

Positive udsigter, men også enkelte udfordringer

Vi er fortsat optimistiske og forventer et godt år for både verdensøkonomien og aktiemarkedet. Derfor anbefaler vi stadig en relativ høj aktieandel på 60%. Vurderet ud fra vores forventninger til virksomhedernes indtjening og den globale vækst kunne man sagtens argumentere for en endnu højere aktieandel. Den europæiske gældskrise aftager dag for dag, hvilket også er positivt. Men bagsiden af denne positive udvikling er, at vi tror, at det kun er et spørgsmål om kort tid, før de lange renter i lande som USA, Tyskland og Danmark begynder at stige. Energipriserne er også en udfordring, idet olieprisen er steget kraftigt, og sandsynligvis vil stige yderligere i de kommende måneder. Det kan på kort sigt blive et problem for aktiemarkedet, og derfor anbefaler vi "kun" 60% aktier.

Vi bruger en struktureret og disciplineret investeringsproces til at fastlægge den anbefalede fordeling mellem aktier og obligationer. Denne proces bygger både på objektive matematiske modeller og subjektive vurderinger. Hvis vi udelukkende benyttede vores modeller, burde vi i denne måned anbefale en aktieandel på over 80%, idet de modelmæssige inputs aktuelt er ekstremt understøttende for aktierne (se bagsiden). Vi er glade for disse modelsignaler, da de giver en stærk og objektiv tro på, at finans- og gældskrisen er aftagende, og at fremtiden nu ser væsentligt bedre ud, end den gjorde for et halvt år siden. Signalerne er endvidere også helt konsistente med vores egen vurdering af konjunkturudsigterne, idet vi tror på et stærkere globalt opsving i de kommende 12-24 måneder. Den amerikanske økonomi ser eksempelvis ud til at accelerere med både kraftigt stigende beskæftigelse og tegn på at byggeriet er ved at komme sig ovenpå 5 års dårlighed (se figur 1). Så set på længere sigt deler vi bestemt vores modellers positive budskab. Problemet lige nu er, at desto bedre det går på markederne og i økonomien, desto mere stiger sandsynligheden for kraftige rentestigninger og yderligere stigninger i energipriserne. Figur 2 viser den faktiske 10-årige rente i USA sammenholdt med en model for renten baseret på fundamentale faktorer som væksten og inflationen. Modellen har fungeret glimrende i 25 år. Modellen viser, at renten lige nu "burde" være over 4%, men i praksis er den omkring 2%. Dette historisk lave renteniveau gav mening under den helt ekstraordinære situation med krise, recessionsfrygt og massive obligationsopkøb fra centralbankernes side, men nu er gældskrisen aftagende og væksten ser ud til at gå ind i en mere robust fase. Derfor stiger risikoen for en markant rentekorrektion dag for dag. Den samme analyse gør sig gældende på energimarkedet, hvor olieprisen allerede er steget op i nærheden af de kritiske niveauer fra 2008, og hvor øget vækst og efterspørgsel hurtigt kan presse priserne yderligere op. Den geopolitiske uro relateret til Iran spøger også i denne henseende. Vi er kort sagt af den opfattelse at især obligationsmarkedet, men også i nogen grad energimarkedet, stadig er prist ind efter en verden i dyb krise. Det mener vi ikke er berettiget længere, og derfor ser vi en risiko for, at den nuværende positive stemning på aktiemarkedet i en periode vil blive udfordret af stigende renter og stigende oliepris. Vi anbefaler dog stadig en klar overvægt af aktier, og forventer, at aktierne vil stige yderligere i løbet af året.

2. marts 2012

Anbefalet allokering:

Gennemsnit af 4 faktorer, se side 2

Aktier:
60%

Obligationer:
40%

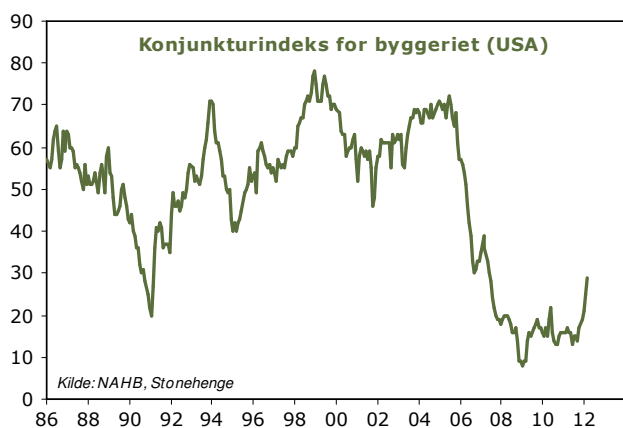
Den anbefalede fordeling skal ses i forhold til en normal fordeling på 50% aktier og 50% obligationer. Bemærk, at der er tale om en generel anbefaling, der ikke tager hensyn til individuelle forhold. Kontakt altid din rådgiver, hvis du ønsker individuel rådgivning.

