

## **Markedskommentar juni: Robust overfor Brexit**

Selvom juni måned resulterede i et britisk farvel til EU, har vores "All Weather" porteføljer vist sig robuste overfor den efterfølgende markedsuro. Brexit medførte faldende aktiemarkeder specielt i Europa, stærkt faldende renter og et historisk svækket Pund. Samlet klarede vores afdelinger sig ml. -0,5 % – +0,1 % i måneden, og de har alle givet et positivt afkast i et meget vanskeligt første halvår. Afdelingerne har relativt klart sig forrygende i det første halvår af 2016 med et merafkast på ml. 3,0-3,5 % i forhold til afdelingers respektive Morningstar kategorier.

Udsigten til yderligere lempelser fra centralbankerne verden over har holdt en hånd under aktiemarkederne, hvor specielt England og Japan forventes at komme på banen snart. Derudover forventes der nu ikke flere rentestigninger fra den amerikanske centralbank. Samtidig fylder den britiske økonomi kun 3,5 % af den globale, hvorved Brexit ikke forventes at få større global betydning. Den globale økonomi er rimelig robust og opsvinget i USA og eurozonen afspejles i gode og fornuftige nøgletal. Siden 2012 har der været flere store internationale begivenheder, der alle har påvirket aktiemarkederne kortvarigt. Men aktiemarkederne er hver gang kommet igen bl.a. pga., faldende renter, lave oliepriser og at aktierne stadig fremstår meget billige i forhold til obligationer.

Afgørende fremadrettet bliver, at det europæiske samarbejde omkring euroen og pengepolitikken ikke bliver truet, specielt hvis nogle af de svage lande i Sydeuropa vil forlade EU. Men både Spanien og Italien har stor glæde af de lave renter og den finansielle stabilitet, som eurosamarbejdet sikrer. Slutteligt kan Brexit også blive et wake up call for politikerne i Bruxelles, så EU bliver reformeret og får en større folkelig opbakning. Meningsmåler og valg siden Brexit tyder på en mere pro EU holdning.

Som følge af de yderligere faldende renter, har vi igen reduceret rentefølsomheden i afdelingerne. Ellers er aktivsammensætning intakt efter det britiske valg.

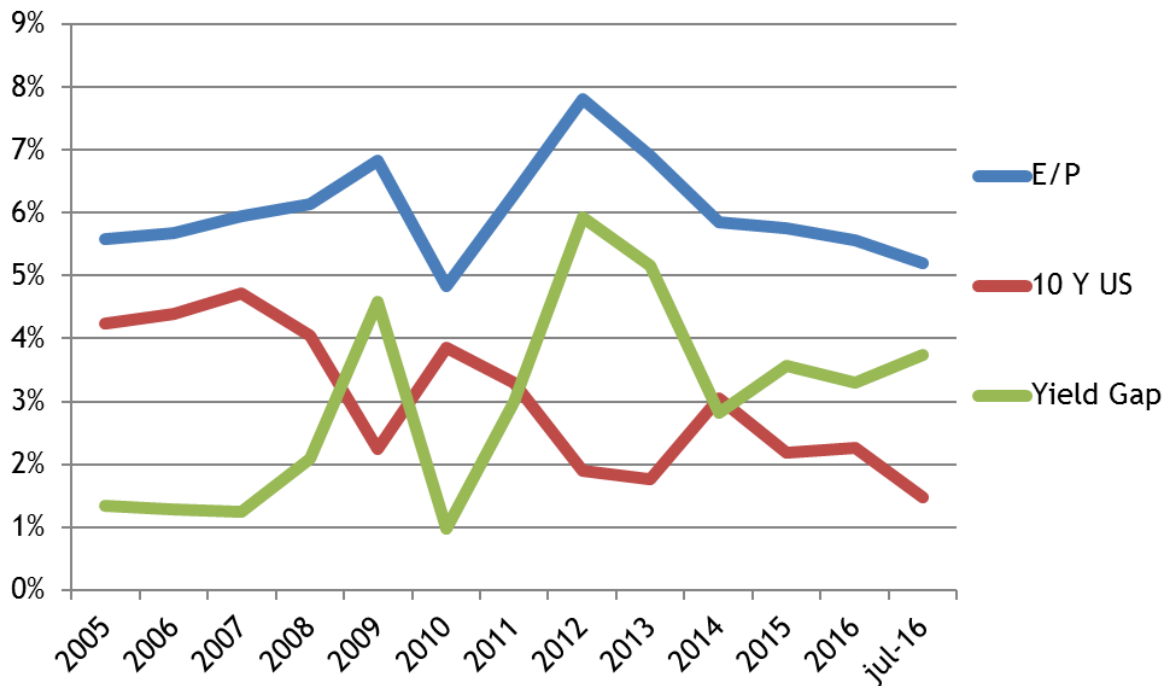
## Prissætning af aktier og obligationer

Aktierne faldt lidt i prissætning i juni. De fremstår dog stadig billige i forhold til obligationer historisk set. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 19,21 mod 19,33 i slutningen af maj, hvilket er over den historiske prissætning isoleret set. Tabellen giver et overblik over, hvad 1 kr. indtjening koster p.t.

