

Retræte

Gældskrisen sætter atter dagsordenen, og risikoen for et kaotisk sammenbrud af Eurozonen er nu blevet et centralt markedstema. Vi troede ellers, at finanspagten og adgangen til ubegrænset likviditet havde haft held med at bryde den negative spiral, og at gældskrisen dermed var et aftagende problem. Men den stærkt forøgede usikkerhed om Grækenlands videre skæbne i Eurozonen ovenpå det uafklarede valg i starten af maj har desværre været en katalysator for en ny eskalering af krisen. Eftersom størstedelen af den græske gæld allerede er afskrevet, bør et græsk farvel til euroen isoleret set være til at overskue. Men Frankrigs nye præsident er ikke enig med Merkel om håndteringen af gældskrisen, og uenigheden mellem de to kernelande skaber stor usikkerhed om strategien på det værste tænkelige tidspunkt. Problemerne i den spanske banksektor er samtidig steget, og selvom Spanien har gjort mange af de rigtige ting, bliver markedet ved med at straffe landet (se figur 1). Spanien oplevede en kapitalflugt på 97 mia. euro i 1. kvartal, hvor krisen endnu ikke var begyndt at eskalere for alvor. Risikoen for at borgerne i stor stil begynder at hæve deres bankindsud i Spanien og andre lande er således stigende, og kan i givet fald ende med et totalt kollaps af de europæiske banker. Så situationen er meget alvorlig, og kræver en klar fælles strategi, som Tyskland og Frankrig desværre endnu ikke har været i stand til at levere. Vi vil ikke underdrive problemernes omfang. Der er en reel risiko for et sammenbrud af Eurozonen, og det er meget svært at vurdere, hvad konsekvenserne i så fald bliver. Det er også derfor finansmarkederne har reageret så brutalt. Det globale aktiemarked har mistet næsten hele årets afkast i løbet af maj, og europæiske aktier er tilbage på bundniveauerne fra sidste efterår. Der har samtidig været en historisk flugt ind i de mest sikre aktiver. Renten på tyske 10-årige statsobligationer er faldet til 1,2%, mens renten ligefrem er negativ på 2-årige statsobligationer. Det vidner om en helt ekstrem situation.

Vi ser gode odds for et positivt udfald, da erfaringen viser, at en eskalerende krise kan få ting til at ske meget hurtigt. Når parlamentsvalget i Frankrig er overstået om to uger, får Hollandet nemmere ved at agere, og et tysk/fransk kompromis vil sandsynligvis blive en realitet sideløbende med det græske nyvalg den 17. juni. Et nyligt tysk forslag om at samle den "dårlige" gæld i en fælles pulje, som skal tilbagebetales over 25 år, kan blive en del af løsningen. Uanset hvad, så er det i disse uger, at Eurozonens fremtid bliver afgjort. Det er vores vurdering, at verdensøkonomien fundamentalt set har det væsentligt bedre end sit rygte. Det globale opsving er intakt, og hvis stemninger vender, forventer vi derfor meget kraftige stigninger på aktiemarkedet og store kursfald på de mest sikre obligationer. Under en typisk korrektion falder aktiekurserne 10-15% på 2-3 måneder. Det er der vi er nu, som derfor meget vel kan være bunden. Derfor har vi lyst til at benytte de faldende aktiekurser til at øge aktieandelen. Men vores objektive modeller signalerer en øget risiko for yderligere aktiekursfald, og vores daglige risikobarometer er skiftet fra grønt til gult lys (se figur 2). Derfor går vi i mod vores instinkter, og reducerer aktieandelen til 50%. Vores målsætning er at beskytte og øge vores kunders kapital, og i den rækkefølge. Det er nu tid til at beskytte.

6. juni 2012

Anbefalet allokering:

Gennemsnit af 4 faktorer, se side 2

Aktier:
50%

Obligationer:
50%

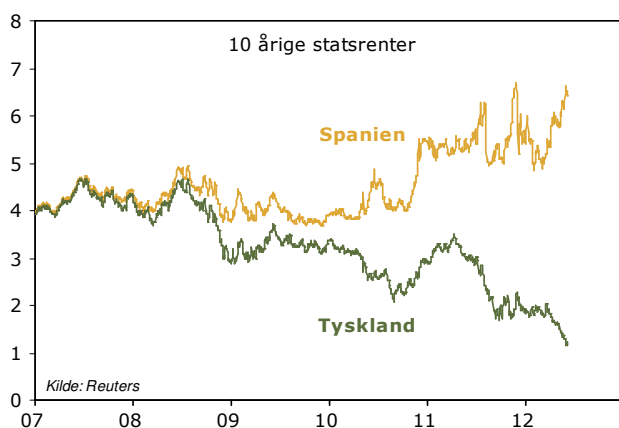
Den anbefalede fordeling skal ses i forhold til en normal fordeling på 50% aktier og 50% obligationer. Bemærk, at der er tale om en generel anbefaling, der ikke tager hensyn til individuelle forhold. Kontakt altid din rådgiver, hvis du ønsker individuel rådgivning.

