

## Mange understøttende forhold for aktier

Den forgangne måneds vigtige begivenheder endte lige så positivt som vi havde regnet med, og vejen er nu banet for en mere aggressiv intervention mod den europæiske gældskrise. De kriseramte lande har vist en vilje til at gennemføre hårde spareplaner og reformer, og de stærke kernelande har til gengæld vist, at den nødvendige politiske vilje til at bevare og forsvare Eurozonen er til stede. En så fundamental og kompleks krise forsvinder ikke fra den ene dag til den anden. Men vi vurderer, at de seneste politiske tiltag markerer en milepæl i bekæmpelsen af gældskrisen, og at krisen nu har kulmineret.

I løbet af september overraskede den amerikanske centralbank samtidig med at lancere nye massive obligationskøb, og det var især bemærkelsesværdigt, at den aggressive pengepolitik vil fortsætte indtil udsigterne for beskæftigelsen er blevet forbedret markant. Dermed har både den europæiske og amerikanske centralbank indenfor ganske få uger indført en historisk lempelig pengepolitik med ubegrænset støtte af økonomien. Vi mener, at det vil være en alvorlig fejltagelse at ignorere disse historiske udmeldinger. For at gøre en reel forskel er det dog afgørende, at de politiske tiltag også bliver reflekteret i økonomien, og i de seneste uger har vi netop set en klar tendens til bedre økonomiske nøgletal. I mandags overraskede erhvervs-tilliden i både USA og Europa eksempelvis med større stigninger end ventet (se figur 1), hvilket er meget positivt, fordi disse nøgletal er nogle af de allerbedste ledende indikatorer der findes. Vi ser således vendingen i disse tal som en foreløbig bekræftelse af, at økonomierne nu er på vej op i gear igen.

November byder både på præsidentvalg i USA og et sjældent generationsskifte blandt de kinesiske politikere. Det har skabt usikkerhed hele året. USA står overfor store budgetmæssige udfordringer, og den kinesiske vækst har skuffet i den seneste tid, så politisk usikkerhed er ikke gavnlig. Men i løbet af november kommer der netop klarhed på denne front, og det vil i sig selv være positivt. Sidste års farce om gældsloftet har nok også gjort indtryk på de amerikanske politikere, og vi ser gode muligheder for, at de vil overraske med større handlekraft end ventet, når valget først er overstået. I Kina er det endvidere sandsynligt, at den nye ledelse hurtigt vil annoncere en ny stimuluspakke. Så vi ser frem til disse politiske begivenheder, og forventer, at den politiske afklaring vil blive en positiv faktor for aktiemarkedet.

Efter 10-15 år med skuffende aktieafkast er mange skeptiske overfor aktier. Men det er et objektivt faktum, at aktier i dag er historisk billige ift. obligationer (se figur 2). Vi forventer et fortsat opsving i verdensøkonomien, og ser derfor også den langsigtede konjunktur som et plus for aktier. Vores taktiske scorecard er også skiftet i favør af aktier, og vi vurderer, at markedets fokus er ved at forskyde sig i retning af mere positive markedstemaer. Dermed peger alle fire faktorer i vores allokering-model nu på en overvægt af aktier (se bagsiden). Det er første gang det sker, og det betyder, at der nu er usædvanligt gode odds for, at aktier vil give højere afkast end obligationer. Derfor har vi øget den anbefalede aktieandel fra 55% til 70%.

3. oktober 2012

### Anbefalet allokering:

Gennemsnit af 4 faktorer, se side 2

Aktier:  
**70%**

Obligationer:  
**30%**

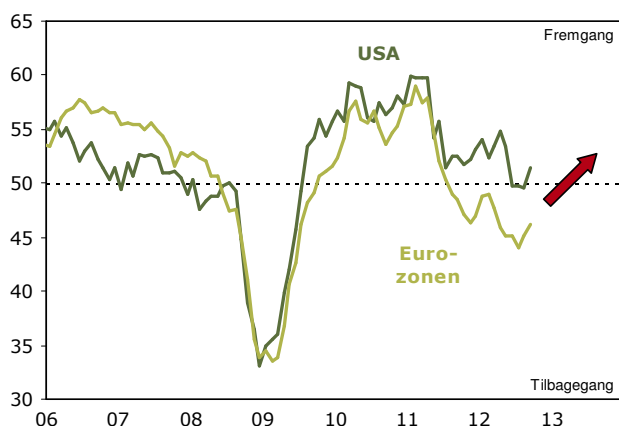
Den anbefalede fordeling skal ses i forhold til en normal fordeling på 50% aktier og 50% obligationer. Bemærk, at der er tale om en generel anbefaling, der ikke tager hensyn til individuelle forhold. Kontakt altid din rådgiver, hvis du ønsker individuel rådgivning.

