløst uden dramatik og trods relativt kraftige stigninger i de lange renter i USA, fortsat høje energipriser og dårlige nøgletal fra Kina er stemningen forblevet positiv. Det tolker vi som et styrketegn. Derfor har vi øget aktieandelen fra denne faktor fra 25% til 40%.

**Allokering baseret alene på denne faktor:**

**40%**  
aktier

**60%**  
obligationer

**Samlet allokering = gennemsnit af ovenstående 4 faktorer (afrundet)**

**65%** aktier

**35%** obl.