

Forsigtig optimisme

Den europæiske gældskrise fylder fortsat rigtig meget, og i løbet af november eskalerede krisen yderligere, idet adskillige af kernelandene også blev inddraget. Glæden ovenpå vedtagelsen af EU's storstilede redningspakke i slutningen af oktober blev således meget kort. Politisk kaos i Grækenland og Italien og manglen på operationelle detaljer fik hurtigt markedet til at miste tilliden til pakken, og allerede få dage efter vedtagelsen lå aftalen reelt i ruiner. Renten på italienske statsobligationer eksploderede i stedet opad, og trods udnævnelse af nye teknokratiske regeringsledere i både Grækenland og Italien spredte uroen sig forbløffende hurtigt til kernelande som Belgien, Frankrig, Østrig og Holland. Se figur 1. Selv Tyskland oplevede en auktion af statsobligationer, der fejlede markant. Globale aktier faldt derfor kraftigt, likviditeten på pengemarkederne forsvandt, og i en periode så det hele meget kritisk ud. Som det så ofte sker, foretog markederne imidlertid en kovending, netop da det så allermest sort ud. Den seneste uge har således været karakteriseret ved meget store aktiekurstigninger og markante rentefald.

Der er mange årsager til det pludselige stemningsskifte, men en af de vigtigste er utvivlsomt, at Tyskland og Frankrig nu tilsyneladende arbejder på en hurtig traktatændring, der kan bane vejen for en større finanspolitisk integration indenfor Eurozonen. En sådan traktatændring kan på sigt bane vejen for udstedelse af fælles europæiske obligationer, og vil allerede på kort sigt kunne give den europæiske centralbank mulighed for at intervenere mere aggressivt i det europæiske statsobligationsmarked. Det fransk-tyske udspil til en traktatændring skulle efter sigende allerede være klar til EU-topmødet den 9. december. Det vil i givet fald være meget positivt. Gældskrisen har nu stået på i næsten 2 år, og der har været mange skuffelser undervejs. Det er således med en god portion skepsis, at vi afventer resultatet af topmødet. Obligationsmarkedet har dog tydeligt signaleret, at grænsen er nået, og politikkerne er reelt tvunget til at handle. Derfor er vi forsigtigt optimistiske. Jævnfør figur 2 har det taget rigtig mange år at opbygge gælden, og det vil også komme til at tage mange år at afvikle gælden igen. Gælden kan ikke fjernes med et trylleslag. Det der ultimativt vil løse gældskrisen er således ikke, at gælden forsvinder, men at finanspolitikken bliver *troværdig*. Og her vil en traktatændring helt sikkert være et skridt i den rigtige retning.

De løbende nøgletal har overrasket yderst positivt i den seneste tid, især i USA, men pga. gældskrisen er det ikke blevet reflekteret i aktiekurserne. Hvis det lykkes at få lagt låg på den europæiske gældskrise, er der derfor grund til at forvente kraftige aktiestigninger. Omvendt må vi også erkende, at der er en risiko for meget store aktiefald, hvis de europæiske politikere endnu en gang svigter. I så fald er det endvidere ikke utænkeligt, at krisen smitter fra Europa til resten af verden, jf. figur 2. Derfor er det bedst at fastholde en defensiv tilgang til markedet og afvente resultatet af topmødet. Vi anbefaler således stadig en undervægt af aktier, men har dog øget den anbefalede aktieandel med 5% i denne måned, fordi vores taktiske scorecard er blevet væsentligt mere understøttende for aktier (se bagsiden).

2. december 2011

Anbefalet allokering:

Gennemsnit af 4 faktorer, se side 2

Aktier:
40%

Obligationer:
60%

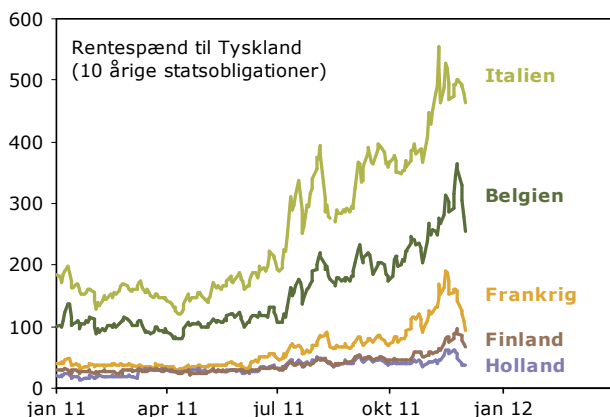
Den anbefalede fordeling skal ses i forhold til en normal fordeling på 50% aktier og 50% obligationer. Bemærk, at der er tale om en generel anbefaling, der ikke tager hensyn til individuelle forhold. Kontakt altid din rådgiver, hvis du ønsker individuel rådgivning.