<b>P/E:</b>	<b>Aktuelt</b>	<b>Ændring</b>
Globalt:	19,21	-0,12
Nordamerika:	22,02	0,11
Europa	19,99	-0,03
Pacific:	14,35	-1,07
Emerging Markets	13,80	0,53
Danmark	29,84	0,45

Skemaet viser mindre forskydninger med en stigning i Emerging Market og Danmark og et fald i Pacific. Udsigten til færre eller ingen rentestigninger i USA og dermed potentielt en svækket dollar har givet medvind til Emerging Markets, da de har meget gæld i dollar. En indtjeningskrone koster stadig mest i hhv. Danmark og Nordamerika, mens investorerne forlanger en betydelig risikopræmie for at købe Pacific og Emerging Markets. En indtjeningskrone koster pt. 55 % mere i Danmark end i globale aktier, hvilket er en yderligere stigning fra 52 % i sidste måned. Det er den højeste merpris vi har målt hidtil, hvorved der er indpriset meget store forventninger til danske aktier.

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 grafen på næste side), er de globale aktier i juni blevet billigere relativt til obligationer pga. et stort rentefald (faldende rød graf), og dermed mere attraktive, da forskellen er steget fra 3,32 til 3,74%, og er dermed på det højeste niveau i 2016 (den grønne graf er stigende i 2016).



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 negativ 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 2,1 % er aktier billige ift. obligationer i et historiske perspektiv og vice versa.

## Afkaststatistik (i DKK)

Afkast:	Juni	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Nordamerikanske aktier:	-0,1%	-0,4%	13,0%	30,1%	26,3%	11,2%	3,5%
Europæiske aktier:	-5,2%	-8,9%	10,6%	7,7%	20,6%	18,7%	-9,9%
Pacific aktier:	-0,4%	-5,0%	15,7%	8,9%	12,9%	12,7%	-12,2%
Emerging Markets aktier:	4,4%	4,0%	-5,4%	9,4%	-7,8%	15,4%	-16,3%
Danske aktier:	-4,5%	-1,2%	30,9%	19,1%	33,5%	23,8%	-20,3%
Ejendomme Europa ex. UK	-2,0%	4,1%	16,9%	21,2%	4,2%	23,5%	-12,4%
Erhv. obligationer, dollar:	3,4%	7,5%	10,4%	22,0%	-6,5%	11,5%	8,7%
Erhv. obligationer, euro:	1,2%	3,7%	-0,7%	8,1%	2,0%	13,6%	3,7%
Erhv.obl., High Yield euro:	0,0%	3,1%	-0,8%	3,5%	6,3%	22,6%	-1,4%
Realkreditobl., euro:	0,6%	2,5%	0,3%	7,5%	2,7%	12,0%	4,8%
Statsobligationer, G7:	4,2%	8,8%	8,6%	12,5%	-9,6%	-1,0%	10,8%
Statsobligationer, euro:	2,3%	5,3%	1,6%	12,8%	1,9%	10,8%	3,2%
Statsinflationsobl. Globale:	2,0%	4,2%	6,1%	17,9%	-9,7%	5,3%	14,5%
Emerging Markets obl.	6,4%	10,6%	-4,7%	7,7%	-14,4%	12,2%	1,3%
Nykredit Realkreditindeks:	1,7%	3,8%	-0,3%	5,2%	0,9%	4,3%	6,3%

Afkast:	Juni	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Dollar:	0,6%	-1,7%	10,3%	11,4%	-4,1%	-1,9%	3,2%
Yen:	8,0%	13,3%	9,4%	-0,4%	-26,5%	-13,8%	8,0%
Pund:	-9,3%	-13,3%	6,0%	5,9%	-2,2%	2,1%	2,4%

Afkast:	Juni	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Optimal Stabil	0,1%	2,0%	2,0%	9,2%	6,1%*	12,4%*	3,0%*
Optimal VerdensIndex	0,1%	1,6%	4,8%	11,2%	6,4%	9,6%	2,2%
Optimal Livscyklus 2030-	-0,5%	0,1%	5,1%	11,1%	11,6%*	13,4%*	-0,5%*

Note: Historiske afkast \*=Benchmark

Som tidligere omtalt var europæiske aktier de store tabere i juni, mens Emerging Markets aktiver vandt på forventningen om en mere lempelig politik fra den amerikanske centralbank og stabiliserende råvarepriser på et højere niveau. Det er efterhånden svært at finde attraktive obligationstyper, men vi ser stadig værdi i Emerging Markets obligationer, danske realkreditobligationer, Højrente obligationer og virksomhedsobligationer fra USA.

Lavere risiko med færre aktier er indtil videre stadig blevet belønnet i 2016. For hele 2016 tror vi fortsat på moderate positive afkast i alle vores 3 afdelinger.

Vi vil som altid gerne fremtidssikre afdelingerne bedst muligt. De vedvarende historisk lave niveauer gør derfor, at vi for en sikkerheds skyld bibeholder en lavere rentefølsomhed end benchmark, så vi er mere robuste ved evt. stigende renter. Vi bibeholder ligeledes en undervægt af USD i forhold til EUR og DKK, da dollaren stadig er dyr set på 10 års sigt, således at vi er mere robuste, hvis euro skulle stige i forhold til dollaren i fremtiden.

I ønskes alle en fortsat god sommer!

Med venlig hilsen

Karsten Hannibal, Partner i Optimal Invest