Aktuel risikovurdering:

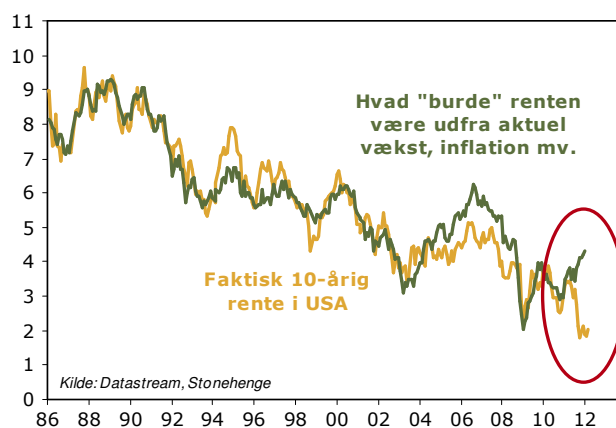


Trafiklyset er baseret på daglige observationer på tværs af de finansielle markeder, og viser, om markederne samlet set opfører sig normalt. Gult lys indikerer øget risiko for pludselige kursfald, og rødt lys indikerer stærkt forøget risiko for pludselige kursfald.

Figur 1: Positive nyheder efter 5 års dårlighed

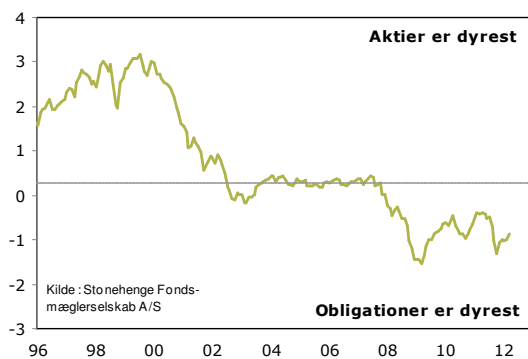


Figur 2: De lange renter kommer snart til at stige



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, og nu er momentum også i favør af aktierne. Det vil sige, at aktier både er meget billige og udviser en stigende tendens ift. obligationer.

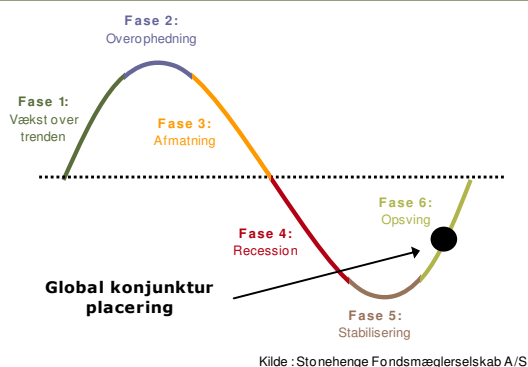
Allokering baseret alene på denne faktor:

80%
aktier

20%
obligationer

Makroøkonomi (subjektiv vurdering)

LANGSIGTET FAKTOR



I andet halvår 2011 var der en udbredt frygt for, at gældskrisen ville slå det i forvejen skuffende globale opsving ud af kurs og tvinge verdensøkonomien tilbage i recession. Sådan gik det heldigvis ikke. Tværtimod her de seneste måneders løbende nøgletal signaleret pænt stigende vækst i lande som USA og Tyskland, og også på globalt plan har nøgletallene generelt været væsentligt bedre end ventet. Vi ser stigende odds for, at øget aktivitet på arbejds- og boligmarkedet i USA i år vil indvarsle en periode med mere robust vækst. Gældskrisen og risikoen for en hård landing i Kina betyder dog, at der stadig er mange nedadrettede risici, men samlet set vurderer vi, at makroøkonomien vil være mere understøttende for aktier end obligationer.

Allokering baseret alene på denne faktor:

60%
aktier

40%
obligationer

Taktisk scorecard (objektiv model)

KORTSIGTET FAKTOR

	Økonomi	Markeds-tendenser	Investor-tendenser	Stemning	Samlet
Aktier	+1 ↑	+2 ↑	+2 ↑	+2 ↑	+7 ↑
Obl.	-3 ↓	0 →	+1 ↑	-2 ↓	-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 steget fra +1 til +7, mens obligationers samlede score er uændret på -4. Det betyder, at der nu er meget gode odds for stigende aktiekurser og faldende obligationskurser – altså et meget klart signal i favør af aktier. Modelmæssigt betyder det, at aktieandelen fra denne faktor stiger fra 70% til 85%.

Allokering baseret alene på denne faktor:

85%
aktier

15%
obligationer

Markedstemaer (subjektiv vurdering)

KORTSIGTET FAKTOR

Potentielt positive markedstemaer:

- Bedre end ventede auktioner over italienske statsobligationer og faldende renter i kølvandet på en mere troværdig 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
- 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.

Gældskrisen er ikke længere så dominerende som tidligere, og i den seneste måned er det især de positive markedstemaer der har været i fremdrift. Desto bedre det går på markederne og i økonomien, desto mere stiger sandsynligheden dog for stigninger i renterne og energipriserne. Vi er således bange for, at den nuværende positive stemning i en periode vil blive udfordret af stigende renter og stigende oliepris, og har derfor reduceret aktieandelen fra denne faktor fra 35% til 25%.

Allokering baseret alene på denne faktor:

25%
aktier

75%
obligationer

Samlet allokering = gennemsnit af ovenstående 4 faktorer (afrundet)

60% aktier

40% obl.