Aktuel risikovurdering:

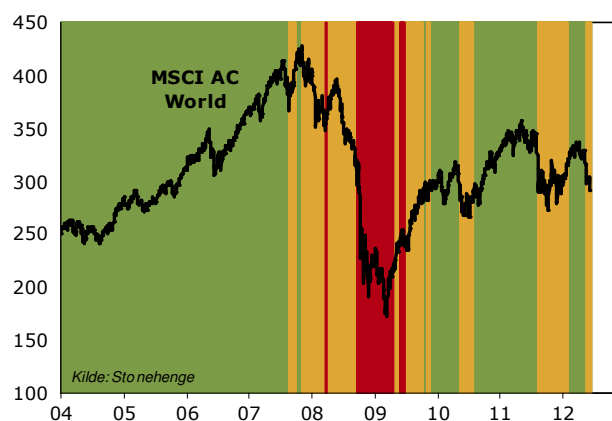


Trafiklyset er baseret på daglige observationer på tværs af de finansielle markeder, og viser, om markederne samlet set opfører sig normalt. Gult lys indikerer øget risiko for pludselige kursfald, og rødt lys indikerer stærkt forøget risiko for pludselige kursfald.

Figur 1: Spanske renter er tæt på de kritiske 7%

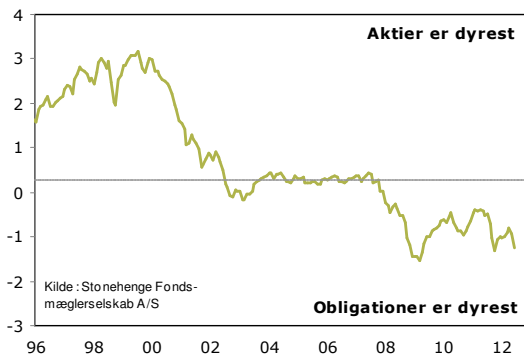


Figur 2: Der er atter gult lys på finansmarkederne



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 ekstremt billige ift. obligationer, men momentum er nu skiftet i favør af obligationer. Derfor skifter modellen i denne måned signal fra 80% aktier til 40% aktier.

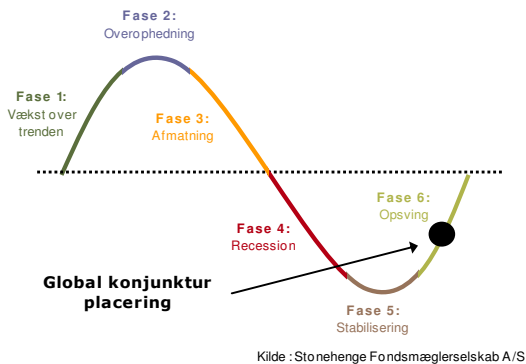
Allokering baseret alene på denne faktor:

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
Aktier	0 →	-1 ↓	0 →	-1 ↓	-2 ↓
Obl.	+1 ↑	+1 ↑	+1 ↑	+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 faldet fra +1 til -2, mens obligationers samlede score er steget fra +1 til +4. Dermed er der nu bedre odds for kursstigninger på obligationer end på aktier. Det betyder modelmæssigt, at aktieandelen fra denne faktor falder fra 50% til 30%.

Allokering baseret alene på denne faktor:

30%
aktier

70%
obligationer

Markedstemaer (subjektiv vurdering)

KORTSIGTET FAKTOR

Potentielt positive markedstemaer:

- Et tysk/fransk kompromis om håndteringen af gældskrisen, f.eks. via "gældspuljer" og en bankunion, kan medføre kraftige stigninger på aktiemarkedet 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 risikoen for et kaotisk sammenbrud af Eurozonen er steget
- Gældsproblemerne i USA kan komme i fokus, især op mod præsidentvalget
- 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 er atter blusset op, og risikoen for et kaotisk sammenbrud af Eurozonen er steget. Erfaringen viser dog, at en eskalerende krise kan få ting til at ske meget hurtigt. Selvom den nuværende stemning er meget dårlig, kan et tysk/fransk kompromis hurtigt vende stemningen. Vi kan således se lige så mange potentielt positive temaer som negative temaer, og fastholder derfor aktieandelen fra denne faktor på 50%.

Allokering baseret alene på denne faktor:

50%
aktier

50%
obligationer

Samlet allokering = gennemsnit af ovenstående 4 faktorer (afrundet)

50% aktier

50% obl.