

Nu kommer renteforhøjelserne

Den usædvanligt gode periode med både høj vækst og ekstremt lave renter ser nu ud til at lakke mod enden (se figur 1). Præsidenten for Den Europæiske Centralbank gjorde det på gårsdagens rentemøde meget klart, at renten med stor sandsynlighed vil blive hævet allerede i starten af april. Det kom som en meget stor overraskelse for markederne, idet de fleste forventede, at renteforhøjelser tidligst ville komme på tale mod slutningen af året.

For obligationsmarkedet i Europa er udsigten til højere korte renter et entydigt minus på nuværende tidspunkt, eftersom markedet blev taget fuldstændig på sengen. Det er derfor sandsynligt, at markedsrenterne generelt vil stige i de kommende måneder, især trukket af de korte og mellemlange renter. Det betyder, at obligationsmarkedet næppe vil give særligt attraktive afkast frem mod sommeren.

For aktiemarkedet er udsigten til renteforhøjelser et tveægget sværd. På den ene side skyldes de stigende renter en meget positiv udvikling i økonomien her og nu, men på den anden side vil stigende renter være med til at dæmpe væksten fremover. Og der er altid en risiko for, at centralbanken hæver renten for meget i forhold til, hvad økonomien reelt kan bære. Derfor plejer aktierne generelt at "handle sidelæns" i de første 6-12 måneder efter den første renteforhøjelse.

Hvad der vil ske denne gang er dog meget usikkert. Den amerikanske centralbank holder stadig renten tæt på nul og indikerer, at det vil være tilfældet i lang tid fremover. Spørgsmålet er dog hvor længe dette løfte er holdbart set i lyset af de aktuelt meget stærke amerikanske nøgletal. De seneste måneders kraftige stigning i fødevarerpriserne er samtidig et alvorligt problem (se figur 2). Stigning i disse priser er en stor del af forklaringen på den aktuelle uro i Mellemøsten, som til gengæld har fået olieprisen til at eksplodere. Samtidig betyder stigningen i fødevarerpriserne, at mange EM lande kan blive nødt til at hæve renten så meget, at risikoen for en hård landing stiger. Endelig er hele gældsproblematikken langt fra overstået, og der er f.eks. stadig en risiko for, at den nyvalgte Irske regering ikke vil leve op til den gældsaftale, den tidligere regering indgik. Så selvom verdensøkonomien åbenlyst er ved at ryste finanskrisen af sig, så er der stadig mange bekymringspunkter, og uanset hvordan man vender og drejer det, så markerer ECB's nye signal, at perioden med et ekstraordinært stimulerende renteniveau er slut.

Hvordan skal man som investor forholde sig til det? I Stonehenge benytter vi en stringent og disciplineret investeringsproces til at give svaret, og vi anbefaler på nuværende tidspunkt, at reducere aktieandelen fra 60% til 55% og øge obligationsandelen fra 40% til 45% (se på side 2, hvordan vi når frem til disse satser). Vi ser grundlæggende lyst på fremtiden, men der er aktuelt så mange potentielle problemer og usikkerheder, at det er bedst at skrue lidt ned for risikoen. Det er helt i tråd med vores konservative målsætning om først og fremmest at beskytte investors kapital.

4. marts 2011

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

Aktier:
55%

Obligationer:
45%

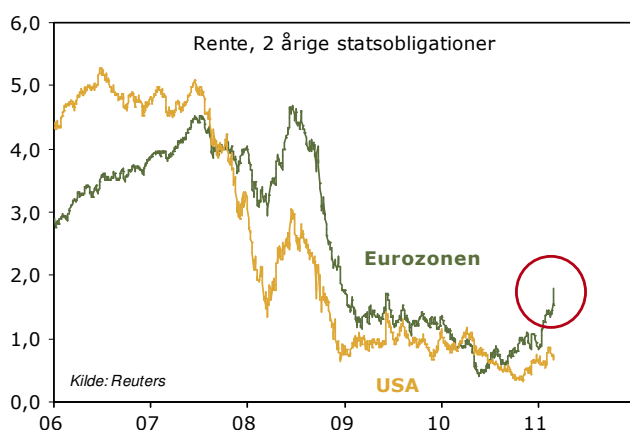
Den anbefalede fordeling skal ses i forhold til en normal fordeling på 50% aktier og 50% obligationer. Bemærk, at der er tale om en generel anbefaling, der ikke tager hensyn til individuelle forhold. Kontakt altid din rådgiver, hvis du ønsker individuel rådgivning.

