

Tæt på et klimaks

Den europæiske gælds-krise er eskaleret i en så voldsom grad, at der nu reelt kun synes at være to muligheder: Enten finder politikerne en holdbar løsning meget hurtigt, eller også vil Eurozonen, som vi kender den i dag, bryde sammen. Usikkerheden er meget stor, og vi ved ikke, hvilken af de to muligheder der bliver en realitet. Derfor har vi sænket den anbefalede aktieandel med yderligere 5% til 30%.

Vores model for prisfastsættelsen viser ellers, at aktier nu er særdeles attraktive i forhold til obligationer. Faktisk har der kun været 12 måneder i de sidste 80 år, hvor aktier var mere attraktive relativt til obligationer end nu! Derfor er vi ret sikre på, at man vil få et væsentligt højere afkast på aktier end obligationer, hvis man køber i dag og har en lang tidshorison. At aktierne er blevet billige, forhindrer dem dog ikke i at blive endnu billigere, og usikkerheden er ekstrem lige nu. Finansmarkederne bølgjer voldsomt frem og tilbage med udsædvanligt store kursudsving både fra dag til dag og indenfor dagen. Det er også blevet registreret af vores risikobarometer, der skiftede til gult lys den 4. august og efterfølgende flere gange har været tæt på at skifte til rødt lys. Det maner til stor forsigtighed.

Signalet fra markederne er således ikke til at misforstå. Figur 1 viser de 10 årige renter i seks udvalgte Eurozone-lande. Renterne skulle jo egentlig være ens indenfor en monetær union, men er i stedet spredt for alle vinde. Forskellen landene imellem bliver samtidig mere og mere ekstrem. Hvis man skal kalde en spade for en spade, bliver man nødt til at sige, at denne figur viser en monetær union, der i vid udstrækning allerede er brudt sammen. Måske kan politikerne stadig nå at finde en holdbar løsning. Den europæiske hjælpefond, EFSF, som skulle have forhindret de nuværende problemer, blev af markedet hurtigt afskrevet som alt for lille og utilstrækkelig. De seneste signaler tyder dog på, at man nu arbejder intenst på at få en meget kraftig forøgelse af både fondens midler og mandat på plads. Det vil i givet fald være positivt. Men så længe der mangler en klar løsning, vil den globale banksektor og de gældsplagede europæiske lande forblive under pres, hvilket er en trussel for opsvinget.

De løbende økonomiske nøgletal viser, at væksten i verdensøkonomien stadig er skuffende svag, men der har også været mange positive overraskelser i de seneste uger. Figur 2 opsummerer udviklingen på tværs af de 10 største økonomier: Der er stadig flest nøgletal der skuffer, men skuffelserne ser dog ud til at blive mindre og mindre. Forventningerne er simpelthen blevet så pessimistiske, at der ikke længere skal så meget til for, at det pludselig går bedre end ventet. Sådan er det ofte lige før en vending til det bedre. Hvis politikerne får mobiliseret den nødvendige vilje og handlekraft, er det vores vurdering, at vi snart kan få et kraftigt rally på aktie-markedet, da aktier er billige, og verdensøkonomien stadig kan nå at styre udenom en ny recession. Men alternativet er sandsynligvis en ny alvorlig global krise, der kan komme til at ligne situationen i månederne efter Lehman Brothers kollaps i efteråret 2008. Derfor anbefaler vi en meget lav aktieandel indtil videre.

4. oktober 2011

Anbefalet allokering:

Gennemsnit af 4 faktorer, se side 2

Aktier:
30%

Obligationer:
70%

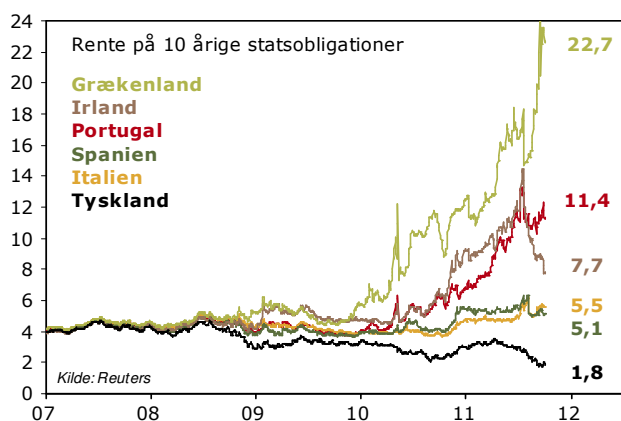
Den anbefalede fordeling skal ses i forhold til en normal fordeling på 50% aktier og 50% obligationer. Bemærk, at der er tale om en generel anbefaling, der ikke tager hensyn til individuelle forhold. Kontakt altid din rådgiver, hvis du ønsker individuel rådgivning.

