

## Problemer, problemer, problemer...

De dårlige nyheder står nærmest i kø for tiden, og det er længe siden at der har været så stor usikkerhed. På langt sigt er vi stadig meget optimistiske, men set over de nærmeste måneder er der så mange potentielle problemer og risikofaktorer, at det er bedst at have en relativ lav aktieandel i sin portefølje. Jævnfør boksen til højre anbefaler vi således, at kun 35% af midlerne bliver placeret i aktier, hvilket er 10% mindre end i de forrige to måneder.

Trods en ny omfattende hjælpepakke til Grækenland er det europæiske gældsproblem stadig langt fra løst, men har tværtimod bredt sig til Spanien og Italien. EU-landene blev i løbet af juli enige om en ny græsk hjælpepakke, der bl.a. nedsætter renten på gælden og forlænger tilbagebetalingstiden, således at Grækenland ikke behøver at låne penge i markedet før 2020. Bankerne bidrager samtidig frivilligt i denne ordning, hvilket er vigtigt, da ordningen dermed ikke bliver klassificeret som en statsbankerot. Selvom pakken var bedre end mange havde regnet med, har den desværre ikke afværget, at gældsproblemet nu også har ramt Spanien og Italien med kraftig styrke. Jævnfør figur 1 er renten på 10-årige statsobligationer fra Spanien og Italien således steget til ca. 6%, mens den er faldet til ca. 2,5% i Tyskland. Det er en alvorlig eskalering af krisen, da Spanien og Italien er mange gange større end de hidtil ramte lande. Italien har ellers overskud på den primære budgetsaldo, så det er egentlig lidt uretfærdigt, at Italien nu også bliver ramt, men det er ikke desto mindre et faktum, vi som investorer er nødt til at forholde os til. Og det er desværre svært at se, hvordan krisen kan blive inddæmmet på kort sigt.

Som om det europæiske gældsproblem ikke er slemt nok, så ser hele gældstemaet nu også ud til at brede sig til andre kontinenter. I USA har den langvarige debat om forøgelsen af gældsloftet virket lidt som at vifte med et kæmpestort stykke rødt klæde foran en arrig tyr. Finansmarkederne er således ekstra fokuserede på de amerikanske udfordringer. Og selvom forøgelsen af gældsloftet i skrivende stund lige er blevet vedtaget, så er det desværre næppe nok til at afværge, at den amerikanske kreditværdighed sandsynligvis vil blive nedgraderet fra topkarakteren AAA i løbet af de kommende måneder. Det er meget usikkert, hvordan markederne vil reagere i denne situation, og dermed er der endnu en risikofaktor at forholde sig til.

De seneste måneders skuffende økonomiske nøgletal har samtidig øget frygten for, at det globale opsving er ved at ebbe ud. Det har især skuffet mange, at de seneste to måneders beskæftigelsestal fra USA har været meget svage. Vi er dog ikke så bekymrede på denne front. Jævnfør figur 2 følger udviklingen i beskæftigelsen således det gennemsnitlige mønster under et opsving, og vi forventer meget bedre jobtal i de kommende måneder. Risikoen for et tilbagefald i recession er dog til stede, og den nuværende svage udvikling kalder derfor på ekstra forsigtighed.

Afslutningsvis vil vi dog pointere, at vores risikobarometer stadig lyser grønt, hvilket trods alt giver en vis modvægt til alle dårligdommene.

2. august 2011

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

Aktier:  
**35%**

Obligationer:  
**65%**

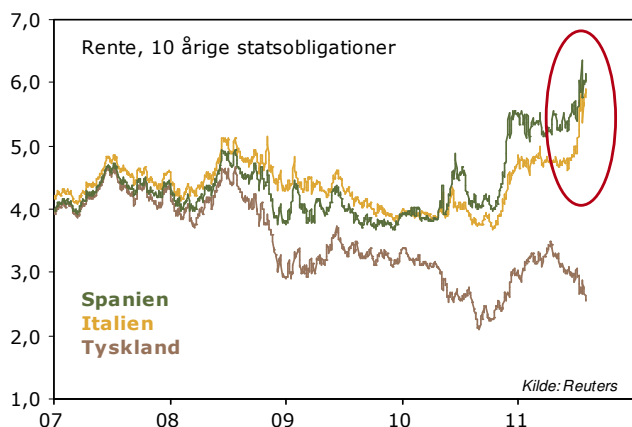
Den anbefalede fordeling skal ses i forhold til en normal fordeling på 50% aktier og 50% obligationer. Bemærk, at der er tale om en generel anbefaling, der ikke tager hensyn til individuelle forhold. Kontakt altid din rådgiver, hvis du ønsker individuel rådgivning.

