

## **Markedskommentar juni: Græsk krise tager fokus!**

Juni blev en måned, hvor den græske krise tog al fokus fra et Europa på vej mod opsving. Usikkerheden gav aktiekursfald. Der var ikke den sædvanlige beskyttelse at hente i obligationerne, da renterne fortsatte op på en tiltagende inflationsforventning og optimisme pga. ECBs opkøbsprogram, lav oliepris og den svage eurokurs ift. dollar (der er med til at forbedre Europas konkurrenceevne). Alle aktivklasser gav negativt afkast og afkastet landede på mellem -2,0 % og - 3,1 %. Hvor vi i 1. kvartal havde medvind fra både aktie-, obligations- og dollarstigninger, har billedet været lige omvendt i 2. kvartal.

Det er trættende for investorerne at skulle handle på baggrund af situationen i Grækenland i stedet for ud fra de økonomiske nøgletal. Hele juni måned har den græske regering forhandlet med sine kreditorer primært ECB, IMF og EU. De er nåede tættere på hinanden, men grækerne er ikke tilfredse med kreditorernes udspil, hvorved de har sendt aftalen til folkeafstemning søndag d. 5/7. Regeringen ser ud til at ville gamble til det sidste. Lige nu peger meningsmålingerne på dødt løb med ja og nej stemmerne. De fleste grækere tror, at de kan blive i euroen selv ved et nej, og regeringen i Grækenland forventer at kunne lukke en aftale med kreditorerne uanset udfaldet af afstemningen, og dermed undgå en statsbankerot.

Aktierne er faldet meget på den græske usikkerhed, hvorved en afklaring forventes at være positivt uanset udfaldet på lidt længere sigt. Europa står heldigvis meget bedre rustet til en evt. græsk statsbankerot end under gældkrisen i 2011 og 2012. Det er nu et Europa i økonomisk fremgang og ECB har alle værktøjer på plads for at afbøde en evt. yderligere markedsure. Vi ser derfor positivt på mulighederne for gode afkast i 2. halvår.

Den græske usikkerhed får os ikke til at ændre på vores investeringsstrategi i de enkelte afdelinger, der som altid er afstemt i forhold til risikoprofil og tidshorizont.

Selvom vi har en lavere rentefølsomhed end benchmark for herigennem at være mere robuste ved rentestigninger, er vi desværre ikke været immune. Selvom renterne er steget meget, bibeholder vi en lavere rentefølsomhed, da renterne stadig er historisk lave. De stigende renter betyder, at alle afdelinger modtager højere renter fra vores obligationsbeholdninger fremadrettet. Vi bibeholder ligeledes en undervægt af USD i forhold til EUR og DKK, da dollaren stadig er dyr set på 10 års sigt.

## **Den græske situation**

Alle ser frem til en afklaring på den græske situation.

Søndagens græske afstemning om accept eller afvisning af kreditorernes sparekrav bliver naturligvis yderst spændende, da de seneste meningsmålinger viser dødt løb. Både den græske regering og kreditorerne har tilkendegivet, at det nu er op til det græske folk. Men grækerne er tilsyneladende af en anden holdning, da ca. 80 % mener, at det vil være bedst for Grækenlands fremtid at blive i eurozonen.

