

## Obligationsboble kan true aktiemarkedet

Den seneste måned har budt på solide afkast på både globale aktier og obligationer. Vi er dog bange for, at den positive stemning kan blive udfordret i de kommende måneder. Derfor anbefaler vi at reducere risikoen i porteføljen ved at sænke aktie-andelen fra 60% til 55%. Det er den laveste aktieandel vi har anbefalet i knap 2 år.

I starten af maj signalerede den europæiske centralbank, at den vil lempe pengepolitikken yderligere på det kommende pengepolitiske møde (på torsdag). Markedet forventer således en rentesækning fra 0,25% til 0,1%, samtidig med at renten på bankernes indskud i centralbanken ventes at blive negativ for første gang nogensinde. Der er endvidere forventninger om, at centralbanken måske indfører ukonventionelle kvantitative lempelser i stil med USA's obligationsopkøb. Disse markedsforventninger udløste et massivt rentefald over det meste af verden i løbet af maj, således at lange tyske renter eksempelvis er faldet tilbage til lavpunktet fra gældskrisens klimaks (se figur 1). Rentefaldet har til gengæld understøttet globale aktier, som havde den bedste måned i over et år i maj.

Denne markedsdynamik med både stigende aktier og obligationer er ikke holdbar på længere sigt. Hvis obligationsmarkedet har ret i, at der er deflation på vej, så vil virksomhedernes indtjening falde, og dermed bygger de seneste aktiestigninger på et helt forkert grundlag. Hvis aktiemarkedet derimod har ret i, at virksomhedernes indtjening fortsætter med at stige i de kommende år, så vil deflation være meget usandsynlig, og dermed bygger det lave renteniveau på et helt forkert grundlag. Så enten står aktiemarkedet eller obligationsmarkedet overfor en større korrektion. Når vi ser på udviklingen i makroøko-

nomien på globalt plan, så ser vi klart større sandsynlighed for et positivt vækstscenarion med et globalt opsving der gradvist vokser sig stærkere, end for et deflationært scenarion med lavvækst og stigende gældsproblemer. Derfor mener vi, at det er aktiemarkedet der har ret. Kun tiden vil vise det, men som kapitalforvaltere bliver vi nødt til at vælge side. I 1999/2000 var det aktiemarkedet det var bobleramt og forsvarede en historisk ekstrem høj prissætning med henvisning til den "nye økonomi". Resultatet blev et tiår med elendige aktieafkast, da boblen bristede. Nu er det obligationsmarkedet der forsvarede historisk ekstremt lave renter - inklusive sågar negative renter - med henvisning til den "nye normal" med lavvækst, høj gæld og deflation. Det minder os om en boble, og når den brister, vil det tilsvarende få langvarige negative konsekvenser for obligationsafkastene. Desværre vil det formentligt også påvirke aktierne negativt i en kortere periode, hvis renterne stiger for meget, for hurtigt.

Det er umuligt at forudsige, hvornår en boble brister, men det kommende halvår byder på mange muligheder. USA vil formentlig afslutte opkøbsprogrammet og forberede markedet på rentestigninger i 2015. Og vi ser en stor sandsynlighed for, at de økonomiske nøgletal i Eurozonen vil bedres tilstrækkeligt til, at markedet konkluderer, at der ikke kommer flere lempelser fra ECB's side. Samtidig er der lige nu usædvanligt stille på markederne med den laveste volatilitet på tværs af markederne i den tid vi har data for (se figur 2). Det øger risikoen for en pludselig og kraftig korrektion på tværs af markederne. Selvom vi fortsat er meget optimistiske med hensyn til opsvinget og aktiemarkedet på længere sigt, finder vi det således rigtigt at reducere risikoen en smule på nuværende tidspunkt.

3. juni 2014

### Anbefalet allokering

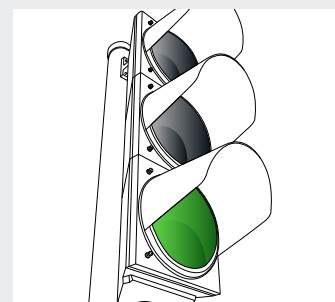
Gennemsnit af 4 faktorer:

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.

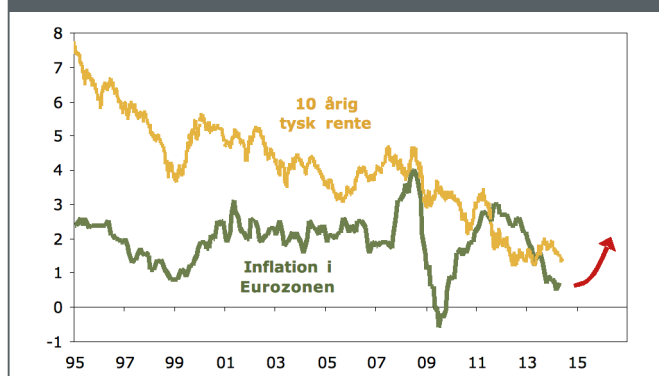
### Aktuel risikovurdering:



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.

“ Vi sænker aktieandelen til det laveste i knap 2 år

Figur 1: Unormalt lavt renteniveau



Figur 2: Usædvanlig stilhed på markederne

