

## Europa ved en vigtig skillevej

3. august 2012

Gældskrisen i Europa har været et tilbagevendende problem på finansmarkederne siden starten af 2010. Krisen har gradvist vokset sig større og større, og flere og flere lande er blevet ramt via kraftigt stigende renter. De hårdest ramte lande som Grækenland, Irland, Portugal, Spanien og Italien har oplevet store fald i den økonomiske aktivitet på baggrund af de meget høje renter og massive nedskæringer. Kernelandene Tyskland og Frankrig har derimod længe været relativt uberørte af problemerne, og især den tyske økonomi har ligefrem boomet. I de seneste måneder er det imidlertid blevet tydeligt, at den lange periode med stigende uro nu begynder at påvirke hele Europa negativt. Industritilliden er således på det seneste faldet til et niveau der indikerer en begyndende recession i Eurozonen (se figur 1). Økonomien er dermed blevet hårdere ramt, end vi havde regnet med, men vi vurderer dog, at en langstrakt og dyb recession stadig kan afværges. Virksomhederne i Europa oplever fortsat stigende indtjening (se figur 2), og den igangværende regnskabsæson har indtil videre levet op til vores forventninger. Den bagvedliggende økonomi er stadig i fremgang i de fleste lande, men tilliden har simpelthen lidt et alvorligt knæk. Om det bliver et midlertidigt eller mere permanent tillidsfald afhænger af de europæiske politikere. Det er således nu der skal handles, hvis et sammenbrud af Eurozonen og en ny dyb recession skal undgås.

Tysklands holdning har fra krisens start været, at de ramte lande selv bliver nødt til at løse problemerne ved at stramme bæltet ind. Den tyske centralbank er således stor modstander af at købe de ramte landes obligationer, fordi det vil give forkerte incitamenter i forhold til at få gjort noget ved gældsproblemerne. Men i de seneste uger har Spanien, Italien og Frankrig gjort fælles front i et forsøg på at ændre den tyske modstand, og senest har også chefen for den europæiske centralbank presset på for en fælles intervention mod de høje renter. Trods adskillige omfattende sparepakker i både Spanien og Italien bliver markedet ved med at straffe landene med meget høje renter. Den store renteforskel i forhold til Tyskland skyldes således ikke længere udelukkende de fundamentale økonomiske forhold, men afspejler også en risikopræmie i tilfælde af et sammenbrud af Eurozonen. Dermed har Spanien og Italien ikke længere nogen reel mulighed for at løse problemerne selv. Renterne vil formentlig først falde, hvis Tyskland går på kompromis og accepterer en mere aggressiv politik. De seneste signaler fra de toneangivende politikere tyder da også på, at presset fra finansmarkederne og realøkonomien nu er så stort, at den tyske modstand langsomt men sikkert er ved at blive oplødt. Vi finder det således overvejende sandsynligt, at hjælpefondene EFSF/ESM sammen med den europæiske centralbank snart vil begynde at intervenere massivt i statsobligationsmarkedet, således at renterne i Spanien og Italien vil falde markant. Det vil i givet fald resultere i kraftige stigninger på især europæiske aktier. Derfor har vi i denne måned øget den anbefalede aktieandel en smule fra 50% til 55%. Ændringen afspejler, at vi ser en øget sandsynlighed for en positiv afslutning på krisen, men at der dog stadig er væsentlige risici. Hvis det går som vi regner med, er det dog sandsynligt, at vi øger aktieandelen yderligere – og formentlig markant – i de kommende måneder.

### Anbefalet allokering:

Gennemsnit af 4 faktorer, se side 2

Aktier:  
**55%**

Obligationer:  
**45%**

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:

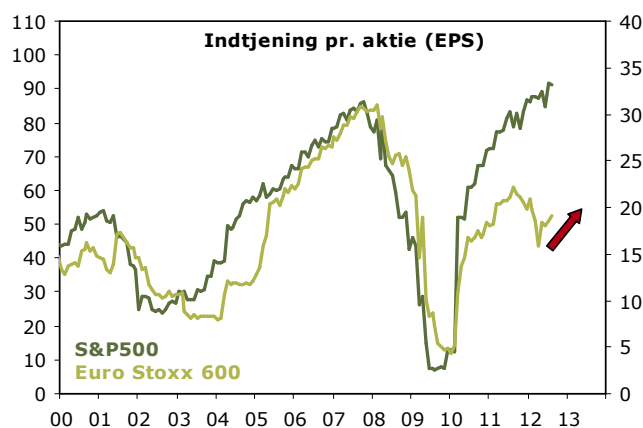


Trafiklyset er baseret på daglige observationer på tværs af de finansielle markeder, og viser, om markederne samlet set opfører sig normalt. Gult lys indikerer øget risiko for pludselige kursfald, og rødt lys indikerer stærkt forøget risiko for pludselige kursfald.

Figur 1: Uroen har ramt økonomien i hele Eurozonen

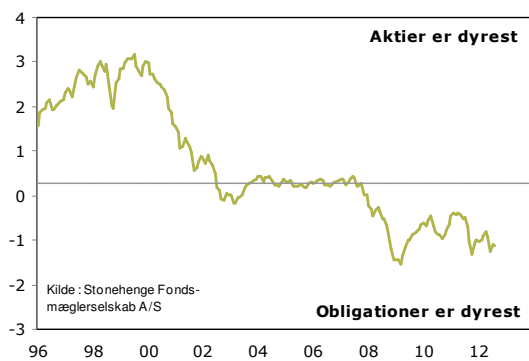


Figur 2: Virksomhedernes indtjening er stadig stigende



## 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 stadig i favør af obligationerne. Det betyder modelmæssigt, at aktieandelen fra denne faktor fastholdes på 40%.

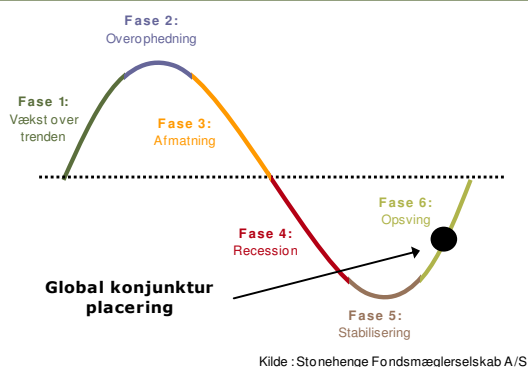
**Allokering baseret alene på denne faktor:**

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

Aktiers samlede score er i denne måned uændret +2, mens obligationers samlede score er steget marginalt fra +3 til +4. Dermed er der stadig næsten lige store odds for kursstigninger på aktier og obligationer. Det betyder modelmæssigt, at aktieandelen fra denne faktor forbliver på 50%.

**Allokering baseret alene på denne faktor:**

**50%**  
aktier

**50%**  
obligationer

## Markedstemaer (subjektiv vurdering)

## KORTSIGTET FAKTOR

### Potentielt positive markedstemaer:

- Et kompromis om håndteringen af gældskrisen, hvor Tyskland accepterer en mere aggressiv politik, kan medføre kraftige stigninger på (europæiske) aktier 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 der er en reel risiko for et kaotisk sammenbrud af Eurozonen
- 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 dagsordenen, og Europa står ved en meget vigtig skillevej. Det er nu der skal handles, og Europa står ved en meget vigtig skillevej. Det er nu der skal handles, og Europa står ved en meget vigtig skillevej. Det er nu der skal handles, og Europa står ved en meget vigtig skillevej.

**Allokering baseret alene på denne faktor:**

**60%**  
aktier

**40%**  
obligationer

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

**55%** aktier

**45%** obl.