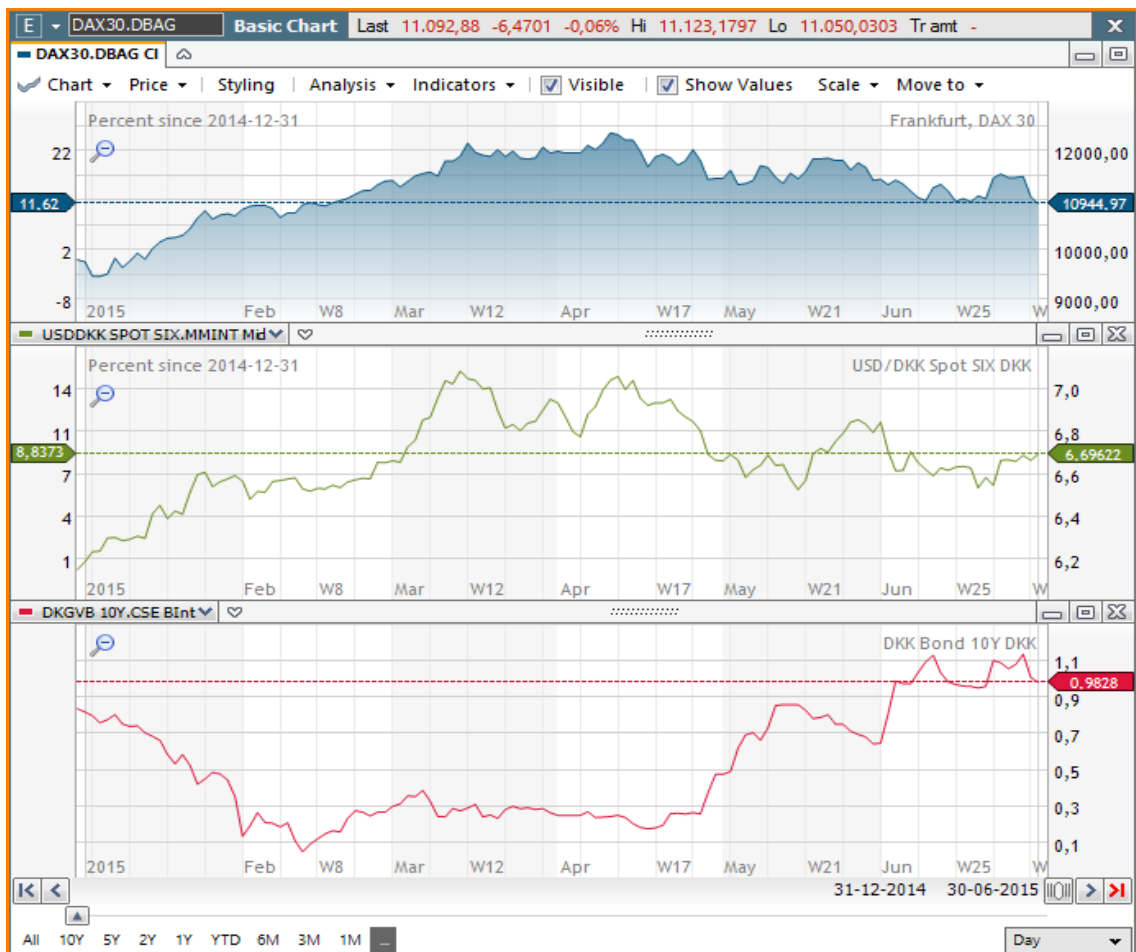
Hvad der kommer til at ske, bliver vi formentlig klogere på, når grækerne har stemt på søndag.

Holdningen om, at et ”nej” søndag vil betyde farvel til eurozonen for grækerne, er ofte blevet fremført i løbet af de seneste uger.

Den græske regeringschef forventer en aftale med långiverne senest 48 timer efter søndag afstemning uanset udfaldet, så banker og den græske børs kan åbne igen. Spørgsmålet er om EU, ECB og IMF er indstillet på det – umiddelbart kunne man godt forvente indrømmelser over for Grækenland, selvom tålmodigheden er sluppet op!

## **Halvårsstatus**

Kursudviklingen i vores 3 afdelinger er primært afhængig af aktie-, obligationskurserne og dollarkursen. Der er normalt en tendens til at aktie- og obligationskurser modvirker hinanden. Dette er ikke sket i 1. halvår af 2015. Hvor vi i de første 3 måneder havde en positiv indvirkning for alle 3 forhold, har den udvikling været stort set modsat i 2. kvartal. Nedenfor ses udviklingen i de tyske aktier, dollarkursen og de 10 årige danske renter (når renterne falder stiger obligationskurserne og vice versa).



