

Forsigtighed

De globale aktiemarkeder havde den bedste uge i næsten to år i sidste uge med en stigning på over 5% målt på verdensindekset. Det hang bl.a. sammen med, at det græske parlament vedtog den spareplan, der er en betingelse for yderligere hjælp. Samtidig overraskede et par vigtige nøgletal positivt og signalerede en højere vækst i USA end ventet. Trods de gode nyheder og den positive markedsreaktion fastholder vi dog en forsigtig allokering og anbefaler ligesom i sidste måned en aktieandel på 45%, dvs. en smule under gennemsnittet. Der er simpelthen stadig så stor usikkerhed, at det ikke er værd at løbe risikoen ved en højere aktieandel lige nu.

For det første er det europæiske gældsproblem stadig langt fra løst. Selvom der er sket små positive skridt med vedtagelsen af den græske spareplan og tegn på at de franske og tyske banker er villige til at deltage i en frivillig forlængelse af de græske lån, så er risikoen for en græsk statsbankerot stadig meget stor. Fokus kan også hurtigt skifte til Irland og Portugal, som er næsten lige så pressede som Grækenland, og hvor EU og IMF i den kommende måned skal gøre status på om de to lande stadig lever op til lånebetingelserne. Omkring midten af juli offentliggør EU samtidig resultatet af stresstestene af de 91 største europæiske banker, og her er det sandsynligt, at endnu flere banker end sidste år ikke kan leve op til kravene. Den politiske vilje til at undgå nye finansielle problemer er dog meget stor, og bankerne er mere eller mindre tvunget til at deltage i en frivillig ordning mht. de græske lån, da alternativet er værre. Derfor er det mest sandsynligt, at der bliver fundet en løsning der kan forhindre en regulær statsbankerot, men usikkerheden er meget stor.

For det andet har de seneste måneders svage økonomiske nøgletal skabt en vis frygt for, at det globale opsving er ved at gå i stå. Jævnfør figur 1 er den globale industriproduktion f.eks. faldet noget tilbage i de seneste måneder. Selvom det er særdeles sandsynligt, at faldet er en midlertidig effekt drevet af jordskælvet i Japan og de efterfølgende produktionsforstyrrelser, så kan vi ikke være helt sikre, og også på denne konto er det derfor pt. mest fornuftigt at se tiden lidt an.

Vi er som udgangspunkt optimistiske, og forventer at opsvinget i verdensøkonomien fortsætter, og vi tror bestemt ikke, at en ny finanskriser er under opsejling. Derfor forventer vi også, at aktiemarkedet vil klare sig godt og betydeligt bedre end obligationsmarkedet i andet halvår, men her og nu er der bare for stor usikkerhed til, at vi er villige til at have en overvægt af aktier. Simpelthen fordi vi tager det meget alvorligt at passe på andre menneskers penge. Men hvis det går som vi regner med, så vil aktieandelen sandsynligvis blive øget om en måned eller to. Og hvis det hele går meget værre end vi regner med på nuværende tidspunkt, så er vi også klar til i stedet at reducere aktieandelen yderligere. Vores risikobarometer lyser stadig grønt, og det har i øvrigt været tilfældet i næsten et år nu, se figur 2. Men hvis de finansielle markeder begynder at signalere en øget risiko for en ny runde alvorlig finansiell uro, så er vi meget trygge ved, at dette barometer vil give os et varsel i god tid, og i så fald vil vi hurtigt reducere aktieandelen.

5. juli 2011

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

Aktier:
45%

Obligationer:
55%

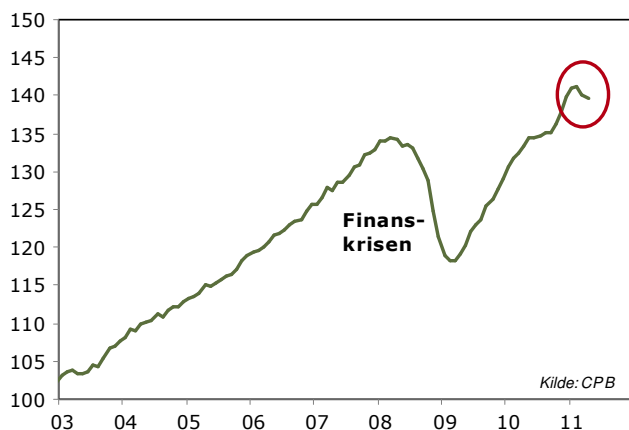
Den anbefalede fordeling skal ses i forhold til en normal fordeling på 50% aktier og 50% obligationer. Bemærk, at der er tale om en generel anbefaling, der ikke tager hensyn til individuelle forhold. Kontakt altid din rådgiver, hvis du ønsker individuel rådgivning.

