

## Fortsat lav sigtbarhed

De europæiske politikere vedtog i midten af sidste uge den længe ventede redningspakke, og aktiemarkedet har udvist den største stigning i 20 år i oktober. Der er imidlertid stadig mange uafklarede spørgsmål og det er desværre langt fra sikkert, at pakken kan afslutte gældskrisen. Vi vurderer således, at usikkerheden fortsat er meget stor og anbefaler stadig en lav aktieandel. Vi har dog øget den anbefalede aktieandel en smule fra 30% til 35%, da der trods alt har været flere positive end negative nyheder i den forgangne måned. Se bagsiden for en komplet gennemgang af de faktorer der ligger til grund for denne anbefaling.

Redningspakken har 3 primære punkter: En kraftig forøgelse af hjælpefondens EFSF's midler, en kapitalindsprøjtning til bankerne og endelige en nedskrivning af værdien af græske statsobligationer med 50%. Det var i bund og grund lige netop de punkter, som markederne på forhånd ønskede adresseret. Derfor var den umiddelbare reaktion på aktiemarkedet da også særdeles positiv, og målt på verdensindekset endte aktierne med at stige 10,6% i oktober. Det er dels en historisk kraftig stigning og fjerner samtidig noget af frygten for en gentagelse af kuppet i 2008. Figur 1 viser således, at aktiernes udvikling gennem det meste af året faktisk har fulgt sporene fra 2008 i foruroligende grad. Den seneste måneds stigninger har dog gjort denne sammenligning til skamme. Så ovenpå vedtagelsen af pakken og den efterfølgende positive markedsreaktion burde vi måske være glade og tilfredse. Men desværre rummede aftalen meget få detaljer om, hvordan pakken skal virke i praksis. Forøgelsen af hjælpefondens midler til ca. 1000 mia. euro skal f.eks. ske ved, at fonden garanterer de første 20% af en nyudstedt statsobligation. Pakkens succes kræver dermed, at nogen har lyst til at købe de resterende 80%, og det er bestemt ikke sikkert, at denne købelyst er til stede. Det er i den henseende meget bekymrende, at renten på italienske statsobligationer er fortsat med at stige, og nu har nået et rekordhøjt niveau relativt til tyske obligationer (se figur 2). Hvis pakken skal blive en succes, er det en forudsætning, at dette rentespænd snart begynder at køre den anden vej.

Grækenland har samtidig chokeret alle ved at sende spareplanen til folkeafstemning, kun 5 dage efter at EU-pakken blev vedtaget. Hvis den græske befolkning stemmer nej, vil en stor del af forudsætningerne for pakken forsvinde, og så er EU reelt tilbage ved udgangspunktet. Det introducerer ny usikkerhed, og derfor er aktierne faldet kraftigt i de seneste to dage. Vi vurderer dog, at det er meget vigtigere, hvad der sker internt i Italien, end hvad der sker i Grækenland. Hvis Italien får vedtaget en troværdig finanspolitik, og renterne på italienske obligationer begynder at falde, så er der stadig håb for mere positive vinde. De økonomiske nøgletal har været bedre end frygtet i de seneste uger, og det ser ud til at verdensøkonomien undgår at falde i recession. Regnskabssæsonen i USA har samtidig vist fornuftige resultater både mht. indtjening og omsætning. Hvis den europæiske uro aftager, er grundlaget for mere positive aktiemarkeder således klart tilstede. Indtil videre er der dog stadig så meget på den finansielle motorvej, at vi fastholder en relativ lav aktieandel.

2. november 2011

### Anbefalet allokering:

Gennemsnit af 4 faktorer, se side 2

Aktier:  
**35%**

Obligationer:  
**65%**

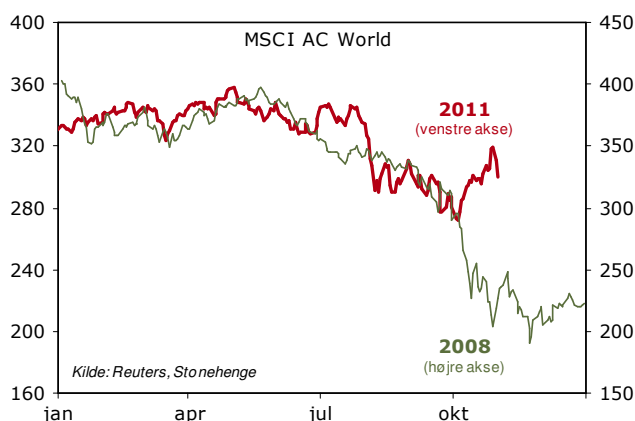
Den anbefalede fordeling skal ses i forhold til en normal fordeling på 50% aktier og 50% obligationer. Bemærk, at der er tale om en generel anbefaling, der ikke tager hensyn til individuelle forhold. Kontakt altid din rådgiver, hvis du ønsker individuel rådgivning.

### Aktuel risikovurdering:

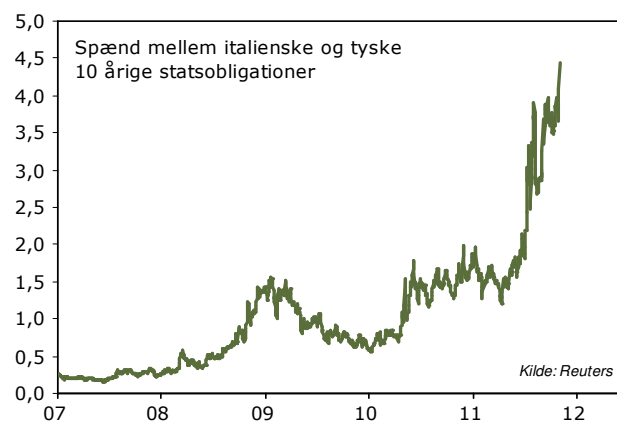


Trafiklyset er baseret på daglige observationer på tværs af de finansielle markeder, og viser, om markederne samlet set opfører sig normalt. Gult lys indikerer øget risiko for pludselige kursfald, og rødt lys indikerer stærkt forøget risiko for pludselige kursfald.

