

Stærke vækstsignaler, men stigende risiko for en korrektion

14. februar 2011

Baseret på de seneste måneders udvikling er det svært at få armene ned. Finanskrisen ser nu for alvor ud til at være overvundet, både med hensyn til den økonomiske udvikling, virksomhedernes indtjening og de finansielle vilkår. Trods de generelt gode nyheder vil vi dog advare imod at blive grebet af stemningen. Det er ikke det rette tidspunkt til at skrue markant op for risikoen i porteføljerne.

Jævnfør boksen til højre anbefaler vi, at 60% af investors midler aktuelt placeres i aktier, mens 40% placeres i obligationer. Det er mere end den neutrale anbefaling på 50% aktier og 50% obligationer, men ikke ret meget mere. Overvægten af aktier afspejler, at vi grundlæggende ser positivt på fremtiden. At overvægten ikke er større skyldes bl.a., at de "nemme" gevinster nu er tjent på markederne – fremover bliver det formentlig meget sværere.

Vi er ikke pessimistiske. Aktiviteten i verdensøkonomien er åbenlyst høj og stigende. På globalt plan er de såkaldte PMI indeks baseret på svar fra centralt placerede indkøbschefer eksempelvis steget til de højeste niveauer i mange måneder, og det gælder både for industriens og servicesektorens vedkommende. Også tallene fra USA har imponeret med den største aktivitet i industrien siden 2004 og den største aktivitet i servicesektoren siden 2005. For Englands vedkommende er aktiviteten endvidere steget til det højeste niveau i mindst 20 år, og fra Tyskland kommer der nærmest dagligt positive nyheder. Verdenshandelen er nu meget tæt på det højeste nogensinde, og den globale industriproduktion er for længst steget op over niveauet fra før finanskrisen. Sidst men ikke mindst ser det nu omsider ud til, at den stigende aktivitet også resulterer i flere jobs og faldende arbejdsløshed (se figur 1). Virksomhedernes indtjening er også steget dramatisk. Først og fremmest som en konsekvens af de seneste års rationaliseringer, men på det seneste også i højere grad på grund af stigende omsætning. Så der er masser af gode nyheder, og det globale opsving ser helt sikkert mere og mere holdbart ud.

I Stonehenge benytter vi imidlertid en stringent og disciplineret investeringsproces til at fastlægge aktivernes fordeling, netop fordi det er så nemt at lade sig rive med af stemningen. Vi ved fra mange års erfaring, at gode robuste afkast kræver hårdt arbejde, og det kan koste dyrt at investere kortsigtet.

Skønt vi grundlæggende er optimistiske med hensyn til 2011, er vi bange for, at investorerne nu er blevet så positive, at det bliver sværere at leve op til forventningerne. Vi ser samtidig en stor risiko for, at PIIGS temaet atter kan blusse op i de kommende måneder (se figur 2), evt. udløst af det irske valg. Og længere ude venter de uundgåelige renteforhøjelser fra centralbankernes side.

Så selvom tiderne er gode, er det også netop nu, man skal passe meget på med at blive for grådig.

Anbefalet asset allocation: Gennemsnit af 4 faktorer, se side 2

Aktier:
60%

Obligationer:
40%

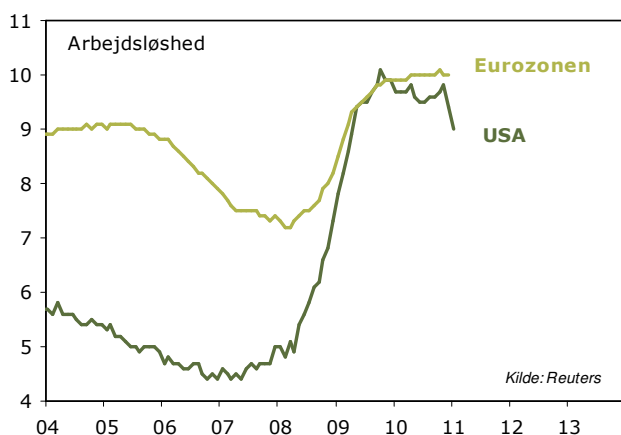
Den anbefalede fordeling skal ses i forhold til en normal fordeling på 50% aktier og 50% obligationer. Bemærk, at der er tale om en generel anbefaling, der ikke tager hensyn til individuelle forhold. Kontakt altid din rådgiver, hvis du ønsker individuel rådgivning.

Aktuel risikovurdering:

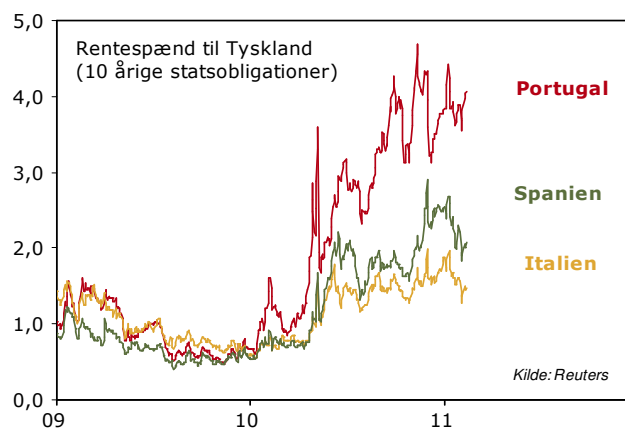


Trafiklyset er baseret på daglige observationer på tværs af de finansielle markeder, og viser, om markederne samlet set opfører sig normalt. Gult lys indikerer øget risiko for pludselige kursfald, og rødt lys indikerer stærkt forøget risiko for pludselige kursfald.

