

Finanskrise 2.0 ?

August blev en deprimerende måned med meget store aktiekursfald i kølvandet på nedgraderingen af USA's kreditværdighed, elendige økonomiske nøgletal og fortsat uro omkring den europæiske gældskrise. Kombinationen af de dårlige økonomiske nyheder og de helt ekstremt urolige finansmarkeder vækker minder om tiden efter Lehman Brothers konkurs i efteråret 2008, og mange er derfor blevet bekymrede for, om vi er på vej ind i en ny finanskrise. Det tror vi ikke, men der er absolut grund til at være forsigtig. Vi fastholder derfor vores anbefaling om en lav aktieandel på 35%.

Det er vores vurdering, at krisen lige nu primært er af finansiel karakter, mens den underliggende økonomi endnu ikke er nær så hårdt ramt. Det kan dog hurtigt ændre sig, hvis uroen får lov til at eskalere yderligere. Gældskrisen har således ramt den europæiske banksektor som en forhammer, og kurserne på bankaktierne er i de seneste uger faldet så kraftigt, at indekset over de 49 største europæiske banker nu er tæt på bundniveauet fra 2009 (se figur 1). En ny kreditklemme kan være under opsejling, hvilket i givet fald meget hurtigt vil få negative konsekvenser for real-økonomierne. I den forbindelse hjælper det ikke meget, at de seneste konjunkturbarometre fra USA og Europa holdt sig lige omkring skillelinien mellem fremgang og tilbagegang (se figur 2). Det kan berolige nerverne på helt kort sigt, at disse tal trods alt ikke var så dårlige som frygtet, men så længe det europæiske gældsproblem forbliver uløst, er der en latent risiko for en ny økonomisk nedtur.

Det er klart, at nedgraderingen af USA's kreditværdighed har forstærket uroen, men vi mener fortsat, at det er den europæiske gældskrise der er epicentret for uroen. At Italien nu også er blevet ramt øger kompleksiteten og de potentielle negative konsekvenser, da Italien er så stor en økonomi, at EU ikke kan lave en hjælpepakke på samme måde som det er sket med Grækenland, Irland og Portugal. Tyskland og Frankrig har samtidig klart afvist, at Eurozonen kan udstede en fælles EU obligation. Dermed er det meget svært at se, hvordan krisen kan blive løst. I et forsøg på at dæmme op for uroen har den europæiske centralbank, ECB, i de seneste tre uger købt italienske og spanske obligationer for over 42 mia. euro, men på trods af den kraftige intervention er de 10 årige renter stadig markant højere end i Tyskland. I de seneste dage er disse rentespænd endda kørt yderligere ud trods rapporter om signifikante køb fra ECB's side. Det er et klart advarselstegn. Vi ved ikke, hvordan krisen ultimativt vil blive løst, men vi ved, at den nuværende situation er uholdbar.

Aktier er meget mere attraktive end obligationer vurderet ud fra prisfastsættelsen, og vi er stadig optimistiske mht. det globale opsving. Men den nuværende usikkerhed betyder, at det ikke kan betale sig at løbe risikoen ved en stor aktieeksponering. Vores risikobarometer, der er baseret på objektive matematiske modeller, skiftede til gult lys den 4. august og er forblevet i gult lys lige siden. Det betyder, at markederne er mere urolige og uforudsigelige end normalt. Sagt på en anden måde, så er der ekstremt tåget på den finansielle motorvej lige nu, og derfor bør man som bilist sætte farten ned. Det er bedst at afvente bedre sigtbarhed før farten atter øges.

2. september 2011

Anbefalet allokering:

Gennemsnit af 4 faktorer, se side 2

Aktier:
35%

Obligationer:
65%

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:

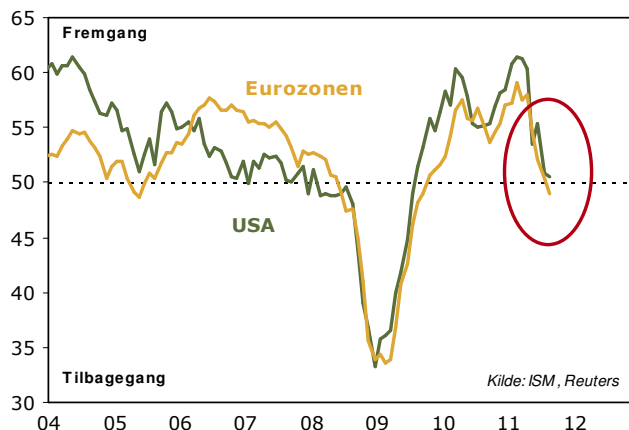


Trafiklyset er baseret på daglige observationer på tværs af de finansielle markeder, og viser, om markederne samlet set opfører sig normalt. Gult lys indikerer øget risiko for pludselige kursfald, og rødt lys indikerer stærkt forøget risiko for pludselige kursfald.

