

Europæisk usikkerhed atter i fokus

Bedst som vi troede, at gældskrisen omsider var ved at miste sit tag i markederne, er krisen igen blusset op. Denne gang med Spanien i centrum. Tilbage i marts annoncerede den spanske premierminister Rajoy, at Spanien ikke ville være i stand til at holde budgetunderskuddet under det mål på 4,4%, som var aftalt med EU. Spanien ønskede et nyt mål på 5,8%, men kunne dog kun forhandle sig frem til 5,3%. Diskussionerne om Spaniens budgetmålsætning kom meget kort tid efter vedtagelsen af EU's finanspagt, og det har naturligt nok medført ny usikkerhed om landenes reelle vilje og evne til at leve op til pagten. Spanien har dog efterfølgende leveret en mere omfattende sparepakke end forventet, men det har desværre ikke været nok til at berolige markederne. De spanske aktier er således faldet med over 20% siden den 19. marts, og de 10-årige renter er igen steget op i nærheden af 6% (se figur 1). Situationen er blevet yderligere forværret af præsidentvalget i Frankrig, hvor socialisten Hollande vandt første runde, og nu er favorit til at vinde det endelige valg den 6. maj. Hollande har gjort sig bemærket ved at kræve en genforhandling af finanspagten. I landet Holland, er regeringen endvidere gået af i utide, fordi man ikke kunne opnå enighed om den krævede sparepakke, og et nyt valg kan først blive afholdt til efteråret. Endelig skal også Grækenland afholde valg i maj, og ingen ved, om den nye regering vil leve op til de allerede indgåede aftaler med EU. Så luften er tyk af politisk usikkerhed. De økonomiske nøgletal har samtidig skuffet med et stort fald i den europæiske industritillid til det laveste niveau siden 2009 (se figur 2). Hele dette hændelsesforløb giver således lidt en følelse af déjà-vu. For det var det samme forløb vi så i både 2010 og 2011, hvor kombinationen af interne spændinger i Eurozonen og skuffende nøgletal endte med at udløse store kursfald på globale aktier.

Vi er opmærksomme på, at der er en reel risiko for en ny eskalering af gældskrisen, men vi vurderer imidlertid, at frygten er overdreven. Man skal ikke undervurdere betydningen af EU's finanspagt. Pagten er efter vores opfattelse et klart og historisk signal om en stærk fælles vilje til at adressere gældsproblemerne. Det er klart, at den alvorlige og komplicerede situation fører til politiske diskussioner i de enkelte lande. Men når det kommer til stykket, har landene reelt ikke andre muligheder end at leve op til pagten og stramme bæltet ind. Der er også mange formildende forhold. For det første har ECB's ubegrænsede lånetildelinger stabiliseret bankernes likviditet, og der er således stadig ro på interbank markederne. Det afspejles også i vores daglige risikobarometer, der stadig lyser grønt. For det andet er den globale konjunktur efter vores vurdering i bedring, og ikke i forværring. USA er på vej op i gear, og vi tror, at væksten vil overraske positivt i de kommende måneder anført af byggeriet, beskæftigelsen og privatforbruget. Det er vigtigt, da USA på denne måde kan være med til at trække væksten i Europa op igen. Som figur 2 viser, plejer Europa således at følge USA – og ikke omvendt. Det er vores grundholdning, at man som investor skal være fleksibel og huske at justere sine investeringer i takt med de omskiftelige vilkår. Men vi mener kort sagt ikke, at tegnene på en genoplussen af gældskrisen på nuværende tidspunkt er alvorlige nok til at ændre på vores positive forventninger til aktiemarkedet. Derfor anbefaler vi stadig en aktieandel på 65%.

3. maj 2012

Anbefalet allokering:

Gennemsnit af 4 faktorer, se side 2

Aktier:
65%

Obligationer:
35%

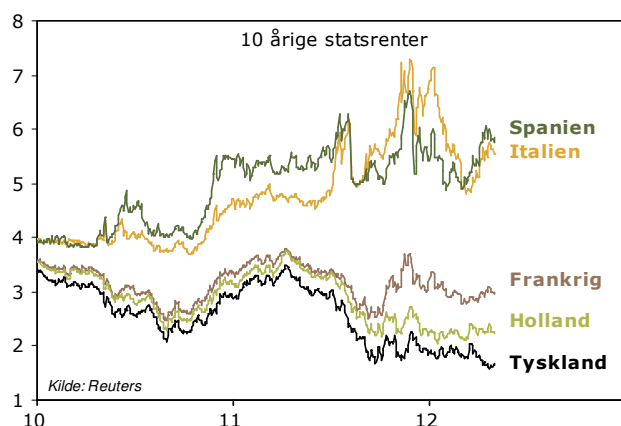
Den anbefalede fordeling skal ses i forhold til en normal fordeling på 50% aktier og 50% obligationer. Bemærk, at der er tale om en generel anbefaling, der ikke tager hensyn til individuelle forhold. Kontakt altid din rådgiver, hvis du ønsker individuel rådgivning.