Aktuel risikovurdering:

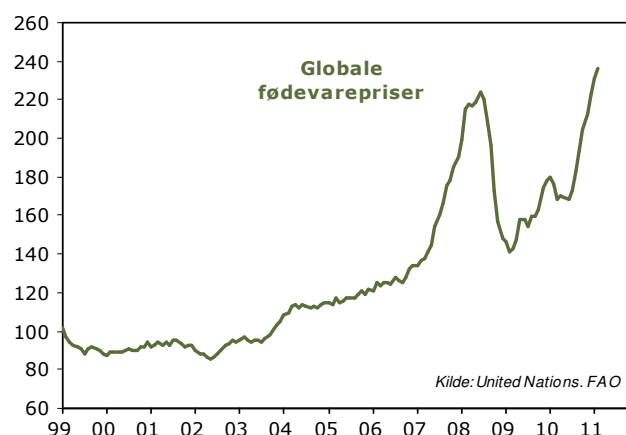


Trafiklyset er baseret på daglige observationer på tværs af de finansielle markeder, og viser, om markederne samlet set opfører sig normalt. Gult lys indikerer øget risiko for pludselige kursfald, og rødt lys indikerer stærkt forøget risiko for pludselige kursfald.

Figur 1: Slut med rekordlave renter i Europa

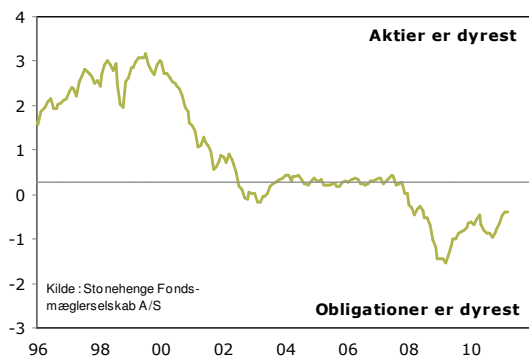


Figur 2: Kraftig stigning i fødevarerpriserne



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 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.

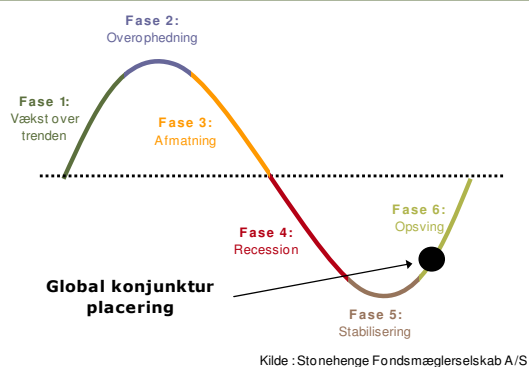
Allokering baseret alene på denne faktor:

70%
aktier

30%
obligationer

Makroøkonomi (subjektiv vurdering)

LANGSIGTET FAKTOR



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)

KORTSIGTET FAKTOR

	Nøgletal	Markeds-tendenser	Investor-tendenser	Stemning	Samlet
Aktier	+2 ↑	+3 ↑	+2 ↑	0 →	+7 ↑
Obl.	-2 ↓	-2 ↓	-1 ↓	0 →	-5 ↓

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 stadig klart i aktiernes favør, idet stort set alle de taktiske inputs peger op på aktierne og ned på obligationerne. Andelen af aktier er dog faldet marginalt med 5%, primært fordi markederne er begyndt at blive lidt mere svingende/nervøse, hvilket isoleret set er et plus for obligationerne.

Allokering baseret alene på denne faktor:

75%
aktier

25%
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. 25%

Potentielt negative markedstemaer:

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

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 de stærke amerikanske nøgletal ovenpå "double dip" frygten i efteråret. På nuværende tidspunkt er de positive nyheder dog efterhånden prisdæmpet, og overraskelsesmomentet er i højere grad på de negative markedstemaer. Især de to første har været højaktuelle i den seneste måned, og vi har derfor justeret aktieandelen ned med 15%.

Allokering baseret alene på denne faktor:

35%
aktier

65%
obligationer