Aktuel risikovurdering:

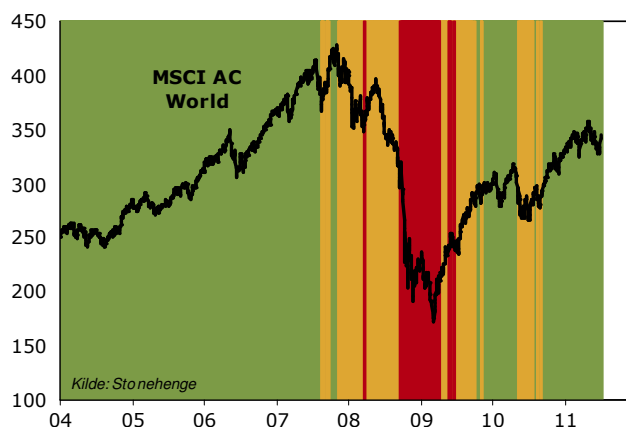


Trafiklyset er baseret på daglige observationer på tværs af de finansielle markeder, og viser, om markederne samlet set opfører sig normalt. Gult lys indikerer øget risiko for pludselige kursfald, og rødt lys indikerer stærkt forøget risiko for pludselige kursfald.

Figur 1: Global industriproduktion

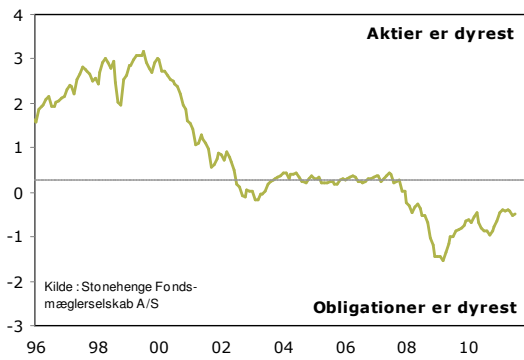


Figur 2: Globale aktier kontra vores risikobarometer



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 stadig mere attraktive end obligationer, men aktierne er begyndt at falde. Momentum favoriserer således obligationer pt.

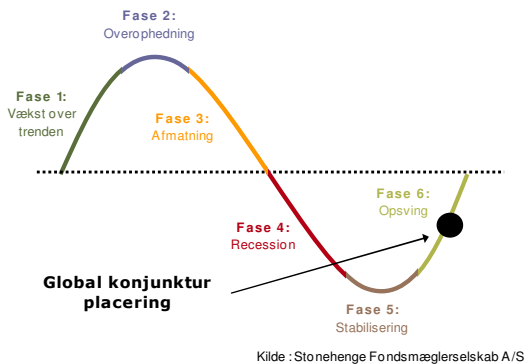
Allokering baseret
alene på denne faktor:

30%
aktier

70%
obligationer

Makroøkonomi (subjektiv vurdering)

LANGSIGTET FAKTOR



Verdensøkonomien er blevet stabiliseret betydeligt siden finanskrisen begyndte. Det høje gælds niveau i de vestlige lande er stadig et problem, men beskæftigelsen er nu i så klar fremgang, at problemet er aftagende i de fleste lande. Det er derfor mest sandsynligt, at de seneste kvartalers positive vækst har markeret starten på et langvarigt globalt opsving. Vi vurderer, at den globale konjunktur befinder sig ca. midt i fase 6, hvor opsvinget er godt cementeret, men hvor der stadig er udsigt til flere år med høj vækst uden kapacitetspres.

Skønt der stadig er betydelige risici, er det således mest sandsynligt, at den globale konjunktur vil understøtte stigende aktier og stigende renter, dvs. at aktier er mere attraktive end obligationer.

Allokering baseret
alene på denne faktor:

70%
aktier

30%
obligationer

Taktisk scorecard (objektiv model)

KORTSIGTET FAKTOR

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

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 flere af de taktiske modeller i den seneste måned, men det samlede signal har ikke ændret sig. Med en aktiescore på -1 og en obligationsscore på -2 indikerer modellen således, at aktier og obligationer pt. er stort set lige attraktive.

Allokering baseret
alene på denne faktor:

50%
aktier

50%
obligationer

Markedstemaer (subjektiv vurdering)

KORTSIGTET FAKTOR

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 finanskriseniveau, men MSCI World mangler stadig ca. 20%

Potentielt negative markedstemaer:

- PIIGS landenes gældsproblemer er fortsat et væsentligt tema og kan bl.a. eskalere ved smitte til Spanien. Vil en græsk restrukturering udløse panik i stil med Lehmans konkurs?
- De globale nøgletal har skuffet markant i den seneste tid, og frygten for et tilbagefald i recession kan atter blive et tema
- Ratingbureauerne har varslet, at den amerikanske kreditværdighed kan blive nedjusteret, og politikkerne er handlingslammede. Bliver USA det næste offer for gældstemaet?

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 de negative markedstemaer der dominerer. Frygten for en græsk statsbankerot har været det primære omdrejningspunkt i nogen tid, og der er stadig ikke udsigt til nogen definitiv løsning på problemet. De skuffende globale nøgletal giver også fortsat anledning til en vis nervøsitet. Samlet peger de forskellige temaer således stadig på en undervægt af aktier.

Allokering baseret
alene på denne faktor:

30%
aktier

70%
obligationer

Samlet allokering = gennemsnit af ovenstående 4 faktorer (afrundet)

45% aktier

55% obl.