Aktuel risikovurdering:

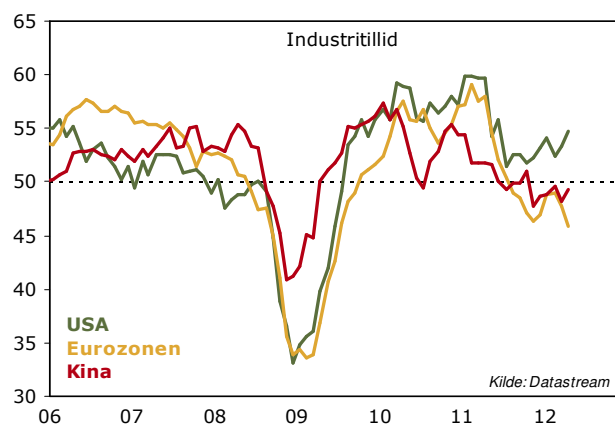


Trafiklyset er baseret på daglige observationer på tværs af de finansielle markeder, og viser, om markederne samlet set opfører sig normalt. Gult lys indikerer øget risiko for pludselige kursfald, og rødt lys indikerer stærkt forøget risiko for pludselige kursfald.

Figur 1: Gældskrisen spøger igen...

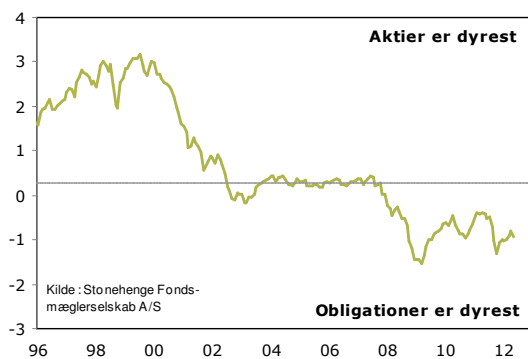


Figur 2: ... men kan USA trække Eurozonen op i gear?



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 har længe været særdeles billige relativt til obligationer, men siden januar har momentum også været i favør af aktierne. Dvs. at aktier både er billige og udviser en stigende tendens ift. obligationer.

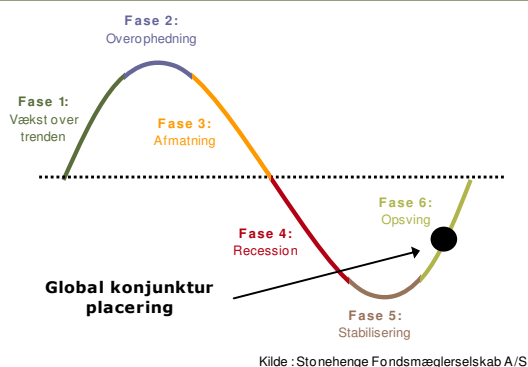
Allokering baseret alene på denne faktor:

80%
aktier

20%
obligationer

Makroøkonomi (subjektiv vurdering)

LANGSIGTET FAKTOR



I andet halvår 2011 var der en udbredt frygt for, at gældskrisen ville slå det spæde globale opsving ud af kurs og tvinge verdensøkonomien tilbage i recession. Sådan gik det heldigvis ikke. Tværtimod har de seneste måneders nøgletal signaleret pænt stigende vækst i lande som USA og Tyskland, og også på globalt plan har nøgletallene været fornuftige. Vi forventer, at øget aktivitet på arbejds- og boligmarkedet i USA vil indvarsle en periode med mere robust global vækst. Pga. gældskrisen og risikoen for en hård landing i Kina er der dog stadig væsentlige risici. Men vi vurderer samlet set, at makroøkonomien vil være betydeligt mere understøttende for aktier end obligationer, og vi har øget aktieandelen fra denne faktor fra 60% til 70%.

Allokering baseret alene på denne faktor:

70%
aktier

30%
obligationer

Taktisk scorecard (objektiv model)

KORTSIGTET FAKTOR

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

Aktiers samlede score er i denne måned faldet fra +5 til +1, mens obligationers samlede score er steget fra -2 til +1. Dermed er der nu ens odds for kursstigninger på aktiemarkedet og obligationsmarkedet. Modelmæssigt falder aktieandelen fra denne faktor således kraftigt fra 80% til 50%.

Allokering baseret alene på denne faktor:

50%
aktier

50%
obligationer

Markedstemaer (subjektiv vurdering)

KORTSIGTET FAKTOR

Potentielt positive markedstemaer:

- Faldende renter i Italien, Spanien og Portugal i kølvandet på en mere troværdig økonomisk politik
- Fortsat stærke nøgletal fra USA og Tyskland kan øge troen på et mere robust opsving i 2012 end aktuelt forventet

Potentielt negative markedstemaer:

- Gældskrisen er fortsat et centralt markedstema og kan stadig eskalere yderligere - f.eks hvis USA eller Japan får deres kreditværdighed nedgraderet eller via Portugal/Spalien
- Indprisning af mere normale tider kan medføre en kraftig stigning i de lange renter, hvilket i en periode kan ramme aktierne
- Yderligere stigning i energipriserne pga. geopolitisk uro (Iran) eller øget efterspørgsel, kan ramme både aktier og obligationer
- 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.

Den europæiske gældskrise er atter blusset op, men i forhold til 2010 og 2011 er det indtil videre en meget regional affære, idet resten af verden ikke er specielt påvirket. Og det er ikke på grund af manglende pressedækning! Vi tror, at gældskrisen er ved at miste sit tag i markederne, og i stedet vil blive afløst af nye og mindre dominerende temaer. Vi kan se mange både positive og negative temaer. Derfor har vi øget aktieandelen fra denne faktor fra 40% til 50%.

Allokering baseret alene på denne faktor:

50%
aktier

50%
obligationer

Samlet allokering = gennemsnit af ovenstående 4 faktorer (afrundet)

65% aktier

35% obl.