

## Vi er stadig på vagt overfor stigende renter

Trods diverse bump undervejs bød første halvår på fortsat fremgang i den globale økonomi, og vi forventer, at andet halvår bliver endnu stærkere. Især Europa ventes at vise en markant forbedring i andet halvår, hvilket sammen med en fortsat positiv tendens i USA og Japan ventes at trække de avancerede økonomier op med den højeste vækstrate siden 2010. To af Eurozonens største problemer er den høje arbejdsløshed og den meget svage udlånsaktivitet, men jævnfør figur 1 er der grund til at tro, at disse kurver nu er knækket. Dermed er et stærkt og selvforstærkende opsving omsider realistisk i Europa. Efter flere år med et tilbageholdt forbrug og lave investeringer er der et stort potentiale for et kraftigt comeback, når opsvinget først for alvor går i gang. Derfor venter vi væsentligt stærkere økonomiske nøgletal og en kraftig stigning i de europæiske virksomheders indtjening i løbet af andet halvår.

I USA er aktiviteten i forvejen høj og stigende indenfor stort set alle sektorer, og de fleste økonomiske nøgletal er nu tilbage på eller over niveauerne fra før finanskrisen. BNP for 1. kvartal var overraskende svagt, hvilket rent matematisk gør det svært at nå en højere vækst end 2,5% i år. Det skyldtes dog en række specielle forhold, som ikke ændrer ved, at det fremadrettede vækstbillede ser meget stærkt ud. Alt tyder således på, at økonomien i løbet af næste år vil komme tæt på fuld kapacitet både målt på produktion og beskæftigelse. Dermed vil inflationstruslen blive mere reel. Efter en længere periode med en afdæmpet tendens er inflationen i forvejen begyndt at stige lidt kraftigere, hvilket kan blive et stort markedstema i andet halvår. Især hvis de nuværende interne stridigheder i Irak ender med at sende olieprisen endnu højere op. Vi ser således en stor

sandsynlighed for, at kombinationen af både robust vækst og højere inflation i løbet af andet halvår vil få den amerikanske centralbank til at signalere en hurtigere stramning af pengepolitikken, end markedet aktuelt forventer. Det kan i givet fald spolere den nuværende ro på markederne og medføre en korrektion på tværs af finansmarkederne.

Som vi har skrevet i de seneste måneder, er obligationsmarkedet efter vores vurdering ude af ligevægt, idet det lave renteniveau ikke længere kan forklares ud fra de fundamentale forhold. Ifølge den historiske sammenhæng med vækst og inflation mv. "burde" renten i USA således være 4,1% mod aktuelt 2,6% (se figur 2). En tilsvarende model for tyske renter vise, at renten burde være 3,3% mod aktuelt 1,3%. Modeller skal altid tages med et meget stort gran salt. En ting er dog, at renterne er væsentligt lavere end normalt, men retningen er samtidig forkert, idet de bagvedliggende fundamentale faktorer i de seneste mange måneder har peget mod stigende renter, mens den faktiske renteutvikling har været faldende. Stemningen og dynamikken på obligationsmarkedet minder os om en boble, og selvom vores forventning om stigende lange renter endnu ikke har materialiseret sig, mener vi således stadig, at risikoen for en kraftig rentekorrektion er så stor, at vi aktuelt foretrækker beskyttelse frem for afkast. Derfor fastholder vi en lidt defensiv allokering med "kun" 55% aktier, og en meget lav rentefølsomhed i obligationsporteføljen. Vi er stadig meget optimistiske mht. opsvinget og aktiemarkedet på længere sigt, så formålet med den nuværende relativt lave aktieandel er at frigive likviditet, så aktieandelen kan øges, når/hvis aktierne bliver negativt påvirket af en periode med kraftigt stigende renter.

3. juli 2014

### Anbefalet allokering

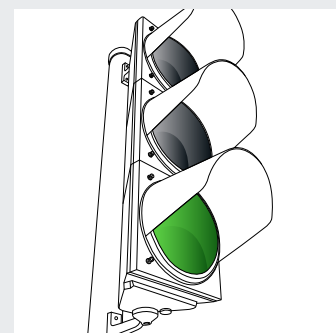
Gennemsnit af 4 faktorer:

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.

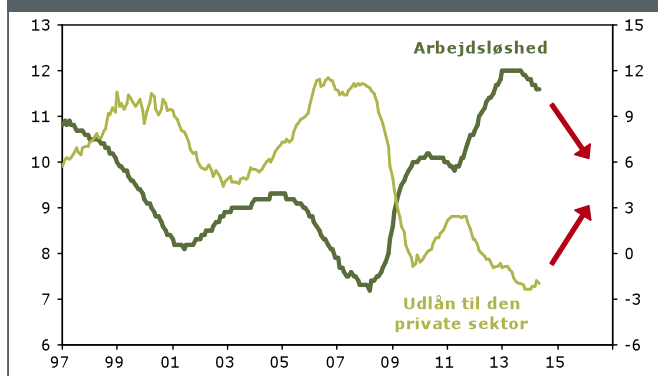
### Aktuel risikovurdering:



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 foretrækker aktuelt beskyttelse frem for afkast

Figur 1: To vigtige kurver er knækket i Eurozonen



Figur 2: Unormalt lavt renteniveau