Figur 1: Bankaktier næsten tilbage på bunden

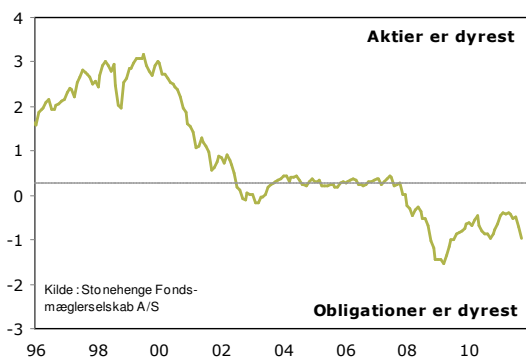


Figur 2: Industrien tæt på tilbagegang



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 nu meget billige relativt til obligationer, men momentum er stadig i favør af obligationerne. Derfor peger vores model kun på 40% aktier.

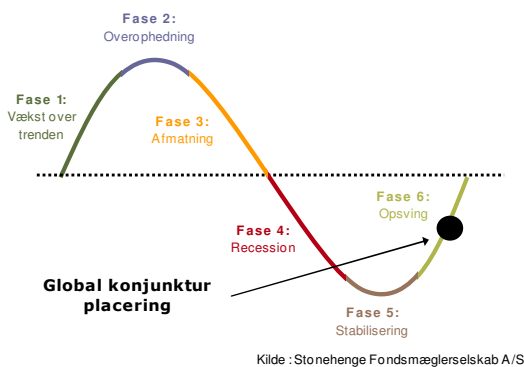
**Allokering baseret
alene på denne faktor:**

40%
aktier

60%
obligationer

Makroøkonomi (subjektiv vurdering)

LANGSIGTET FAKTOR



Vi vurderer, at den globale konjunktur befinder sig ca. midt i fase 6, hvor opsvinget er godt cementeret, men hvor der stadig er udsigt til flere år med høj vækst uden kapacitetspres. De seneste måneders dårlige nøgletal fra mange forskellige dele af verden har dog gjort indtryk. Uroen på markederne har samtidig sat tydelige spor i mange tillidsindikatorer, og vil sandsynligvis ramme væksten i de kommende måneder. Derfor er vi ikke længere helt så sikre på, at opsvinget vil fortsætte uanfægtet. Vi tror dog mere på en længerevarende periode med svag vækst end et decideret tilbagefald i recession. Den globale konjunktur ventes således fortsat at være mere positiv for aktier end obligationer, men vi har reduceret aktieandelen fra 70% til 60%.

**Allokering baseret
alene på denne faktor:**

60%
aktier

40%
obligationer

Taktisk scorecard (objektiv model)

KORTSIGTET FAKTOR

	Økonomi	Markeds- tendenser	Investor- tendenser	Stemning	Samlet
Aktier	-2 ↓	-2 ↓	-2 ↓	0 →	-6 ↓
Obl.	+1 ↑	+2 ↑	-1 ↓	+1 ↑	+3 ↑

Kilde: Stonehenge Fondsmæglerelskab 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.

Der har været forskydninger i mange af de taktiske modeller i den seneste måned, men den samlede konklusion har ikke ændret sig. 6 af 11 modeller signalerer, at man bør undgå aktier, mens 3 af 11 modeller signalerer øget eksponering mod obligationer. Det giver stadig et meget klart signal i favør af obligationer.

**Allokering baseret
alene på denne faktor:**

15%
aktier

85%
obligationer

Markedstemaer (subjektiv vurdering)

KORTSIGTET FAKTOR

Potentielt positive markedstemaer:

- Nye kvantitative lempelser (QE3) ifm. FOMC mødet den 21. september kan øge markedets risikoappetit i en periode
- Bedre tal fra arbejdsmarkedet i USA kan øge troen på vækstens holdbarhed

Potentielt negative markedstemaer:

- Den europæiske gældskrise er fortsat det centrale markedstema, og efter at Spanien og Italien også er blevet inddraget, er krisens potentielle negative konsekvenser eskaleret voldsomt
- USA's vækst har skuffet markant, kreditværdigheden er blevet nedjusteret, Federal Reserve er løbet tør for instrumenter og politikerne er handlingslammede. Det øger risikoen for et storudsalg af amerikanske værdipapirer og USD ("sælg USA")
- Stigende frygt for et tilbagefald i recession

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.

Det er fortsat gældstemaet der sætter dagsordenen både i form af en alvorlig eskalering af det europæiske gældsproblem samt tegnene på, at også USA nu begynder at blive ramt. Det er et stort problem, at gældskrisen er begyndt at brede sig til flere lande, og det er svært at se, hvordan krisen kan blive inddæmnet på kort sigt. Samlet peger de forskellige temaer stadig på en markant undervægt af aktier.

**Allokering baseret
alene på denne faktor:**

15%
aktier

85%
obligationer

Samlet allokering = gennemsnit af ovenstående 4 faktorer (afrundet)

35% aktier

65% obl.