

Kvartalsrapport

2. kvartal 2016

RESUME

Økonomiske udsigter

Mens det viste sig at den økonomiske vækst i mange lande har været lidt højere end ventet i 1. kvartal 2016, har fremgangen i den økonomiske vækst til gengæld været lidt lavere end ventet i slutningen af 2. kvartal 2016 i både USA og Europa. OECD nedjusterede i juni vækstforventningerne til den økonomiske vækst i verdensøkonomien, så der nu i 2016 forventes et uændret væksthiveau i forhold til 2015 omkring de 3,0%. Dermed var der lagt op til, at det beherskede opsving i verdensøkonomien vil fortsætte gennem 2016 også. Udfaldet af den britiske EU afstemning den 23. juni 2016 har imidlertid skabt frygt for, hvorvidt den europæiske økonomi og verdensøkonomien kan risikere at blive ramt af en større nedtur. De umiddelbare vurderinger er, at den europæiske økonomi vil opleve en økonomisk vækst i 2016, der er ca. 0,1 - 0,2% point lavere end hidtil antaget og 0,1 - 0,3% point lavere i 2017. Modsat engelsk økonomi som måske kan se en økonomisk vækst, der er op imod 2% point lavere i 2017. Disse estimater er dog behæftet med stor usikkerhed, men der er umiddelbart ikke nogen grund til at frygte, at vi står over for en større økonomisk nedtur som følge af resultatet af afstemningen.

Det er vores vurdering, at der for nærværende ikke er behov for at ændre på investeringsstrategien. Politisk risiko har der altid været, og det vil der også altid være, når man fremover foretager en investering. Derfor er det vigtigt, at man som investor får lagt den rette risikoprofil, så man kan tåle de uforudsete begivenheder. Med den forøgede opmærksomhed der er på politikerne i øjeblikket, og med et amerikansk præsidentvalg til efteråret, forventer vi, at de store udsving på de finansielle markeder også vil fortsætte i den resterende del af 2016.

Aktiemarkedet

Det er vores forventning, at aktier kan give et fornuftigt afkast i de kommende år, hvis man investerer i kvalitetsselskaber, men investorerne må indstille sig på, at der fortsat vil forekomme store kursudsving, og den uklare politiske situation i Storbritannien er med til at forstærke dette billede på kort sigt.

Obligationsmarkedet

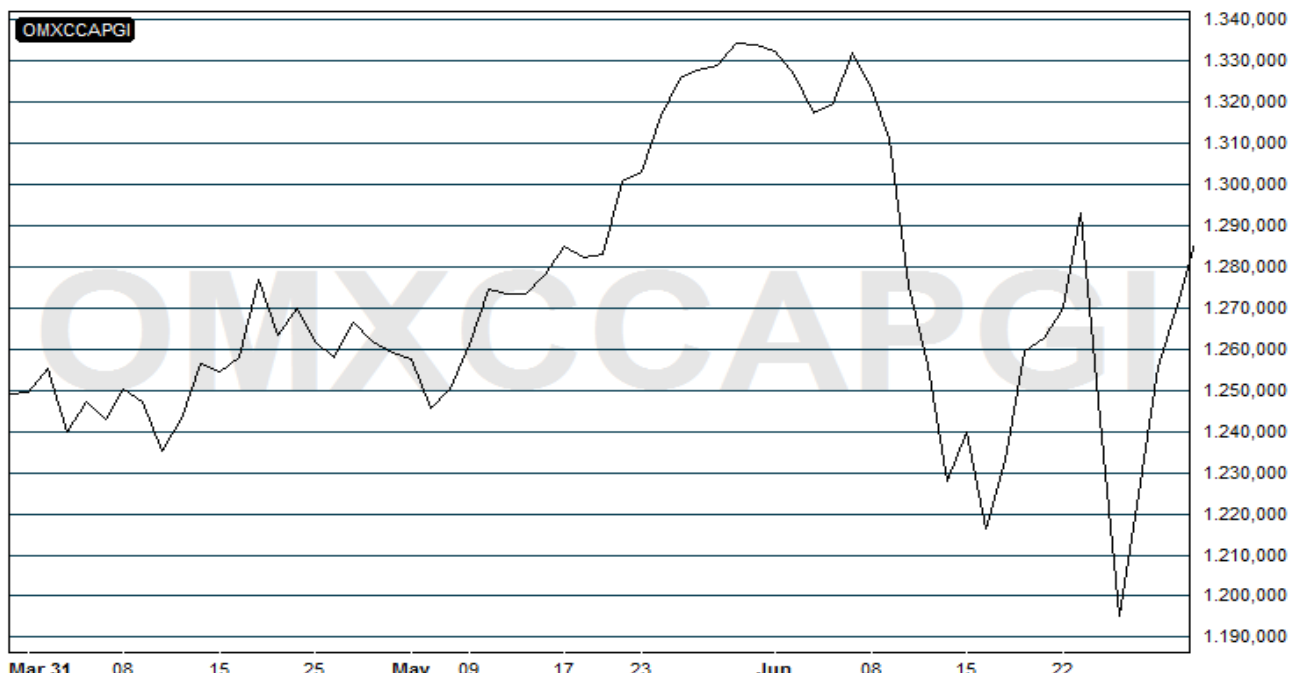
Vi anbefaler en mere forsigtig tilgang til renterisikoen i obligationsporteføljen, hvor kun en mindre del placeres i lange realkreditobligationer. Kreditspændene på både virksomheds- og højrenteobligationer vurderer vi stadig at være attraktive, hvorfor vi anbefaler at have placeret en andel af obligationsporteføljen i denne type obligationer.

