

## Overdreven frygt for finanspolitikken i USA

Præsidentvalget i USA blev ikke en positiv begivenhed for aktiemarkedet, som vi ellers havde regnet med. Tværtimod faldt især amerikanske aktier markant i dagene umiddelbart efter valget. Det skyldes usikkerhed om, hvorvidt Demokraterne og Republikanerne kan nå til enighed om finanspolitikken inden den 31. december. Fra denne dato vil finanspolitikken nemlig blive strammet meget kraftigt via skatte-stigninger og automatiske nedskæringer, medmindre politikerne inden da er blevet enige om en mere gradvis stramning. På grund af sidste års farce om forhøjelsen af gældsloftet er markedet således usikker på, om den nødvendige politiske vilje til at indgå et kompromis er til stede. Hvis der ikke kan opnås enighed, og de automatiske stramninger derfor træder i kraft, vil økonomien formentlig lide et så stort knæk, at en ny recession kan blive en realitet i 2013. Derfor står der meget på spil, og derfor er markedets frygt umiddelbart velbegrundet. Vores vurdering er imidlertid, at der er masser af råderum til at indføre en mere gradvis stramning uden at gå på kompromis med den langsigtede bæredygtighed. Figur 1 viser USA's offentlige gæld i % af BNP sammen med to forskellige fremskrivninger. Den ene yderlighed er, at de nuværende automatiske stramninger får lov til at træde i kraft, mens den anden yderlighed er, at samtlige stramninger udskydes. Begge dele er dårlige løsninger. Og unødvendigt dårlige løsninger, da der jævnfør figuren er et stort økonomisk råderum til et mere balanceret alternativ. Så spørgsmålet er udelukkende, om der er en tilstrækkelig politisk vilje, og her kan man selvfølgelig være mere i tvivl. Sporene fra 2011 skræmmer, men det er vigtigt at huske, at de daværende uenigheder i høj grad var valgtaktik. Men nu er valgkampen slut, og politikerne har samtidig set, hvor stor negativ effekt deres uenighed fik i 2011. Så vi ser en meget stor sandsynlighed for et politisk kompromis, hvilket formentligt vil blive offentliggjort allerede i næste uge. Dermed ser vi gode odds for, at markedets fokus hurtigt vil skifte væk fra de finanspolitiske udfordringer og over til de stadigt flere tegn på, at økonomien er på vej mod et mere normalt og væsentligt stærkere opsving.

Figur 2 viser udviklingen i forbrugertilliden i USA og EU. Som det fremgår, er den amerikanske forbrugertillid nu stort set tilbage på niveauet fra før finanskrisen. Det er sammen med fremgangen i beskæftigelsen og byggeriet en faktor der lover rigtig godt med hensyn til væksten i 2013. De europæiske forbrugere er ikke nær så optimistiske, idet gældskrisen har tynget gevaldigt i de seneste 12-18 måneder. Men som vi har pointeret i de seneste måneder tyder alt nu på, at krisen har kulmineret, hvilket også er begyndt at blive reflekteret i priserne på finansmarkederne. På den baggrund steg forbrugertilliden marginalt i november, og vi forventer en kraftig stigning i løbet af 2013. Går det som vi regner med, vil 2013 dermed blive et rigtig godt år for verdensøkonomien med stigende vækst i både USA, Europa og Kina. Det kan derfor meget vel også blive året, hvor verden omsider vinker mentalt farvel til finans- og gældskrisens udfordringer og begynder at fokusere på mere positive temaer. Med afsæt i historisk billige aktier, positive konjunkturudsigter og et muligt skifte til større optimisme er det derfor stadig vores generelle anbefaling at have en aktieandel på 70% i porteføljen.

5. december 2012

### Anbefalet allokering:

Gennemsnit af 4 faktorer, se side 2

Aktier:  
**70%**

Obligationer:  
**30%**

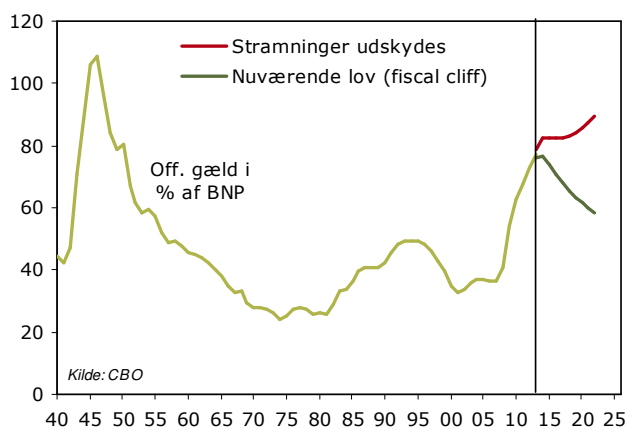
Den anbefalede fordeling skal ses i forhold til en normal fordeling på 50% aktier og 50% obligationer. Bemærk, at der er tale om en generel anbefaling, der ikke tager hensyn til individuelle forhold. Kontakt altid din rådgiver, hvis du ønsker individuel rådgivning.

