

## Afgørelsens time i Eurozonen

September bliver efter alt at dømme en afgørende måned for Eurozonen og finansmarkederne. Især tre ting er helt centrale: Resultatet af mødet i den europæiske centralbank (ECB) i morgen, domsafsigelsen fra den tyske forfatningsdomstol den 12. september samt den efterfølgende retorik fra de toneangivende tyske politikere.

Tilbage i slutningen af juli udtalte chefen for den europæiske centralbank, at man ville gøre alt for at redde euroen. Nu er tiden så kommet, hvor ECB løfter sløret for de konkrete planer. Baseret på de forskellige udmeldinger op til mødet er det realistisk at forvente et ambitiøst program med ubegrænsede opkøb af kortfristede statsobligationer. Dermed ønsker ECB i givet fald at markere, at de store renteforskelle mellem landene indenfor Eurozonen ikke er acceptable (se figur 1). Lavere renter i de kriseramte lande vil være særdeles positivt, da det dels vil stimulere disse landes økonomier og dels vil sende et vigtigt psykologisk signal om, at ECB nu har startet en mere aggressiv intervention. ECB vil dog kun foretage disse opkøb, hvis de pågældende lande lever op til en række budgetbetingelser, samt hvis de europæiske regeringer selv bidrager via hjælpefondene EFSF/ESM. I den forbindelse er det derfor vitalt, at den tyske forfatningsdomstol den 12. september godkender den permanente hjælpefond ESM. Den midlertidige hjælpefond EFSF er tidligere blevet godkendt af domstolen, så alle forventer, at det også vil ske med ESM, men man kan jo aldrig vide. Tyskland har en indiskutabel nøglerolle, hvis gældskrisen nogensinde skal løses, eftersom det er det eneste land der råder over de nødvendige ressourcer. Så uden tysk støtte er projektet dødsdømt. Vi finder det derfor positivt, at Merkel i de seneste uger har støttet op om ECBs planer. Der er stadig en vis modstand at spore i det politiske bagland, og den tyske centralbank er også stadig højlydt modstander af obligationskøbene. Men hvis programmet skal blive en succes, er det en central forudsætning, at Merkel får sat en stopper for de tvetydige signaler. Og det er netop hvad vi forventer, når først forfatningsdomstolen har afsagt sin kendelse. Alternativet er et kaotisk sammenbrud af Eurozonen, som ikke er i nogens interesse.

Samlet set ser vi dermed gode odds for, at en mere aggressiv politik med støtte fra Tyskland vil komme til at markere et positivt vendepunkt i krisen. I så fald kan de seneste mange måneders negative fokus hurtigt blive erstattet af mere positive markedstemaer. Det er endvidere stadig vores vurdering, at det globale opsving dels er intakt, og dels vil vokse sig stærkere i de kommende måneder i takt med øget beskæftigelse og nybyggeri i USA samt rentenedsættelser og finanspolitiske stimuli i Kina mv. På den baggrund forventer vi kraftige aktiekursstigninger mod slutningen af året og ind i 2013, især trukket af europæiske aktier (se figur 2). Isoleret set peger disse forventninger således på en klar overvægt af aktier. Vores anbefalede aktivfordeling er dog baseret på et gennemsnit af to forventningsbaserede og to modelbaserede faktorer, og de objektive modeller peger stadig på en vis forsigtighed (se bagsiden). Vores samlede anbefaling er derfor stadig kun en lille overvægt af aktier på 55%. Men hvis denne måneds vigtige begivenheder falder lige så positivt ud som ventet, så vil vi sandsynligvis øge aktieanbefalingen markant i næste måned.

## 5. september 2012

### Anbefalet allokering:

Gennemsnit af 4 faktorer, se side 2

Aktier:  
**55%**

Obligationer:  
**45%**

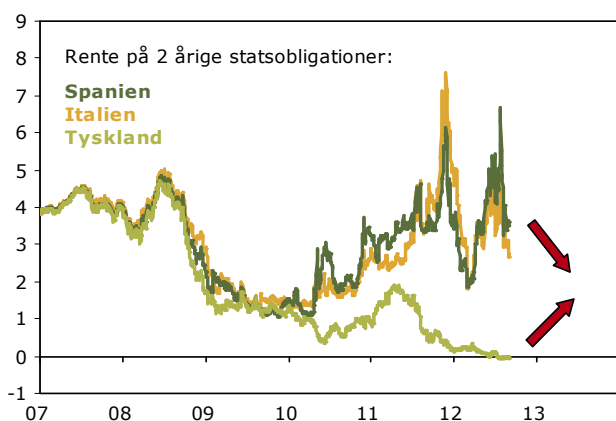
Den anbefalede fordeling skal ses i forhold til en normal fordeling på 50% aktier og 50% obligationer. Bemærk, at der er tale om en generel anbefaling, der ikke tager hensyn til individuelle forhold. Kontakt altid din rådgiver, hvis du ønsker individuel rådgivning.