*Note: Kursudviklingen for tyske aktier (blå linie) og dollarkursen (grøn linie), samt udviklingen i den 10 årige danske statsrente (rød linie) for 1. halvår 2015. Kilde SIX Edge.*

## Prissætning af aktier og obligationer

Aktierne er faldet en del i prissætning i juni pga. usikkerheden om Grækenland. De fremstår stadig billige i forhold til obligationer. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 18,51 mod 19,06 i slutningen af maj. Dermed handler aktierne stadig over det historiske P/E niveau på ca. 16,7 bl.a. pga. de lave renter og forventning om øget indtjening i virksomhederne. Når renterne er lave, er investorerne villige til at betale mere pr. indtjeningskrone, da obligationer er et alternativ til aktier. Tabellen på næste side giver et overblik over, hvad 1 kr. indtjening koster p.t.

P/E:	Februar	Ændring
Globalt:	18,51	-0,55
Nordamerika:	20,25	-0,43
Europa	18,32	-0,95
Pacific:	16,81	-0,52
Emerging Markets	14,19	-0,31
Danmark	25,43	-1,35

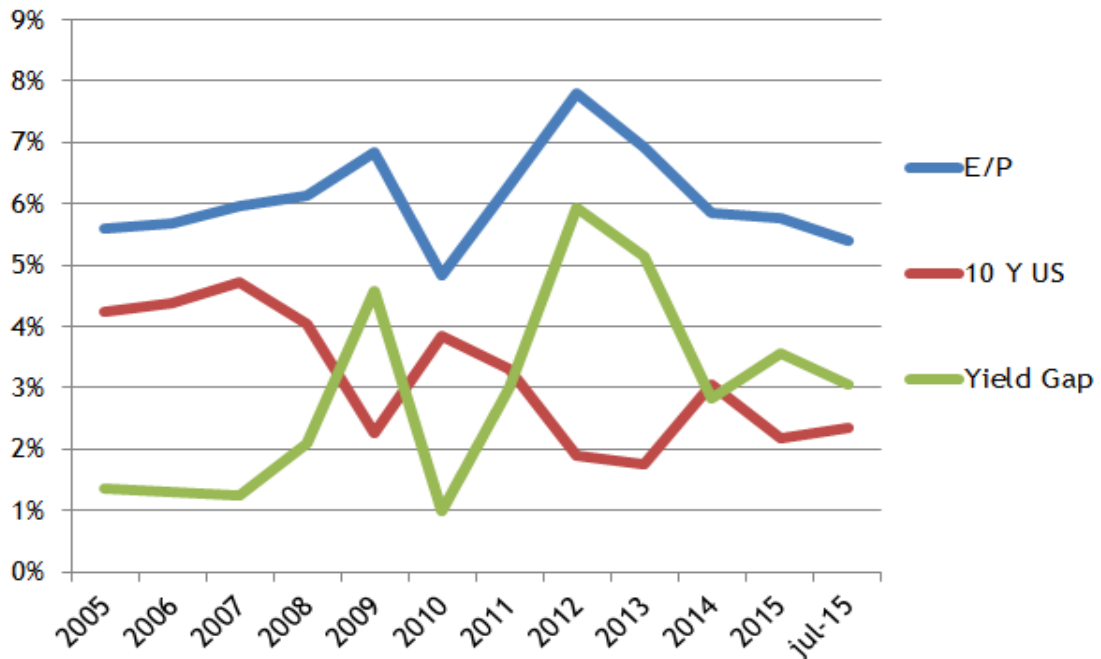
Skemaet viser, at den græske usikkerhed har sat sig i prissætningen hele vejen rundt og specielt i Europa og Danmark.

Aktier fra Eurozonen (grøn linie) har stadig et kursmæssigt efterslæb på over 55 % i forhold til amerikanske aktier (blå linie) og over 70 % i forhold til danske aktier (rød linie) i de 4 år og 9 mdr. Optimal Invest har været i gang.



*Note: Indekseret kursudvikling for amerikanske aktier (blå linie), danske aktier (rød linie) og Eurozone aktier (grøn linie) alle ekskl. udbytter. Kilde SIX Edge.*

Ser vi på vores sædvanlige prissætning af aktier i forhold til obligationer, det såkaldte Yield Gap, der måler forskellen på "afkast" på aktier (indtjeningen ift. prisen på aktierne E/P) minus den 10 årige amerikanske statsrente (grøn linje i nedenstående graf), er de globale aktier i juni blevet lidt dyrere relativt til obligationer, og dermed mindre attraktive, da forskellen er faldet fra 3,12 % til 3,05 % (se næste side).