Udviklingen på de finansielle markeder i 2. kvartal 2016

Udvikling i 2. kvartal 2016					
Aktieindeks	Værdi	Værdi	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2016
	31.03.16	30.06.16			
OMX CGI	1.151,76	1.167,22	15,46	1,34%	-3,59%
OMXC Cap. GI	1.249,04	1.270,70	21,66	1,73%	-1,57%
MSCI World All Countries	1.668,73	1.729,24	60,51	3,63%	-0,99%
MSCI USA*	12.809,59	13.383,93	574,34	4,48%	0,51%
MSCI Europa*	9.648,29	9.461,24	-187,05	-1,94%	-9,02%
MSCI Japan*	17.034,54	17.594,63	560,09	3,29%	-8,27%
*opgjort i DKK ex. udbytte					
Renteudvikling i Danmark	Rente	Rente	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2016
	31.03.16	30.06.16			
Rente på indskudsbeviser	-0,65	-0,65	0,00	-0,13%	-0,31%
4% STAT 2017	-0,34	-0,63	-0,29	0,19%	0,09%
3% STAT 2021	-0,09	-0,36	-0,27	1,18%	3,33%
4,5% STAT 2039	0,94	0,48	-0,46	8,80%	20,73%
3,5% NYK 2044	3,11	3,07	-0,04	0,62%	3,03%
EFFAS 1-5**				0,52%	1,12%
Valutakurser	Værdi	Værdi	Ændring i 2.kvt.	Afkast i 2.kvt.	Afkast i 2016
	31.03.16	30.06.16			
USD/DKK	6,54	6,70	0,16	2,39%	-1,89%
EUR/DKK	7,45	7,44	-0,01	-0,16%	-0,31%
JPY/DKK	0,058	0,065	0,007	12,07%	14,04%

Aktiemarkedet

Det forgangne kvartal har lige som 1. kvartal 2016 været præget af store kursudsving. I 2. kvartal 2016 var det den britiske EU afstemning, der satte sit præg på aktiemarkedet. Først steg aktierne i takt med, at det så ud som om, at briterne ville forblive i EU, dernæst faldt de, da meningsmålingerne pludselig vendte hen imod et "leave EU" for derefter at stige igen lige inden afstemningen for så igen at falde ca. 8% i de 2 første handelsdage efter afstemningen, hvorefter aktierne genvandt en del af det tabte igen lige inden kvartalsafslutningen. Så juni var lidt af en rutsjebane tur på aktiemarkedet (se graf nedenfor), men når man ser på de samlede afkast, er det danske aktieindeks OMXC cap GI faktisk steget med 1,73% i det forgangne kvartal, og verdensindekset er steget med 3,63%, målt i DKK, mens de europæiske aktier er faldet med beskedne 1,94% også målt i DKK. De amerikanske aktier har klaret sig bedst i skemaet oven for med en stigning på 4,48% målt i DKK, godt hjulpet af en stigning på 2,39% på den amerikanske dollar over for danske kroner. Dermed har 2. kvartal 2016 udviklet sig fornuftigt afkastmæssigt, hvis man som dansk investor har haft en portefølje af aktier, der har været investeret i en blanding af globale og danske aktier, og man har beholdt sine aktier gennem hele kvartalet og ikke er blevet skræmt af de store kursbevægelser, der har været.