**Aktuel risikovurdering:**

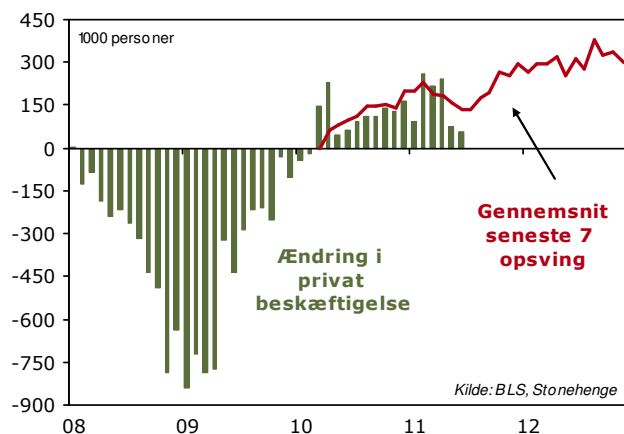


Trafiklyset er baseret på daglige observationer på tværs af de finansielle markeder, og viser, om markederne samlet set opfører sig normalt. Gult lys indikerer øget risiko for pludselige kursfald, og rødt lys indikerer stærkt forøget risiko for pludselige kursfald.

**Figur 1: Italien og Spanien ramt af gældskrisen**

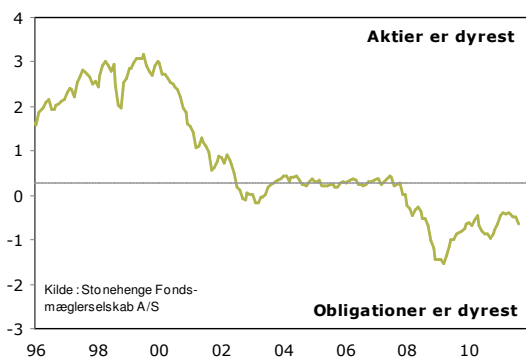


**Figur 2: Svag beskæftigelsesfremgang i USA**



## 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.

Momentum favoriserer stadig obligationer, men aktier er nu blevet så billige relativt til obligationer, at modellen peger på 40% aktier i stedet for 30% som i de foregående måneder.

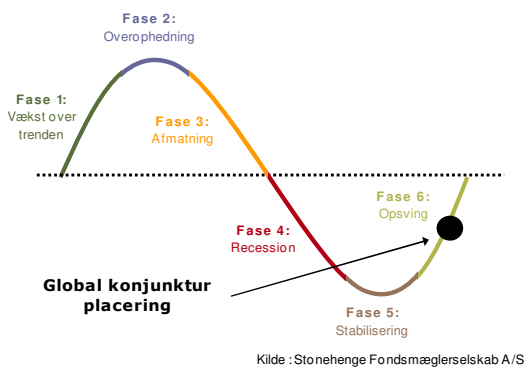
**Allokering baseret alene på denne faktor:**

**40%**  
aktier

**60%**  
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 har markeret 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, dvs. at aktier er mere attraktive end obligationer.

**Allokering baseret alene på denne faktor:**

**70%**  
aktier

**30%**  
obligationer

## Taktisk scorecard (objektiv model)

KORTSIGTET FAKTOR

	Økonomi	Markeds-tendenser	Investor-tendenser	Stemning	Samlet
<b>Aktier</b>	-3 ↓	-1 ↓	0 →	-3 ↓	-7 ↓
<b>Obl.</b>	-1 ↓	+2 ↑	0 →	+3 ↑	+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.

Der har været store forskydninger i de taktiske modeller i den seneste måned og 7 af 11 modeller signalerer nu, at man bør undgå aktier, mens 4 af 11 modeller signalerer øget eksponering mod obligationer. Det giver samlet et meget klart signal i favør af obligationer.

**Allokering baseret alene på denne faktor:**

**15%**  
aktier

**85%**  
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 finanskrisen niveau, men MSCI World mangler stadig ca. 25%

### Potentielt negative markedstemaer:

- PIIGS landenes gældsproblemer er fortsat det dominerende markedstema, og trods en ny græsk hjælpepakke har uroen nu også for alvor ramt både Spanien og Italien.
- Ratingbureauerne har varslet, at den amerikanske kreditværdighed kan blive nedjusteret, og politikerne er handlingslammede. Bliver USA det næste offer for gældstemaet?
- De globale nøgletal har skuffet markant i den seneste tid, og frygten for et tilbagefald i recession er stigende

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.

Det er fortsat gældstemaet der sætter dagsordenen både i form af en alvorlig eskalering af det europæiske gældsproblem samt tegnene på, at også USA nu begynder at blive ramt. Det er et stort problem, at gældskrisen er begyndt at brede sig til flere lande, og det er svært at se, hvordan krisen kan blive inddæmmet på kort sigt. Samlet peger de forskellige temaer nu på en markant undervægt af aktier.

**Allokering baseret alene på denne faktor:**

**15%**  
aktier

**85%**  
obligationer

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

**35%** aktier

**65%** obl.