

På vej mod bedre tider

Regnskabsæsonen for tredje kvartal er i fuld gang og har indtil videre været karakteriseret ved ganske gode regnskaber. Nogle af de højt profilerede selskaber som Apple og Google har skuffet i forhold til markedets forventninger, men generelt har regnskaberne fremvist en noget bedre driftsindtjening end ventet. I USA har over 63% af regnskabernes således overrasket positivt, mens kun 23% har skuffet. Fremgangen i omsætningen og virksomhedernes forventninger til helåret har været knap så prangende, men dog på ingen måde en katastrofe. Figur 1 nedenfor viser udviklingen i omsætningen i S&P500 selskaberne, hvor tallene for det seneste kvartal er baseret på de første 275 regnskaber. Som det fremgår har der været en vigende tendens i omsætningen hen over året, men tredje kvartal har været bedre end andet kvartal, og baseret på de seneste økonomiske nøgletal er der absolut grund til at tro, at denne tendens vil fortsætte i de kommende kvartaler. Vi forventer således, at omsætningen vil accelerere i fjerde kvartal og ind i 2013 – både i USA og globalt.

Baggrunden for vores optimistiske forventninger er, at vi nu ser væsentlig fremgang på tre centrale områder. For det første vurderer vi, at den europæiske gældskrise har kulmineret ovenpå de seneste måneders politiske udvikling. Derfor er det nu sandsynligt, at den europæiske økonomi vil opleve et kraftigt opsving resten af året og ind i 2013. Vi finder det i den forbindelse særligt positivt, at Tyskland for første gang i en generation ser ud til at være på vej mod et indenlandsk drevet forbrugsboom, og således kan agere træklokomotiv for hele kontinentet. For det andet tror vi, at den kinesiske økonomi har bundet ud. Væksten har været aftagende i de seneste mange kvartaler, men tidligere på året begyndte myndighederne gradvist at indføre en mere stimulerende økonomisk politik, som nu er begyndt at slå igennem i de løbende økonomiske nøgletal. Vi tror samtidig, at den nye kinesiske ledelse hurtigt vil gennemføre en ny stimuluspakke, når generationsskiftet kommer endeligt på plads i løbet af denne måned. Det vil i givet fald understøtte de nuværende opsvingstendenser yderligere. For det tredje ser vi flere og flere tegn på, at USA er på vej mod et mere normalt opsving. Opsvinget har hidtil været svagere end den historiske norm, fordi de mest konjunkturfølsomme sektorer som byggeriet og erhvervsinvesteringerne har ligget underdrejet i kølvandet på finanskrisen. Men nu er der omsider klare tegn på, at især byggeriet er på vej mod en normalisering (se figur 2). Vi forventer, at det vil medføre mere normale stigningstakter i både væksten og beskæftigelsen i de kommende kvartaler. I slutningen af året vil finanspolitikken automatisk blive strammet meget kraftigt, medmindre den nyvalgte kongres hurtigt bliver enig om en mere gradvis stramning. Pga. sidste års farce om forhøjelsen af gældsloftet er der en vis usikkerhed på denne front, men der står meget på spil, og vi tror, at kongressen vil handle i tide. Dermed vil den sidste skepsis og usikkerhed relateret til holdbarheden af det amerikanske opsving sandsynligvis forsvinde. Samlet set er det således vores forventning, at verden er på vej mod meget bedre tider med mere normal vækst. Vi ser derfor stor sandsynlighed for mere stabile finansmarkeder med pæne stigninger i aktiekurserne og faldende obligationskurser resten af året og i løbet af 2013. Derfor anbefaler vi fortsat en aktieandel på 70%.

6. november 2012

Anbefalet allokering:

Gennemsnit af 4 faktorer, se side 2

Aktier:
70%

Obligationer:
30%

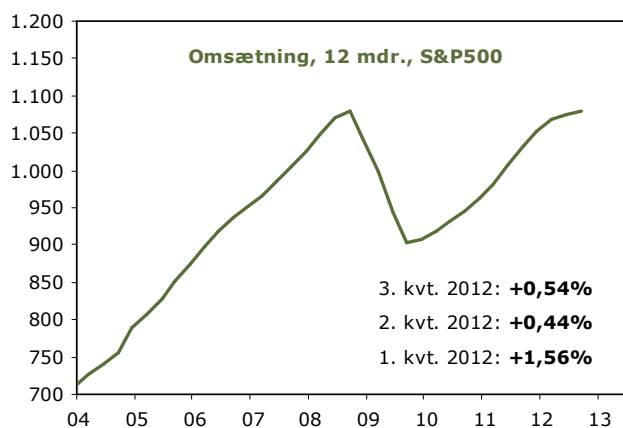
Den anbefalede fordeling skal ses i forhold til en normal fordeling på 50% aktier og 50% obligationer. Bemærk, at der er tale om en generel anbefaling, der ikke tager hensyn til individuelle forhold. Kontakt altid din rådgiver, hvis du ønsker individuel rådgivning.

