

## Fortsat uro

Februar blev endnu en dramatisk måned med store aktiefald frem mod midten af måneden, hvorefter aktiemarkedet foretog et kraftigt comeback. Kursfaldene i starten af måneden skyldtes bl.a. en reduceret tro på bankernes indtjeningsevne i en tid med råvarekrise og negative renter, som har sat bankaktierne under pres (se figur 1). Markedets vurdering af konkursrisikoen for nogle af de største europæiske banker steg voldsomt til et niveau, der tidligere kun er set under gældskrisen i 2011. Det skyldes en øget risiko for at enkelte banker ikke må betale rente på de såkaldte coco-obligationer. Det er ikke et signal om at der er en større bankkrise under opsejling – nærmest tværtimod – da det netop er hensigten med disse nye obligationer, at bankerne undgår at komme i problemer. Banksektoren er bedre polstret end nogensinde før og en ny finanskrise er stærkt usandsynlig.

Regnskabssæsonen har udviklet sig noget svagere end forventet, men det skyldes alene det kraftige indtjeningsfald i energisektoren. Eksklusiv energi er indtjeningen derimod stigende. Langt størstedelen af de økonomiske nøgletal signalerer også fortsat et opsving på globalt plan (se figur 2). Der er svaghed i dele af industrien, men det er primært de sektorer, der har berøring med olieproduktion og minedrift der er påvirket. Traditionel fremstillingsindustri er derimod i klar fremgang. Der er ingen tvivl om, at mange virksomheder og enkelte lande er negativt påvirket af råvarekrisen, men det er vores opfattelse, at krisen er koncentreret og afgrænset til råvaresektorerne. Der er således ingen tegn på en recession i økonomien generelt, og der er heller ikke nogen grund til at forvente det i den nærmeste fremtid, da ingen af de normale udløsende faktorer er tilstede. Historisk set er recessioner blevet udløst af et højt og stigende renteniveau, kraftigt stigende energipriser eller en stramning af finanspolitikken. I dag har vi den modsatte situation.

Uanset vores eget positive syn på økonomien må vi dog konstatere, at mange andre opfatter økonomien som svag og markederne er tydeligvis meget urolige. Der er usædvanligt mange negative markedstemaer i spil – både økonomiske, finansielle og politiske. Det maner selvfølgelig til forsigtighed. Centralbankernes strategi med øget brug af negative renter er samtidig problematisk. Efter vores opfattelse skader de negative renter mere end de gælder. Formålet med en lempelig pengepolitik er at øge lånelysten og reducere opsparringen, men meget tyder på, at de negative renter har den modsatte effekt. Bankernes indtjening bliver ramt, hvilket reducerer deres mulighed for at øge udlånet. De lave renter opfattes i vid udstrækning som et tegn på, at der stadig er krise, hvilket stik mod intentionen øger opsparringen. Vi har faktisk svært ved at se, hvem de negative renter egentlig gavner – bortset naturligvis fra de investorer, der har fået en kursgevinst på obligationerne. Selv obligationer med en løbetid på over 10 år har nu negativ rente i Japan og er meget tæt på i Tyskland. Den europæiske centralbank er dog fanget i et dilemma, idet den har signaleret nye handlekraftige tiltag på mødet den 10. marts, mens markedets tiltro til negative renter og kvantitative lempelser samtidig er faldet. Det er derfor svært at tro på, at det bliver resultatet af dette møde, der får aktierne til at stige.

Obligationsmarkedet tilbyder aktuelt et meget lavt afkast og en høj risiko for kurstab. Med vores positive forventninger til økonomien og virksomhedernes indtjening vil aktiemarkedet omvendt give gode afkast på længere sigt. Derfor "burde" vi egentlig anbefale en maksimal aktieallokering. Vores risikobarometer lyser dog stadig gult, og på grund af de urolige markeder fastholder vi en relativ lav aktieandel på 55% indtil videre.

## 4. marts 2016

### Anbefalet allokering

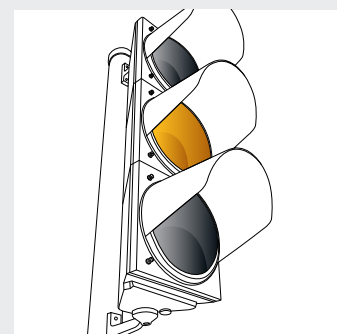
Gennemsnit af 4 faktorer:

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.

## De negative renter er en del af problemet – ikke af løsningen

Figur 1: Europæiske banker under pres



Figur 2: Opsvinget er intakt