### 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: Mere ensartede renter på vej?

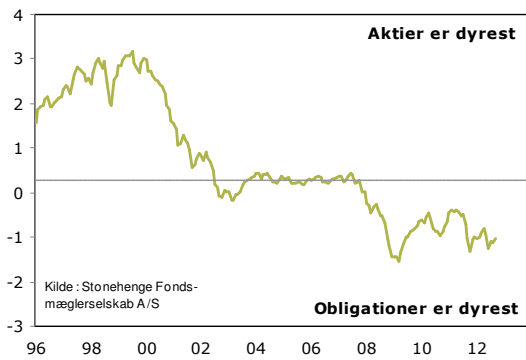


Figur 2: Europæiske aktier er attraktive



## 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 ekstremt billige i forhold til obligationer, men momentum er stadig i favør af obligationer. Momentum er dog meget tæt på at skifte i favør af aktierne, og når det sker, vil aktieandelen stige markant.

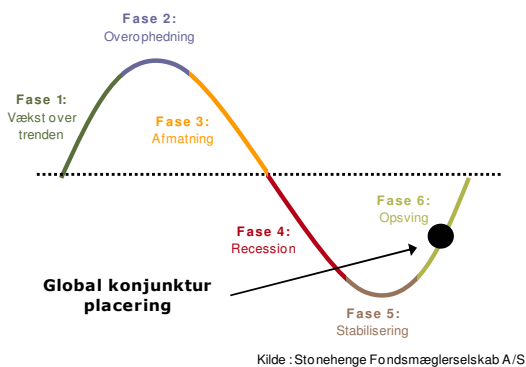
**Allokering baseret alene på denne faktor:**

**40%**  
aktier

**60%**  
obligationer

## Makroøkonomi (subjektiv vurdering)

## LANGSIGTET FAKTOR



I de seneste måneder har der været en klar overvægt af nøgletal der har skuffet i forhold til forventningerne. Det afspejler dog mere høje forventninger end dårlige nøgletal. Vurderet ud fra udviklingen i den globale industriproduktion og samhandel er opsvinget i verdensøkonomien således intakt, og lande som USA og Tyskland vil efter vores vurdering vokse robust i år drevet af stigende indenlandsk forbrug, faldende arbejdsløshed og øget byggeri. De hårdest ramte lande i Europa vil trække ned, og risikoen for en hård landing i Kina er stadig en væsentlig risiko. Men set i forhold til det nu helt ekstremt lave renteniveau forventer vi stadig, at makroøkonomien vil være betydeligt mere understøttende for aktier end for obligationer.

**Allokering baseret alene på denne faktor:**

**70%**  
aktier

**30%**  
obligationer

## Taktisk scorecard (objektiv model)

## KORTSIGTET FAKTOR

	Økonomi	Markeds-tendenser	Investor-tendenser	Stemning	Samlet
<b>Aktier</b>	0 →	+2 ↑	0 →	0 →	+2 ↑
<b>Obl.</b>	+3 ↑	0 →	+1 ↑	+1 ↑	+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.

Aktiers samlede score er i denne måned uændret +2, mens obligationers samlede score er steget fra +4 til +5. Dermed er der nu lidt større odds for kursstigninger på obligationer end på aktier. Det betyder modelmæssigt, at aktieandelen fra denne faktor falder fra 50% til 40%.

**Allokering baseret alene på denne faktor:**

**40%**  
aktier

**60%**  
obligationer

## Markedstemaer (subjektiv vurdering)

## KORTSIGTET FAKTOR

### Potentielt positive markedstemaer:

- Et kompromis om håndteringen af gældskrisen, hvor Tyskland accepterer en mere aggressiv politik, kan medføre kraftige stigninger på (europæiske) aktier i stil med 2009
- "Flugt til risiko": Renterne er nu blevet så lave, at stemningen kun skal forbedres en lille smule for at udløse en kapitalstrøm fra obligationer til (udbyttebetalende) aktier
- Øget tro på, at det globale opsving stadig er intakt

### Potentielt negative markedstemaer:

- Gældskrisen er igen det centrale markedstema og der er en reel risiko for et kaotisk sammenbrud af Eurozonen
- 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 sætter dagsordenen, og Europa står ved en meget vigtig skillevej. Det er nu der skal handles, og Europa står ved en meget vigtig skillevej. Det er nu der skal handles, og Europa står ved en meget vigtig skillevej. Det er nu der skal handles, og Europa står ved en meget vigtig skillevej.

**Allokering baseret alene på denne faktor:**

**60%**  
aktier

**40%**  
obligationer

**Samlet allokering = gennemsnit af ovenstående 4 faktorer (afrundet)**

**55%** aktier

**45%** obl.