

Svage nøgletal og gældsproblemer sætter dagsordenen

6. juni 2011

Efter en længere periode med en relativ høj aktieandel ændrer vi i denne måned kraftigt vores allokering og anbefaler, at aktieandelen sænkes fra 65% til 45%. Baggrunden er, at tre ud af fire faktorer i vores investeringsproces nu peger på en lavere aktieandel end i sidste måned (se bagsiden for en nærmere beskrivelse).

Selvom aktier stadig er væsentligt mere attraktivt prissat end obligationer, har markedsdynamikken ændret sig, idet aktiekurserne er begyndt at stagnere/falde, samtidig med at obligationsrenterne på det seneste er faldet en hel del. Det er i sig selv et advarselssignal, som indikerer en lavere aktieandel end tidligere. En del af forklaringen på aktiernes tilbagefald er, at den seneste måneds økonomiske nøgletal har skuffet markant i forhold til forventningerne – især i Japan og USA. Jævnfør figur 1 skal man helt tilbage til tiden lige efter Lehmans konkurs i september 2008 for at finde en tilsvarende svaghed i de globale nøgletal, og selv sidste sommers periode med svage nøgletal blegner i forhold til den aktuelle episode. Vi vurderer dog, at de skuffende tal er en forsinket effekt fra jordskælvet i Japan i marts, som har forstyrret den globale supply chain og medført et midlertidigt fald i ordrebøgerne og industriproduktionen. Det er derfor efter vores vurdering mest sandsynligt, at nøgletallene vil vise et kraftigt comeback i de kommende måneder, men det er klart, at den mellemliggende periode vil være præget af stor usikkerhed.

Det europæiske gældsproblem er samtidig for alvor blusset op igen, især trukket af udviklingen i Grækenland, hvor den 10 årige statsrente nu er mere end 13 procentpoint højere end i Tyskland (se figur 2). Frygten for en regulær græsk statsbankerot er med andre ord rekordhøj, og det kan bestemt ikke udelukkes, at en eller anden form for restrukturering af den græske gæld vil komme på tale allerede på meget kort sigt. Mange frygter, at det i givet fald vil udløse en panikreaktion på aktie-markedet i stil med kollapset efter Lehmans konkurs i 2008. Vi tror ikke, at det vil gå tilnærmelsesvist så galt, bl.a. fordi investorerne og de finansielle institutioner er helt anderledes forberedte, end de var op mod Lehmans uventede konkurs. Uanset hvad, er der dog aktuelt så stor usikkerhed på denne front, at det er bedst at være ekstra forsigtig.

Jævnfør bagsiden ender de fire forskellige faktorer i vores proces ud i en samlet anbefaling på 45% aktier og 55% obligationer. Hvis vi udelukkende skulle have investeret på baggrund af vores subjektive forventninger, ville vi have anbefalet en højere aktieandel, da vi stadig er meget sikre på, at verdensøkonomien og virksomhedernes indtjening vil vise positive takter i de kommende år. Men vores målsætning er først og fremmest at beskytte investors kapital, og vi har netop designet en struktureret investeringsproces med både subjektive vurderinger og objektive modeller for at nå frem til en robust konklusion uden for mange følelser. Selvom vi forventer, at den nye noget mere defensive allokering er midlertidig, kan det jo være at vi tager fejl, og helt i tråd med vores konservative investeringsfilosofi tager vi ingen chancer.

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

Aktier:
45%

Obligationer:
55%

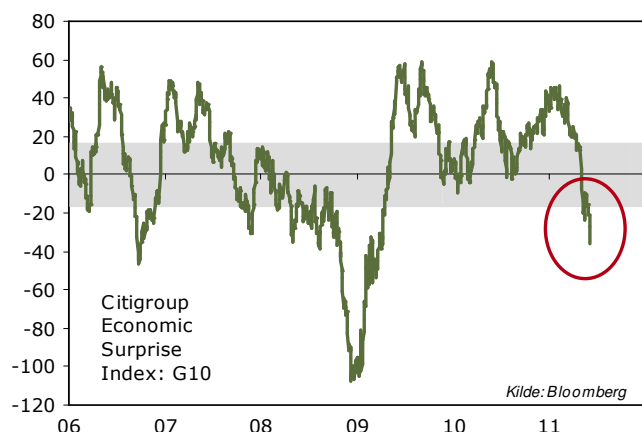
Den anbefalede fordeling skal ses i forhold til en normal fordeling på 50% aktier og 50% obligationer. Bemærk, at der er tale om en generel anbefaling, der ikke tager hensyn til individuelle forhold. Kontakt altid din rådgiver, hvis du ønsker individuel rådgivning.