### Aktuel risikovurdering:

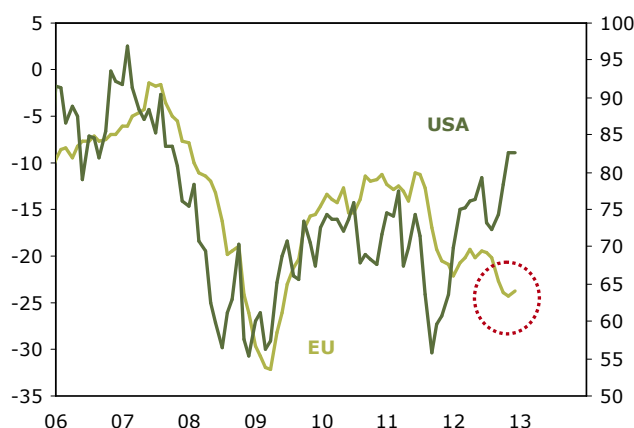


Trafiklyset er baseret på daglige observationer på tværs af de finansielle markeder, og viser, om markederne samlet set opfører sig normalt. Gult lys indikerer øget risiko for pludselige kursfald, og rødt lys indikerer stærkt forøget risiko for pludselige kursfald.

Figur 1: Masser af finanspolitisk råderum i USA

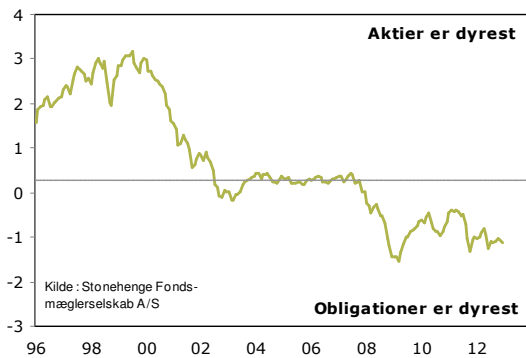


Figur 2: Stigende forbrugertillid varsler bedre tider



## 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 ekstremt billige ift. obligationer, og momentum er også i favør af aktier. Det betyder modelmæssigt, at aktieandelen fra denne faktor fastholdes på 80%.

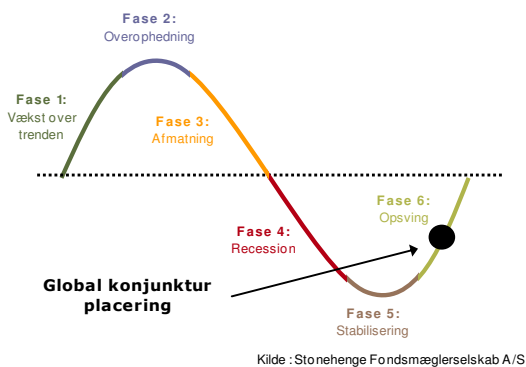
**Allokering baseret alene på denne faktor:**

**80%**  
aktier

**20%**  
obligationer

## Makroøkonomi (subjektiv vurdering)

LANGSIGTET FAKTOR



Efter en længere periode med skuffelser er de løbende nøgletal atter begyndt at overraske positivt, og de ledende indikatorer signalerer, at vækstpauzen er slut. Det er særligt positivt, at byggeriet i USA nu ser ud til at tage fart efter 5-6 års stilstand. Vurderet ud fra den globale industriproduktion og samhandel er opsvinget i verdensøkonomien grundlæggende intakt, og vi venter, at væksten vil blive højere i 2013 end i år. De hårdst ramte lande i Europa vil trække ned, og risikoen for en hård landing i Kina er stadig en risiko. Men set i forhold til det helt ekstremt lave renteniveau, vurderer vi samlet set, at konjunkturudviklingen vil være betydeligt mere understøttende for aktier end for obligationer. Aktieandelen fra denne faktor fastholdes derfor på 70%.

**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>	+1 ↑	0 →	-1 ↓	+3 ↑	+3 ↑
<b>Obl.</b>	+2 ↑	+2 ↑	+1 ↑	-2 ↓	+3 ↑

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 steget fra +2 til +3, mens obligationers samlede score er faldet fra +4 til +3. Dermed er der fortsat samme odds for kursstigninger på aktier som på obligationer. Det betyder modelmæssigt, at aktieandelen fra denne faktor fastholdes på 50%.

**Allokering baseret alene på denne faktor:**

**50%**  
aktier

**50%**  
obligationer

## Markedstemaer (subjektiv vurdering)

KORTSIGTET FAKTOR

### Potentielt positive markedstemaer:

- Øget tro på at den europæiske gælds-krise er aftagende
- Overraskende politisk handlekraft i USA og Kina, når de nye regeringer træder til (fra og med november)
- "Flugt til risiko": Renterne er rekordlave, og centralbankerne gør alt hvad de kan for at stimulere risikovilligheden
- Øget tro på, at det globale opsving er intakt og "normalt"
- Mindre restriktiv regulering af finanssektoren

### Potentielt negative markedstemaer:

- Den europæiske gælds-krise kan blusse op igen
- Gældsproblemerne i USA kan komme yderligere i fokus ("the fiscal cliff")
- Stigende frygt for en hård landing i Kina og andre lande

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.

Den europæiske gælds-krise har været et altdominerende og negativt markedstema i meget lang tid, men vi tror, at krisen nu har kulmineret og vil få mindre indflydelse fremover. Selvom der altid er mange potentielle bekymringspunkter, så er der lige nu endnu flere potentielt positive temaer. Vi vurderer således, at de positive temaer har størst sandsynlighed for at komme til at dominere i de kommende måneder og fastholder aktieandelen fra denne faktor på 70%.

**Allokering baseret alene på denne faktor:**

**70%**  
aktier

**30%**  
obligationer

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

**70% aktier**

**30% obl.**