

## Skuffende opsving i Eurozonen, men bedre tider er på vej

Vores forventning om stigende europæisk vækst og stigende markedsrenter har været under massivt pres i de seneste måneder. Vi må erkende, at vi har været for optimistiske på kort sigt, idet de fleste europæiske nøgletal har været noget svagere end ventet i den seneste tid. Det har sammen med den geopolitiske uro trukket de lange renter yderligere ned, således at renten på 10-årige tyske statsobligationer eksempelvis er faldet helt ned til 0,9%. Europæiske aktier har samtidig været under et stort pres relativt til globale aktier. Vi er overraskede over den svage udvikling i Europa, men mener ikke, at konjunktoren er forværret i nær det omfang, som medierne og markedsudviklingen kan give indtryk af. Selvom væksten er aftaget, er der således langt fra tale om et tilbagefald i recession (se figur 1). Det er samtidig overvejende sandsynligt, at de europæiske nøgletal vender til det bedre i løbet af de kommende måneder. Det er der mange grunde til. For det første har effekterne fra lempelserne på ECB-mødet i juni endnu ikke påvirket økonomien fuldt ud. For det andet vil de seneste måneders fald i euroen og faldene i de lange markedsrenter påvirke økonomien positivt fremadrettet. For det tredje er resten af verden slet ikke ramt af den samme svagelse som Eurozonen – tværtimod er der tegn på pænt stigende økonomisk aktivitet på globalt plan, hvilket bør stimulere Eurozonen positivt på lidt længere sigt. Konflikten mellem Rusland og Ukraine er derimod en klar negativ faktor, men selvom den anspændte situation føles meget ubehagelig, så er det sjældent, at geopolitisk uro påvirker markederne på længere sigt. De økonomiske sanktioner mellem Rusland og Vesten trækker ned i væksten, men der er trods alt tale om relativt begrænsede realøkonomiske effekter. Den russiske økonomi er på størrelse med Italiens, og det er kun udvalgte sektorer der er ramt af sanktionerne, så krisens markedseffekt er mere

drevet af psykologiske end økonomiske faktorer. Alt i alt ser vi derfor de seneste måneders svagelse som en midlertidig vækstpause på samme måde som det skete flere gange i perioden 2002-2005 (se igen figur 1).

Den europæiske centralbank er dog udsat for et massivt politisk pres om at stimulere yderligere, og på den økonomiske konference i Jackson Hole signalerede ECB's præsident, Mario Draghi, at kvantitative lempelser nu er rykket tættere på. Det var et tydeligt signal, som har øget markedets fokus på ECB-mødet den 4. september, hvor nogle markedsdeltagere tydeligvis forventer nye aggressive tiltag. Vi tror ikke, at ECB er klar til at indføre kvantitative lempelser allerede nu, men sandsynligheden for et stort stille obligationskøbsprogram stiger naturligvis, hvis nøgletallene svækkes yderligere. Selvom de realøkonomiske effekter af kvantitative lempelser er meget omdiskuterede og usikre, så viser erfaringerne fra USA og Japan, at effekten på især aktiemarkedet kan være meget dramatisk (se figur 2). Hvis ECB mod forventningen indfører kvantitative lempelser, vil vi således se det som en stærkt understøttende faktor for især europæiske aktier – og det vil vi selvfølgelig reagere på.

Samlet set er det vores vurdering, at aktier fortsat er meget mere attraktive end obligationer på lang sigt. Den anspændte geopolitiske situation, usikkerheden om væksten i Eurozonen og udsigten til en stramning af pengepolitikken i USA i løbet af næste år betyder dog, at der er så mange risikofaktorer på kort sigt, at det er bedst at fastholde en neutral allokering med "kun" 50% aktier indtil videre. Men vi regner med at øge aktieandelen senere på året, hvis udviklingen i Eurozonen bedres, som vi forventer, eller hvis ECB indfører kvantitative lempelser.

2. september 2014

### Anbefalet allokering

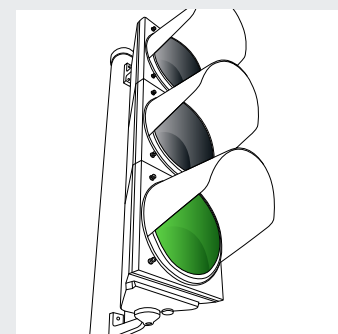
Gennemsnit af 4 faktorer:

Aktier:  
**50%**

Obligationer:  
**50%**

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.

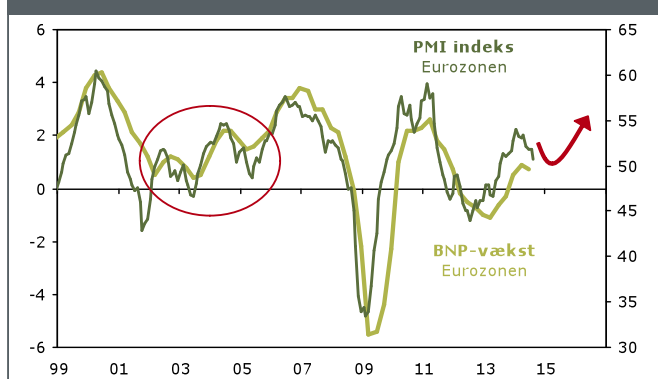
### Aktuel risikovurdering:



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.

## “ Aktier vil stige kraftigt, hvis ECB annoncerer kvantitative lempelser

Figur 1: Væksten i Eurozonen er aftaget



Figur 2: Kvantitative lempelser løftede aktierne i USA

