

Mildere vinde på vej...?

Juni blev noget af en rutschetur med kraftige aktiefald i starten af måneden, som dog blev mere end indhentet i slutningen af måneden. Kursstigningerne skyldtes bl.a. optimistiske forventninger op mod EU topmødet den 28.-29. juni, og topmødet endte da også med en række fornuftige beslutninger. Det blev blandt andet besluttet, at Eurozonens redningsfonde fremover får mulighed for at låne direkte til kriseramte banker. Der vil samtidig blive oprettet et nyt centralt banktilsyn via Den Europæiske Centralbank, som får bemyndigelse til at tvinge nødlidende banker til at øge kapitalgrundlaget. Disse beslutninger er de første små skridt i retning af en egentlig bankunion, som på nuværende tidspunkt er vital for Eurozonens overlevelse. Vores tro på en positiv udgang på den europæiske gældskrise er således steget yderligere, selvom der utvivlsomt vil være mange andre bump på vejen.

Markederne har også reageret positivt med relativt store aktiekursstigninger og fald i renterne i Spanien og Italien. Vores daglige risikobarometer er samtidig skiftet tilbage til grønt lys, og signalerer dermed atter en normal risiko ved at investere. På den baggrund er det fristende at øge aktieandelen igen. Vi fastholder dog aktieandelen på 50% indtil videre. Optimismen i kølvandet på de forrige redningspakker løb hurtigt ud i sandet, og det samme kan ske igen. Vi vil derfor gerne se en lidt længere periode med positive markeder, før vi tror på tendensen. Potentialet til meget kraftige aktiestigninger er dog afgjort til stede.

Man siger, at aktiekurserne klatrer over en mur af bekymringer. Det er en anden måde at sige, at de bedste afkast ofte opnås, når man mindst venter det. Figur 1 viser andelen af private investorer, der forventer stigende aktiekurser. Andelen af aktieoptimister er typisk meget lav, når markedet bundet ud, da der dermed ikke skal så meget til for at overraske positivt. Det var f.eks. tilfældet i både 2009, 2010 og 2011. Den nuværende meget lave andel af optimister kan således være et positivt tegn.

Der er meget at bekymre sig over. Gældskrisen er stadig et alvorligt problem, og mange økonomiske nøgletal har skuffet i den seneste tid. Men pessimismen er efter vores opfattelse langt større end de reelle problemer. Vurderet ud fra pressens dækning, kan man nemt få indtryk af, at væksten er gået helt i stå efter finanskrisen. Det er langt fra tilfældet. Figur 2 viser f.eks. det aktuelle opsving i USA i forhold til et normalt opsving. Figuren viser, at opsvinget lige nu er lidt svagere end gennemsnittet, men tendensen til gradvis fremgang er intakt. Det samme gør sig gældende i de fleste lande. Aktier er samtidig historisk billige relativt til obligationer. Derfor er vi ikke i tvivl om, at aktier på langt sigt vil være en langt bedre investering end obligationer. Vores objektive modeller maner dog stadig til en vis forsigtighed (se bagsiden), og vores mission er først og fremmest at beskytte vores kunders kapital. Derfor vil vi som sagt gerne se endnu flere tegn på bedring og mildere vinde, før vi øger aktieandelen. Går det som vi regner med, vil vi dog sandsynligvis øge aktieandelen i næste måned.

3. juli 2012

Anbefalet allokering:

Gennemsnit af 4 faktorer, se side 2

Aktier:
50%

Obligationer:
50%

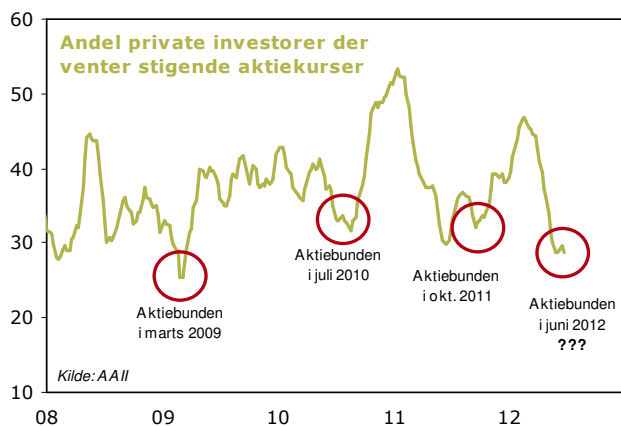
Den anbefalede fordeling skal ses i forhold til en normal fordeling på 50% aktier og 50% obligationer. Bemærk, at der er tale om en generel anbefaling, der ikke tager hensyn til individuelle forhold. Kontakt altid din rådgiver, hvis du ønsker individuel rådgivning.

Aktuel risikovurdering:

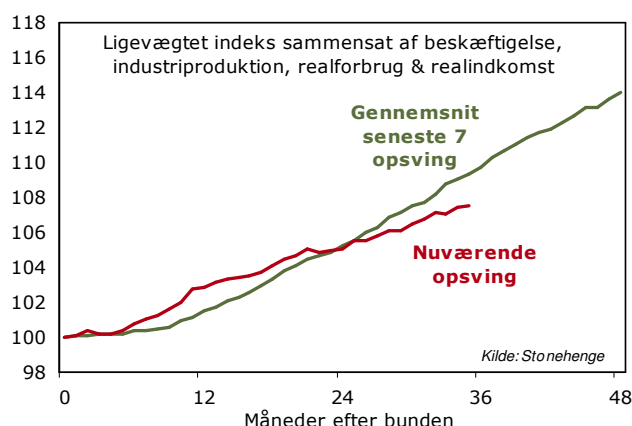


Trafiklyset er baseret på daglige observationer på tværs af de finansielle markeder, og viser, om markederne samlet set opfører sig normalt. Gult lys indikerer øget risiko for pludselige kursfald, og rødt lys indikerer stærkt forøget risiko for pludselige kursfald.