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: Kraftige rentefald i Belgien og Frankrig



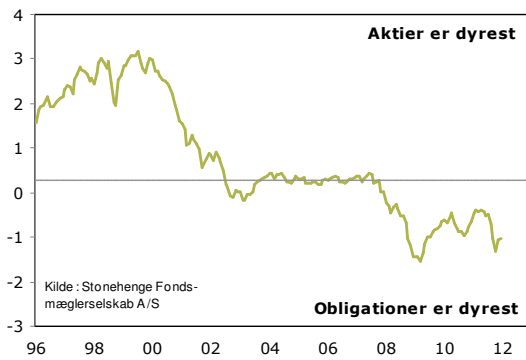
Figur 2: Gældsproblemet er ikke kun europæisk

	Offentlig gæld i pct. af BNP			
	1980	1990	2000	2010
Grækenland	26	83	124	132
Portugal	36	68	63	107
Spanien	27	49	71	72
Italien	54	93	126	129
Frankrig	34	46	73	97
Holland	65	97	67	76
Tyskland	31	42	61	77
USA	46	71	58	97
UK	58	42	54	89
Japan	53	66	145	213

Kilde: BIS

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.

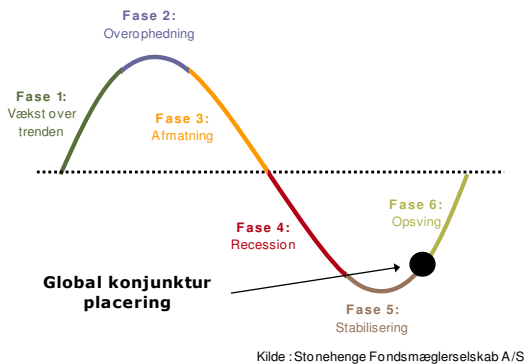
**Allokering baseret
alene på denne faktor:**

40%
aktier

60%
obligationer

Makroøkonomi (subjektiv vurdering)

LANGSIGTET FAKTOR



Eskaleringen af gældskrisen betyder, at vi ikke længere er 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. De seneste måneders amerikanske nøgletal har samtidig været væsentligt bedre end frygtet. Svag vækst er meget bedre end recession, men dog ikke specielt understøttende for aktier. 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
Aktier	0 →	-1 ↓	-1 ↓	+2 ↑	0 →
Obl.	-1 ↓	0 →	+1 ↑	-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 store forskydninger i de taktiske modeller i denne måned: Aktiers samlede score er således steget fra -3 til 0, mens obligationers samlede score er faldet fra +4 til -1. Det betyder, at der nu er ligevægt mellem aktier og obligationer. Aktieandelen fra denne faktor øges derfor fra 20% til 50%.

**Allokering baseret
alene på denne faktor:**

50%
aktier

50%
obligationer

Markedstemaer (subjektiv vurdering)

KORTSIGTET FAKTOR

Potentielt positive markedstemaer:

- Markedet forventer, at Tyskland og Frankrig vil foreslå en hurtig traktatændring ifm. topmødet den 9. december. Det kan vise sig at markere starten på afslutningen af gældskrisen
- 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 stadig eskalere yderligere
- USA og Japan er begge i risikozonen for at få deres kreditvurdering reduceret yderligere. Det kan i værste fald blive en katalysator for, at gældskrisen bliver et globalt problem
- 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. Redningspakken fra oktober blev en stor skuffelse og krisen eskalerede yderligere, idet kernelandene også blev ramt af kraftigt stigende renter i november. Fokus er nu rettet mod EU topmødet den 9. december, som sandsynligvis vil afgøre om krisen eskalerer yderligere, eller omsider begynder at nærme sig en afslutning.

**Allokering baseret
alene på denne faktor:**

25%
aktier

75%
obligationer

Samlet allokering = gennemsnit af ovenstående 4 faktorer (afrundet)

40% aktier

60% obl.