Aktuel risikovurdering:

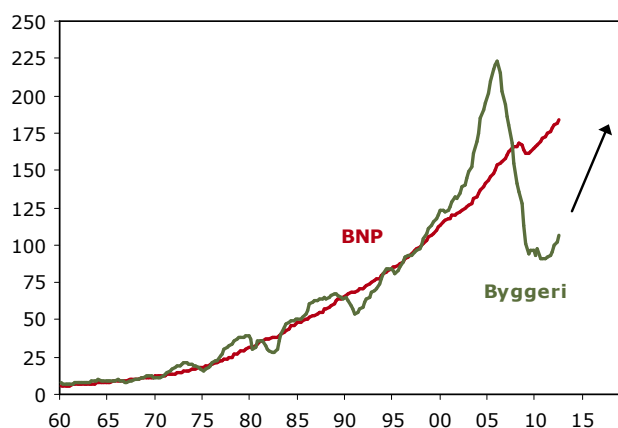


Trafiklyset er baseret på daglige observationer på tværs af de finansielle markeder, og viser, om markederne samlet set opfører sig normalt. Gult lys indikerer øget risiko for pludselige kursfald, og rødt lys indikerer stærkt forøget risiko for pludselige kursfald.

Figur 1: Fornuftige regnskaber (S&P500)

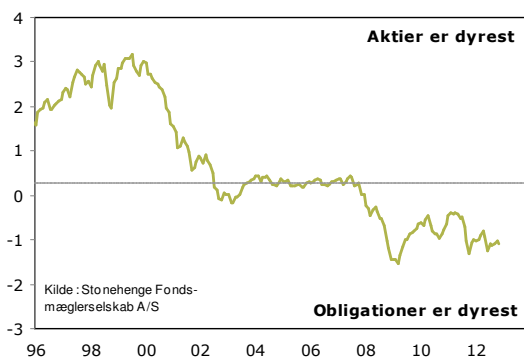


Figur 2: Øget byggeri vil trække væksten op (USA)



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 ekstremt billige ift. obligationer, og momentum er også i favør af aktier. Det betyder modelmæssigt, at aktieandelen fra denne faktor fastholdes på 80%.

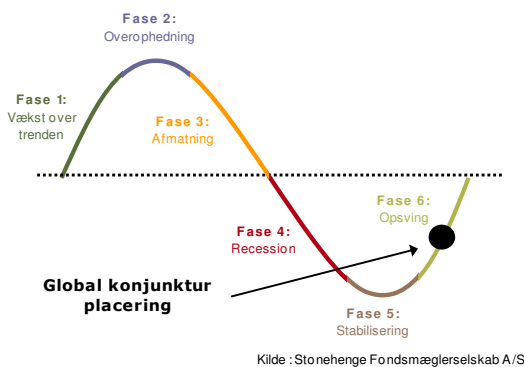
**Allokering baseret
alene på denne faktor:**

80%
aktier

20%
obligationer

Makroøkonomi (subjektiv vurdering)

LANGSIGTET FAKTOR



Efter en længere periode med skuffelser er de løbende nøgletal atter begyndt at overraske positivt, og de ledende indikatorer signalerer, at vækstpauzen er slut. Det er særligt positivt, at byggeriet i USA nu ser ud til at tage fart efter 5-6 års stilstand. Vurderet ud fra den globale industriproduktion og samhandel er opsvinget i verdensøkonomien grundlæggende intakt, og vi venter, at væksten vil blive højere i 2013 end i år. De hårdest ramte lande i Europa vil trække ned, og risikoen for en hård landing i Kina er stadig en risiko. Men set i forhold til det helt ekstremt lave renteniveau, vurderer vi samlet set, at konjunkturodviklingen vil være betydeligt mere understøttende for aktier end for obligationer. Aktieandelen fra denne faktor fastholdes derfor på 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 ↓	0 →	+2 ↑	+2 ↑
Obl.	+2 ↑	+1 ↑	+1 ↑	0 →	+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 +6 til +2, mens obligationers samlede score er steget fra +3 til +4. Dermed er der igen næsten samme odds for kursstigninger på aktier som på obligationer. Det betyder modelmæssigt, at aktieandelen fra denne faktor falder fra 60% til 50%.

**Allokering baseret
alene på denne faktor:**

50%
aktier

50%
obligationer

Markedstemaer (subjektiv vurdering)

KORTSIGTET FAKTOR

Potentielt positive markedstemaer:

- Øget tro på at den europæiske gældskrise er aftagende
- Overraskende politisk handlekraft i USA og Kina, når de nye regeringer træder til (fra og med november)
- "Flugt til risiko": Renterne er rekordlave, og centralbankerne gør alt hvad de kan for at stimulere risikovilligheden
- Øget tro på, at det globale opsving er intakt og "normalt"
- Mindre restriktiv regulering af finanssektoren

Potentielt negative markedstemaer:

- Den europæiske gældskrise kan blusse op igen
- Gældsproblemerne i USA kan komme i fokus, især op mod præsidentvalget ("the fiscal cliff")
- 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 har været et altdominerende og negativt markedstema i meget lang tid, men vi tror, at krisen nu har kulmineret og vil få mindre indflydelse fremover. Selvom der altid er mange potentielle bekymringspunkter, så er der lige nu endnu flere potentielt positive temaer. Vi vurderer således, at de positive temaer har størst sandsynlighed for at komme til at dominere i de kommende måneder og har øget aktieandelen fra denne faktor til 70%.

**Allokering baseret
alene på denne faktor:**

70%
aktier

30%
obligationer

Samlet allokering = gennemsnit af ovenstående 4 faktorer (afrundet)

70% aktier

30% obl.