Figur 1: Aktiemarkedet mere positivt end i 2008

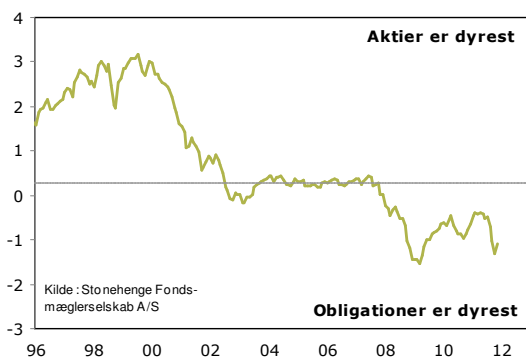


Figur 2: Rekordhøj renteforskel ml. Italien og Tyskland



## 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 særdeles billige relativt til obligationer, men momentum er stadig i favør af obligationerne. Derfor peger vores model fortsat kun på 40% aktier.

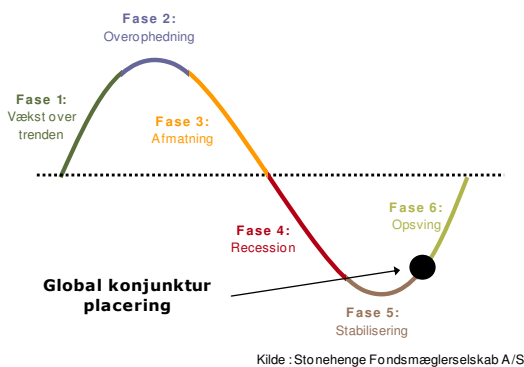
**Allokering baseret alene på denne faktor:**

**40%**  
aktier

**60%**  
obligationer

## Makroøkonomi (subjektiv vurdering)

LANGSIGTET FAKTOR



De seneste måneders finansuro har sat tydelige spor i de ledende indikatorer verden over, og vi er ikke længere helt så sikre på, at opsvinget vil fortsætte uanfægtet. Vi tror dog meget mere på en længerevarende periode med svag vækst end et decideret tilbagefald i recession. Virksomhederne har allerede skåret ind til benet i kølvandet på finanskrisen, og eftersom de konjunkturfølsomme sektorer som varige forbrugsgoder og byggeri aldrig er kommet op i omdrejninger, er det også svært at se dem falde signifikant tilbage. Derfor er en recession ikke det mest sandsynlige scenarie. Svagere vækst end ventet i længere tid end ventet er dog ikke specielt understøttende for aktier, og derfor indikerer denne faktor en neutral aktieandel på 50%.

**Allokering baseret alene på denne faktor:**

**50%**  
aktier

**50%**  
obligationer

## Taktisk scorecard (objektiv model)

KORTSIGTET FAKTOR

	Økonomi	Markeds-tendenser	Investor-tendenser	Stemning	Samlet
<b>Aktier</b>	-1 ↓	-1 ↓	-1 ↓	0 →	-3 ↓
<b>Obl.</b>	0 →	+2 ↑	0 →	+2 ↑	+4 ↑

Kilde: Stonehenge Fondsmæglerelskab 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 kun været små forskydninger i de taktiske modeller: Aktiers samlede score er således steget marginalt fra -4 til -3, mens obligationers samlede score er uændret på +4. Det giver stadig et meget klart signal i favør af obligationer. Aktieandelen fastholdes derfor på 20%.

**Allokering baseret alene på denne faktor:**

**20%**  
aktier

**80%**  
obligationer

## Markedstemaer (subjektiv vurdering)

KORTSIGTET FAKTOR

### Potentielt positive markedstemaer:

- Politikerne vedtog en kraftig forøgelse af den europæiske hjælpefond EFSF's midler og mandat, og det kan ultimativt afslutte gældskrisen, hvis markedet ender med at omfavne løsningen - f.eks. via stigende køb af italienske obligationer
- Forventninger om svag men positiv vækst ser ud til at afløse frygten for en ny global recession

### Potentielt negative markedstemaer:

- Den europæiske gældskrise er fortsat det centrale markedstema og kan eskalere voldsomt, hvis den seneste pakke fejler
- USA kan blive inddraget i gældskrisen, hvis den såkaldte "super-komité" ikke bliver enig om besparelser nok, og rating-bureauerne efterfølgende sænker kreditvurderingen yderligere
- 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.

Det er fortsat den europæiske gældskrise der sætter dagsordenen, og de globale finansmarkeder bølger stadig op og ned i takt med nyhedsstrømmen fra de relevante europæiske lande. Siden sidst har politikerne dog vedtaget den længe ventede pakke, og globale aktier har reageret med den største stigning i 20 år i oktober. Frygten for en global recession er samtidig aftaget. Selvom der stadig er betydelige risici, har vi således øget aktieandelen fra 15% til 35%.

**Allokering baseret alene på denne faktor:**

**35%**  
aktier

**65%**  
obligationer

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

**35% aktier**

**65% obl.**