Aktuel risikovurdering:

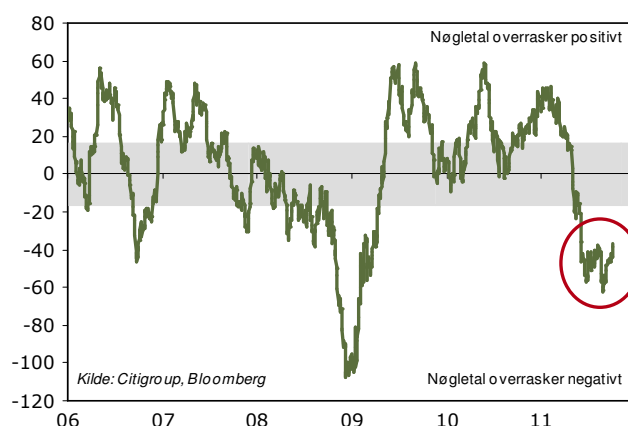


Trafiklyset er baseret på daglige observationer på tværs af de finansielle markeder, og viser, om markederne samlet set opfører sig normalt. Gult lys indikerer øget risiko for pludselige kursfald, og rødt lys indikerer stærkt forøget risiko for pludselige kursfald.

Figur 1: Totalt kaos på rentemarkederne

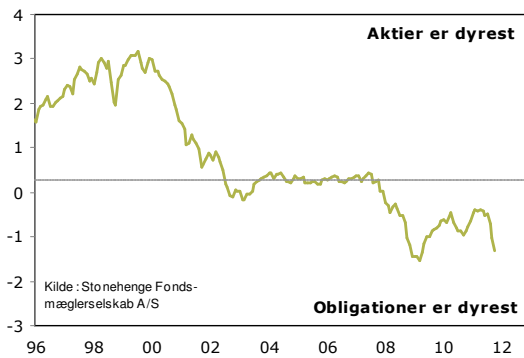


Figur 2: Globale nøgletal overrasker mindre negativt



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

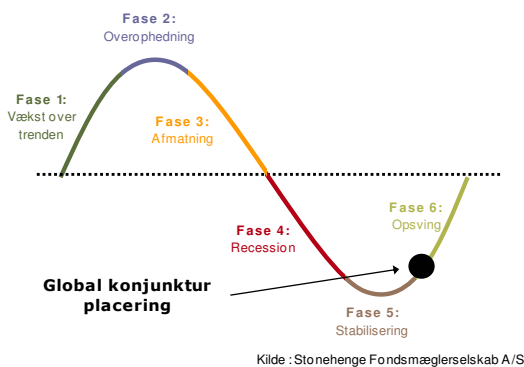
Allokering baseret alene på denne faktor:

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. Men svagere vækst end ventet i længere tid end ventet er ikke understøttende for aktier, og derfor har vi reduceret aktieandelen fra 60% til 50%.

Allokering baseret alene på denne faktor:

50%
aktier

50%
obligationer

Taktisk scorecard (objektiv model)

KORTSIGTET FAKTOR

| | Økonomi | Markeds-tendenser | Investor-tendenser | Stemning | Samlet |
|---------------|---------|-------------------|--------------------|----------|---------|
| Aktier | -2 ↓ | -3 ↓ | 0 → | +1 ↑ | -4 ↓ |
| Obl. | +1 ↑ | +3 ↑ | -1 ↓ | +1 ↑ | +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 forskydninger i mange af de taktiske modeller i den seneste måned: Aktiers samlede score er således steget fra -6 til -4, mens obligationers samlede score er steget fra +3 til +4. Det giver stadig et meget klart signal i favør af obligationer, men aktieandelen er dog steget fra 15% til 20%.

Allokering baseret alene på denne faktor:

20%
aktier

80%
obligationer

Markedstemaer (subjektiv vurdering)

KORTSIGTET FAKTOR

Potentielt positive markedstemaer:

- En kraftig og hurtig forøgelse af den europæiske hjælpefond EFSF's midler og mandat kan øge troen på en holdbar løsning på det europæiske gældsproblem - hvis politikerne vil det...
- Bedre tal fra arbejdsmarkedet i USA kan øge troen på vækstens holdbarhed

Potentielt negative markedstemaer:

- Den europæiske gældskrise er fortsat det centrale markedstema og kan ultimativt udløse en Lehman-lignende situation
- USA's vækst har skuffet markant, kreditværdigheden er blevet nedjusteret, Federal Reserve er løbet tør for instrumenter og politikerne er handlingslammede. Det øger risikoen for et storudsalg af amerikanske værdipapirer og USD ("sælg USA")
- Stigende frygt for et tilbagefald i en global recession

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 således op og ned i takt med nyhedsstrømmen fra de relevante europæiske lande. Det er stadig svært at se, hvordan krisen kan blive løst, men udfaldsrummet bliver mere og mere binært: Enten får vi en holdbar løsning og markante stigninger på aktiemarkedet, eller et sammenbrud af Eurozonen, som vi kender den i dag, med risiko for en Lehman-lignende situation.

Allokering baseret alene på denne faktor:

15%
aktier

85%
obligationer

Samlet allokering = gennemsnit af ovenstående 4 faktorer (afrundet)

30% aktier

70% obl.