### Aktuel risikovurdering:

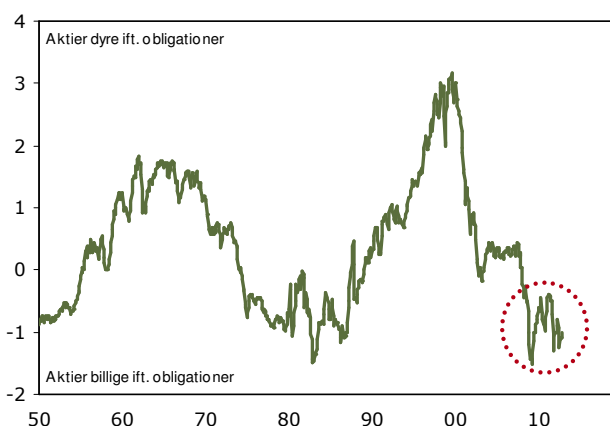


Trafiklyset er baseret på daglige observationer på tværs af de finansielle markeder, og viser, om markederne samlet set opfører sig normalt. Gult lys indikerer øget risiko for pludselige kursfald, og rødt lys indikerer stærkt forøget risiko for pludselige kursfald.

Figur 1: Bedring i erhvervstilliden

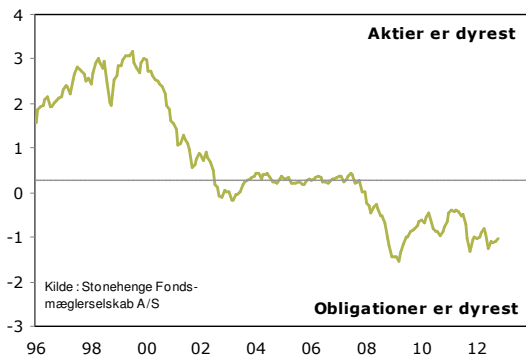


Figur 2: Aktier er ekstremt billige ift. obligationer



## 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 i denne måned er momentum også skiftet i favør af aktier. Det betyder modelmæssigt, at aktieandelen fra denne faktor stiger fra 40% til 80%.

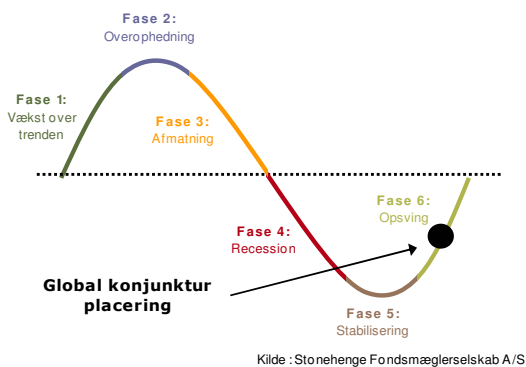
**Allokering baseret alene på denne faktor:**

**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. 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 ↑	+3 ↑	0 →	+2 ↑	+6 ↑
<b>Obl.</b>	+2 ↑	0 →	+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 +6, mens obligationers samlede score er faldet fra +5 til +3. Dermed er der nu større odds for kursstigninger på aktier end på obligationer. Det betyder modelmæssigt, at aktieandelen fra denne faktor stiger fra 40% til 60%.

**Allokering baseret alene på denne faktor:**

**60%**  
aktier

**40%**  
obligationer

## Markedstemaer (subjektiv vurdering)

## KORTSIGTET FAKTOR

### Potentielt positive markedstemaer:

- Øget tro på at den europæiske gældskrise 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 gældskrise kan blusse op igen
- 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 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 60%.

**Allokering baseret alene på denne faktor:**

**60%**  
aktier

**40%**  
obligationer

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

**70% aktier**

**30% obl.**