Note: Yield Gap'et (grøn linie) måler afkastforskellen mellem indtjening ift. pris på aktier(E/P) og den 10 årige amerikanske statsrente.

Sådan læses grafen:

**Blå linje:** Måler "afkastet" på aktier. Når linjen er over 6 % er aktier billige isoleret set ift. de historiske niveauer og vice versa.

**Rød linje:** Måler den 10 årige rente i USA. Renter og obligationskurser er negativt korreleret, dvs. jo lavere renter desto højere obligationskurser og vice versa.

**Grøn linje:** Måler den forventede afkastforskel mellem aktier og obligationer. Når linjen er over 2 % er aktier billige ift. obligationer i et historisk perspektiv og vice versa.

## Afkaststatistik (i DKK)

Afkast:	Juni	2015	2014	2013	2012	2011
Nordamerikanske aktier:	-3,5%	9,0%	30,1%	26,3%	11,2%	3,5%
Europæiske aktier:	-4,4%	13,7%	7,7%	20,6%	18,7%	-9,9%
Pacific aktier:	-3,4%	19,5%	8,9%	12,9%	12,7%	-12,2%
Emerging Markets aktier:	-4,8%	11,3%	9,4%	-7,8%	15,4%	-16,3%
Erhvervsobligationer, dollar:	-3,4%	7,9%	22,0%	-6,5%	11,5%	8,7%
Erhvervsobligationer, euro:	-2,0%	-1,6%	8,1%	2,0%	13,6%	3,7%
Erhvervsobl., High Yield euro:	-1,9%	0,9%	3,5%	6,3%	22,6%	-1,4%
Realkreditobligationer, euro:	-1,3%	-0,5%	7,5%	2,7%	12,0%	4,8%
Statsobligationer, G7:	-1,7%	5,4%	12,5%	-9,6%	-1,0%	10,8%
Statsobligationer, euro:	-2,7%	-1,3%	12,8%	1,9%	10,8%	3,2%
Statsinflationsobl. Globale:	-1,8%	8,0%	17,9%	-9,7%	5,3%	14,5%
Emerging Markets obligationer	-3,3%	3,8%	7,7%	-14,4%	12,2%	1,3%
Nykredit Realkreditindeks:	-1,2%	-2,0%	5,2%	0,9%	4,3%	6,3%

Afkast:	Juni	2015	2014	2013	2012	2011
Dollar:	-1,5%	8,5%	11,4%	-4,1%	-1,9%	3,2%
Yen:	-0,1%	6,2%	-0,4%	-26,5%	-13,8%	8,0%
Pund:	1,4%	9,4%	5,9%	-2,2%	2,1%	2,4%

Afkast:	Juni	2015	2014	2013	2012	2011
Optimal Stabil	-2,0%	1,7%	9,2%	6,1%*	12,4%*	3,0%*
Optimal VerdensIndex	-2,7%	5,7%	11,2%	6,4%	9,6%	2,2%
Optimal Livscyklus 2030-40	-3,1%	6,3%	11,1%	11,6%*	13,4%*	-0,5%*

Note: Historiske afkast \*=Benchmark

Som tidligere nævnt gav juni fald til alle aktivklasser og mest til europæiske aktier. I 1. halvår har aktier fra Pacific klaret sig bedst, mens danske realkreditobligationer tage sidste pladsen. Derudover kan det bemærkes, at obligationer fra andre regioner end eurozonen eller Danmark, har givet et positivt afkast pga. den svækkede euro (og DKK).

På de nuværende renteniveauer bibeholder vi, som tidligere nævnt, en lavere rentefølsomhed, hvorved vores afdelinger vil være mere robuste over for evt. nye rentestigninger. Derudover har vi stadig en højere andel af euro og danske kroner ift. dollar.

God sommer til alle!

Med venlig hilsen

Karsten Hannibal, Partner i Optimal Invest