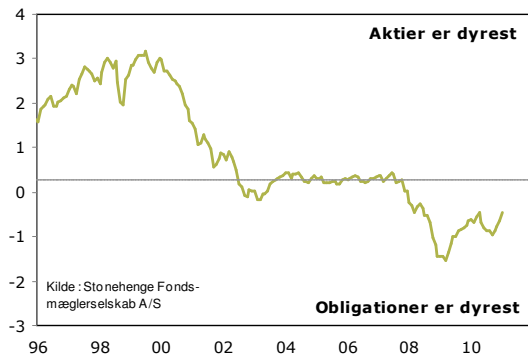
Figur 1: Arbejdsløsheden falder omsider



Figur 2: PIIGS landene er stadig et problem



Prisfastsættelse (objektiv model)



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 modellsignal afhænger således både af den relative prisfastsættelse og momentum på henholdsvis aktie- og obligationsmarkedet.

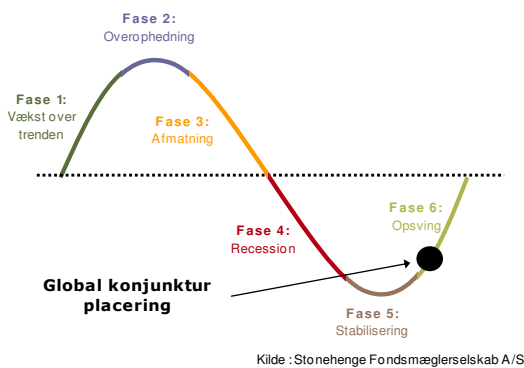
Aktierne er stadig mere attraktive end obligationerne, og momentum er samtidig også i aktiernes favør.

**Allokering baseret
alene på denne faktor:**

70%
aktier

30%
obligationer

Makroøkonomi (subjektiv vurdering)



Verdensøkonomien er blevet stabiliseret betydeligt siden finanskrisen begyndte. Det høje gælds niveau i de vestlige lande er dog stadig et alvorligt problem, og jobskabelsen i USA og Europa er endnu ikke helt overbevisende. Et langvarigt globalt opsving kan være startet, men det er endnu for tidligt at sige. Vi vurderer således, at den globale konjunktur befinder sig i starten af et opsving (fase 6), hvor der stadig er risiko for et tilbagefald i recession.

Et par måneder mere med gode beskæftigelsestal fra USA og Europa, vil dog medføre, at vi flytter prikken i figuren længere op, og samtidig øger aktieandelen væsentligt på bekostning af obligationsandelen.

**Allokering baseret
alene på denne faktor:**

40%
aktier

60%
obligationer

Taktisk scorecard (objektiv model)

	Nøgletal	Markeds- tendenser	Investor- tendenser	Stemning	Samlet
Aktier	+2 ↑	+3 ↑	+2 ↑	0 →	+7 ↑
Obl.	-2 ↓	-3 ↓	-1 ↓	-1 ↓	-7 ↓

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.

Modellsignalet er aktuelt klart i aktiernes favør, idet stort set alle de taktiske inputs peger op på aktierne og ned på obligationerne. Det gør især indtryk, at den tidligere euforiske stemning er blevet mere balanceret, samt at private investorer atter er begyndt at investere i aktier, idet det øger robustheden af den aktuelle konklusion.

**Allokering baseret
alene på denne faktor:**

80%
aktier

20%
obligationer

Markedstemaer (subjektiv vurdering)

Potentielt positive markedstemaer:

- * Bedre tal fra arbejdsmarkedet i USA kan øge troen på vækstens holdbarhed
- * "Rally mod toppen": Mange økonomiske nøgletal er tilbage på før finanskrisen niveau, men MSCI World mangler stadig ca. 25%

Potentielt negative markedstemaer:

- * Det irske valg kan blive en katalysator for fornyet fokus på PIIGS-landenes gældsproblemer
- * Den kraftige stigning i fødevarerpriserne kan øge frygten for en hård landing i EM-landene
- * Tidligere end ventede renteforhøjelser fra centralbankerne i USA og Europa kan på sigt blive et problem for aktierne

Kilde: Stonehenge Fondsmæglerselskab A/S

Det har i mange år været tydeligt, at markederne i stigende grad bliver 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.

Markedstemaet har i nogen tid været karakteriseret ved en stor lettelse over de stærke amerikanske nøgletal ovenpå "double dip" frygten i efteråret. På nuværende tidspunkt er der dog stigende risiko for, at frygten for finansieringen af de sydeuropæiske landes statsgæld atter kan komme til at dominere, eventuelt udløst af det irske valg.

**Allokering baseret
alene på denne faktor:**

50%
aktier

50%
obligationer