Land	Aktieindeks	Afkast i DKK i Q2 2016	Afkast i DKK i 2016
Brasilien	Bovespa	17,88%	41,98%
Rusland	Micex	7,58%	16,92%
Indien	Sensex 30	6,97%	-0,34%
Kina	Shanghai	-2,94%	-21,13%

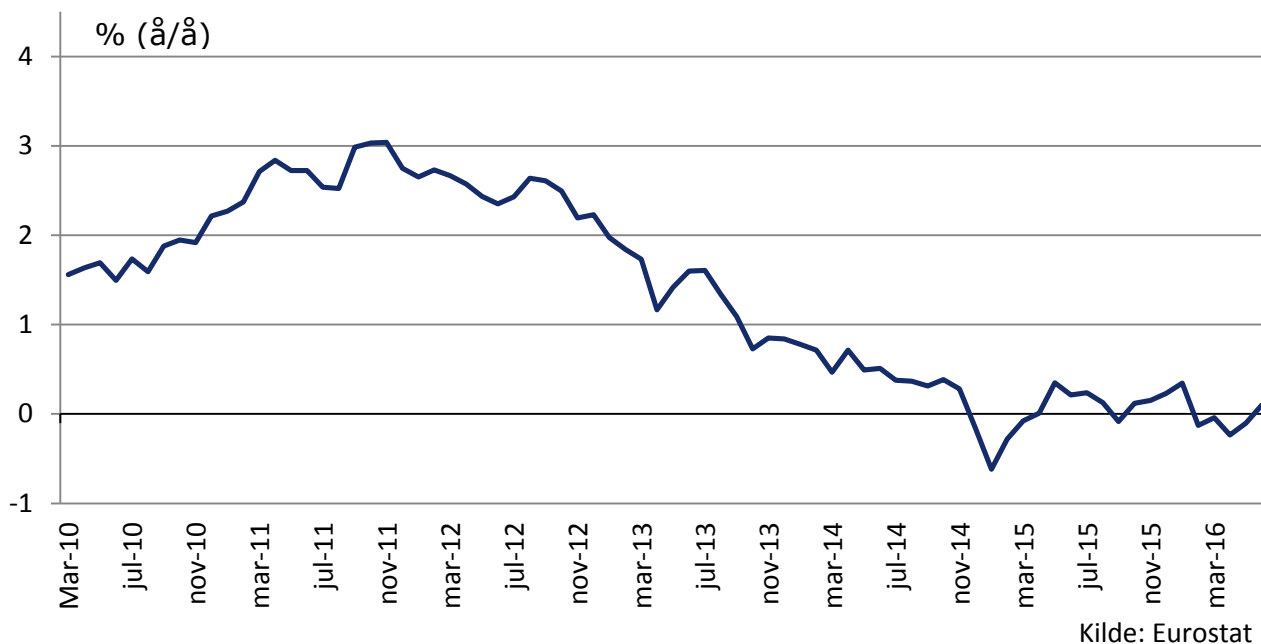
Aktiemarkedene i BRIK landene har haft en uens udvikling i 2. kvartal 2016. Således er de brasilianske aktier steget mest med hele 17,88%, målt i DKK. Det er primært en styrkelse af den brasilianske valuta, som har bidraget til det høje afkast. Investorerne har taget godt imod, at den tidligere præsident Dilma Rousseff er blevet afsat, og man nu er i gang med en retssag, hvor hun er anklaget for korruption. Dilma er blevet afløst af den tidligere vicepræsident Michel Temer, og de internationale investorer håber nu på, at der kan blive ryddet op i den omfattende korruption i Brasilien og indført de fornødne reformer, som kan sikre, at landet igen kan opleve økonomisk fremgang. De russiske og indiske aktier er også steget pænt, målt i DKK, med en stigning på omkring 7-7,6% i det forgange kvartal, mens de kinesiske aktier fortsat har haft det svært med et fald på knap 3%, målt i DKK.