Figur 1: Få optimister = stort potentiale

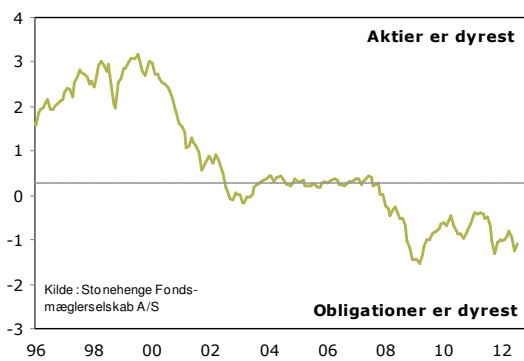


Figur 2: Normalt opsving i USA



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.

Aktier er ekstremt billige i forhold til obligationer, men momentum er aktuelt i favør af obligationerne. Det betyder modelmæssigt, at aktieandelen fra denne faktor fastholdes på 40%.

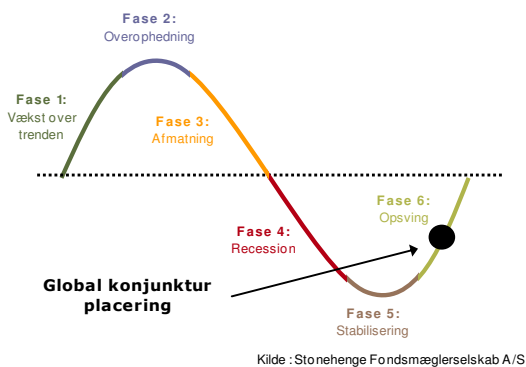
Allokering baseret alene på denne faktor:

40%
aktier

60%
obligationer

Makroøkonomi (subjektiv vurdering)

LANGSIGTET FAKTOR



I de seneste måneder har der været en klar overvægt af nøgletal der har skuffet i forhold til forventningerne. Det afspejler dog mere høje forventninger end dårlige nøgletal. Vurderet ud fra udviklingen i den globale industriproduktion og samhandel er opsvinget i verdensøkonomien således intakt, og lande som USA og Tyskland vil efter vores vurdering vokse robust i år drevet af stigende indenlandsk forbrug, faldende arbejdsløshed og øget byggeri. De hårdest ramte lande i Europa vil trække ned, og risikoen for en hård landing i Kina er stadig en væsentlig risiko. Men set i forhold til det nu helt ekstremt lave renteniveau forventer vi stadig, at makroøkonomien vil være betydeligt mere understøttende for aktier end for obligationer.

Allokering baseret alene på denne faktor:

70%
aktier

30%
obligationer

Taktisk scorecard (objektiv model)

KORTSIGTET FAKTOR

	Økonomi	Markedstendenser	Investortendenser	Stemning	Samlet
Aktier	+1 ↑	0 →	+1 ↑	0 →	+2 ↑
Obl.	+2 ↑	+2 ↑	-1 ↓	0 →	+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 +2, mens obligations samlede score er faldet fra +4 til +3. Dermed er der lige store odds for kursstigninger på aktier og obligationer. Det betyder modelmæssigt, at aktieandelen fra denne faktor stiger fra 30% til 50%.

Allokering baseret alene på denne faktor:

50%
aktier

50%
obligationer

Markedstemaer (subjektiv vurdering)

KORTSIGTET FAKTOR

Potentielt positive markedstemaer:

- Et tysk/fransk kompromis om håndteringen af gældskrisen, f.eks. via "gælds puljer" og en bankunion, kan medføre kraftige stigninger på aktiemarkedet i stil med 2009
- "Flugt til risiko": Renterne er nu blevet så lave, at stemningen kun skal forbedres en lille smule for at udløse en kapitalstrøm fra obligationer til (udbyttebetalende) aktier
- Øget tro på, at det globale opsving stadig er intakt

Potentielt negative markedstemaer:

- Gældskrisen er igen det centrale markedstema og risikoen for et kaotisk sammenbrud af Eurozonen er steget
- Gældsproblemerne i USA kan komme i fokus, især op mod præsidentvalget ("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 gældskrise sætter igen dagsordenen, men erfaringen viser, at en eskalerende krise kan få ting til at ske meget hurtigt. EU topmødet i slutningen af juni endte da også med en række fornuftige beslutninger. Vores tro på et positivt udfald af krisen er derfor steget, men der er dog stadig mange bump på vejen. Vi kan se lige så mange potentielt positive temaer som negative temaer, og fastholder derfor aktieandelen fra denne faktor på 50%.

Allokering baseret alene på denne faktor:

50%
aktier

50%
obligationer

Samlet allokering = gennemsnit af ovenstående 4 faktorer (afrundet)

50% aktier

50% obl.