Aktuel risikovurdering:

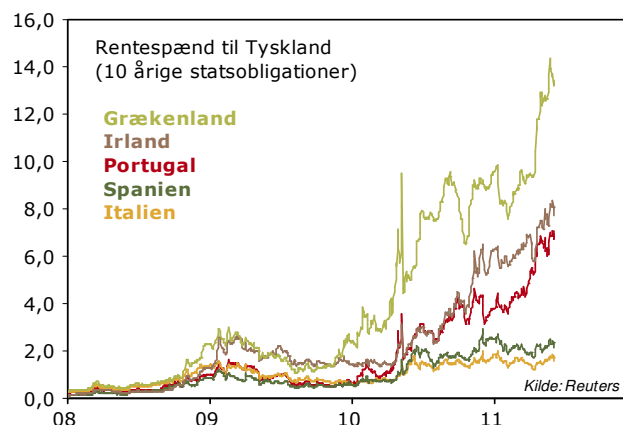


Trafiklyset er baseret på daglige observationer på tværs af de finansielle markeder, og viser, om markederne samlet set opfører sig normalt. Gult lys indikerer øget risiko for pludselige kursfald, og rødt lys indikerer stærkt forøget risiko for pludselige kursfald.

Figur 1: De globale nøgletal har overrasket negativt

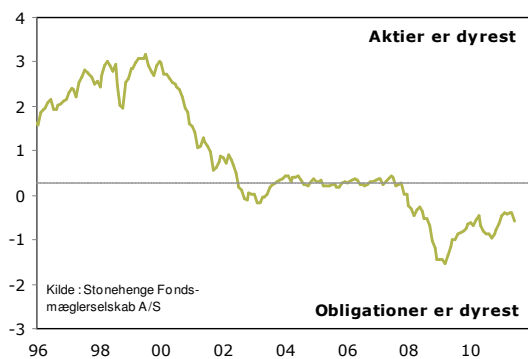


Figur 2: Frygten for en græsk statsbankerot er steget



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 stadig mere attraktive end obligationer, men aktierne er begyndt at falde. Momentum favoriserer således obligationer pt.

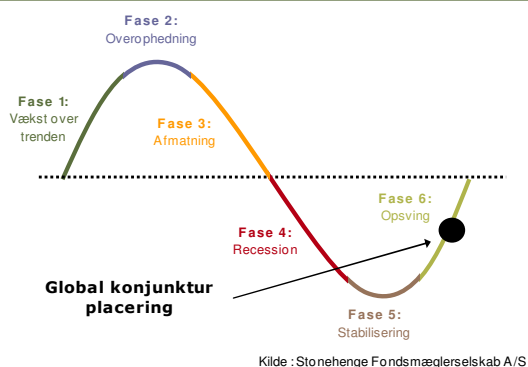
Allokering baseret
alene på denne faktor:

30%
aktier

70%
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

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

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 mange forskydninger i de taktiske modeller i den seneste måned, og det samlede signal er nu væsentligt mindre understøttende for aktier end tidligere. Med en aktiescore på 0 og en obligationsscore på +1, indikerer modellen således, at aktier og obligationer pt. er stort set lige attraktive.

Allokering baseret
alene på denne faktor:

50%
aktier

50%
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. 20%

Potentielt negative markedstemaer:

- PIIGS landenes gældsproblemer er fortsat et væsentligt tema og kan bl.a. eskalere ved smitte til Spanien. Vil en græsk restrukturering udløse panik i stil med Lehmans konkurs?
- De globale nøgletal har skuffet markant i den seneste måned, og frygten for et tilbagefald i recession kan atter blive et tema
- Ratingbureauerne har varslet, at den amerikanske kreditværdighed kan blive nedjusteret, og politikkerne er handlingslammede. Bliver USA det næste offer for gældstemaet?

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 de negative markedstemaer der dominerer. I den seneste måned har PIIGS temaet således atter erobret dagsordenen, idet frygten for en græsk statsbankerot er steget kraftigt. De globale nøgletal har samtidig skuffet markant, hvilket har genaktiveret frygten for et tilbagefald i recession. Samlet peger de forskellige temaer på en vis forsigtighed lige nu, og vi har justeret aktieandelen fra denne faktor yderligere ned fra 35% til 30%.

Allokering baseret
alene på denne faktor:

30%
aktier

70%
obligationer

Samlet allokering = gennemsnit af ovenstående 4 faktorer (afrundet)

45% aktier

55% obl.