Obligationsmarkedet

Det britiske EU valg har også sat sit præg på obligationsmarkedet i det forgangne kvartal. Således er de i forvejen meget lave renteniveauer blevet endnu lavere, hvilket har givet pæne obligationsafkast på specielt de lange obligationer. Således har afkastet været på 0,19% p.a. på den korte statsobligation 4% STAT 2017, mens den lange statsobligationen 4,5% STAT 2039 har givet et afkast på 8,80% i 2. kvartal 2016, og benchmarkindekset EFFAS 1-5 har givet et afkast på 0,52% i samme periode. Det seneste rentefald har resulteret i, at den effektive rente pr. 30.06.2016 på 3% STAT 2021 er faldet til -0,36%, og tilsvarende er den effektive rente på 4,5% STAT 2039 nu blot på 0,48%. Så en investor, der køber 4,5% STAT 2039, kan i de næste 23 år forvente at få et afkast på 0,48% p.a. Hvis man antager, at der betales ca. 50% i skat af afkastet svarer det til, at der blot er et afkast på 0,24% p.a. efter skat i de næste 23 år. Der er således ikke meget plads til nogen form for inflation i de næste 23 år, hvis investor skal forvente at bibeholde sin købekraft ved en sådan investering! Betragter man inflation i EU området, var denne 0,1% p.a. i juni 2016 sammenlignet med samme periode året før, og ser man på kerneinflationen

(prisstigninger uden fødevarer og energi), var der i juni 2016 tale om en stigning på 0,9% p.a. i samme periode.

Inflationen i Euroområdet



Valutamarkedet

Valutamarkedet har også været præget af udfaldet af den britiske EU afstemning. Det britiske pund er faldet omkring 7% over for DKK og EUR, men både euro og danske kroner er blevet svækket over for mange andre landes valutaer. Således er den amerikanske dollar steget med 2,39% over for DKK i det forgange kvartal, mens den japanske yen er steget med hele 12,07% i løbet af 2. kvartal 2016. Den japanske yen bruges som flugtvaluta, når der opstår usikkerhed, men valutaen er også blevet styrket som følge af, at den japanske centralbank indtil videre ikke har iværksat yderligere pengepolitiske lempelser, som der ellers var en forventning blandt investorerne om.

BRIK landenes valutaer har bevæget sig noget uens i det forgangne kvartal, hvor den brasilianske real er blevet styrket markant som følge af øget tiltro til en ny kommende regeringsleder. Den russiske rubel er steget i takt med, at olieprisen er steget yderligere. Den indiske og kinesiske valuta har ikke bevæget sig nævneværdigt over for DKK i 2.kvartal 2016.

Land	Valuta	Ændring i DKK i Q2 2016	Ændring i DKK i 2016
Brasilien	BRL	14,51%	19,45%
Rusland	RUB	6,45%	8,90%
Indien	INR	0,40%	-3,60%
Kina	CNY	-0,48%	-4,73%

Den økonomiske udvikling i 2. kvartal 2016

Europa

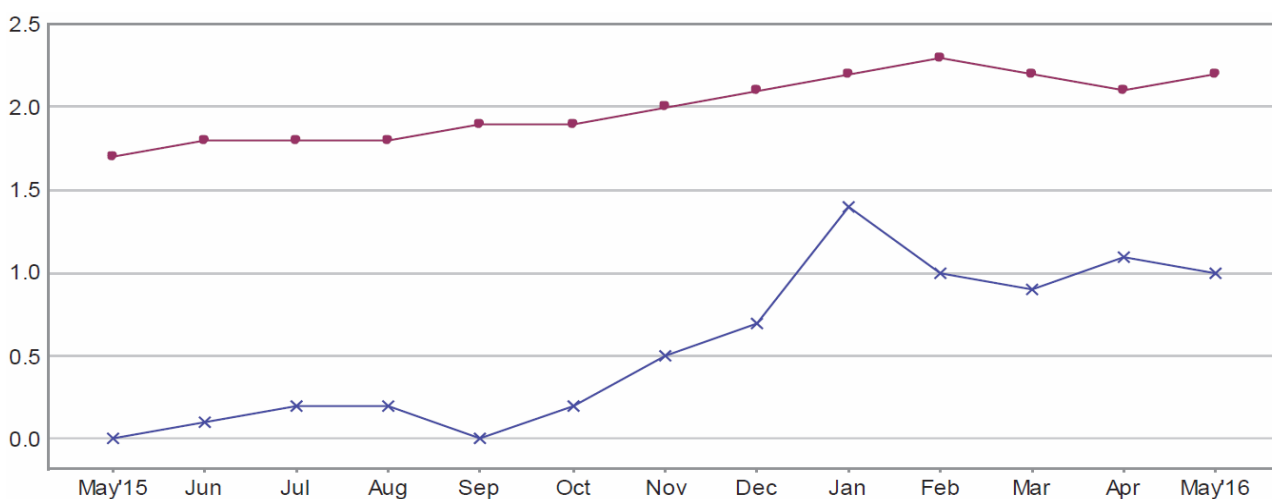
Den økonomiske vækst i den europæiske økonomi har vist sig at have været på 1,7% p.a. i 1. kvartal 2016, og dermed kom den økonomiske vækst i Europa tilbage til det niveau, som vi så før Finanskrisen. Dette er dog ca. 4 år senere end det tilsvarende skete for den amerikanske økonomi. Den økonomiske vækst i Europa forventes at have været på et lidt lavere niveau omkring de 1,5% p.a. i 2. kvartal 2016 sammenlignet med samme periode året før.

Inflationsniveauet er steget en smule, og inflationen er nu positiv igen, idet den seneste måling for inflationen var på 0,1% p.a. for juni 2016 sammenlignet med juni måned året før. Kerneinflationen, dvs. inflationen renset for prisudviklingen på fødevarer og energi, var på 0,9% p.a. i samme periode.

USA

Væksten i den amerikanske økonomi er ligesom den europæiske økonomiske vækst også blevet oprevideret en smule i 1. kvartal 2016 sammenlignet med 1. kvartal 2015 fra før 0,8% p.a. til nu 1,1% p.a.. Den økonomiske vækst forventes at være steget til et niveau omkring 2,5% p.a. i 2. kvartal 2016 sammenlignet med samme periode året før godt hjulpet af et stigende privatforbrug. De seneste arbejdsløshedstal fra USA for maj 2016 viste en meget skuffende jobskabelse, hvilket har skabt lidt frygt for, hvorvidt privatforbruget kan fortsætte fremgangen, eller om den økonomiske vækst løjer lidt af. I kombination med usikkerheden efter den britiske EU afstemning har dette resulteret i, at den amerikanske centralbank ikke forventes at hæve renten yderligere på den korte bane, og en evt. yderligere renteforhøjelse sandsynligvis er udskudt til sidst på året eller senere, medmindre inflationen skulle stige kraftigt.

Inflationen har været på 1,0% p.a. i maj 2016 sammenlignet med maj 2015, men tages der udgangspunkt i kerneinflationen, er inflationen i USA på et niveau på 2,2% p.a. for maj 2016 sammenlignet med samme måned året før. Kerneinflationen synes i de senere måneder at have stabiliseret sig omkring dette niveau, hvilket ikke er alarmerende for den amerikanske centralbank, som, hvis dette niveau kan fastholdes, dermed kan fortsætte den lempelige pengepolitik.



Kilde: BLS (Bureau of Labor Statistics)



Inflation



Kerneinflation

Japan

Den økonomiske vækst i den japanske økonomi har også vist sig at være bedre end forventet i 1. kvartal 2016, endda væsentlig bedre end forventet. Således var den økonomiske vækst på 1,7% p.a. i 1. kvartal 2016 sammenlignet med 1. kvartal 2015, hvilket er mere end 1% point højere end forventet. Baggrunden for stigningen skyldes en uventet høj fremgang i både privatforbruget, eksporten og det offentlige forbrug. Den pæne fremgang i den økonomiske vækst forventes dog ikke at være fortsat i 2. kvartal 2016, hvor der forventes at have været en lidt lavere økonomisk vækst.

Inflationen har desværre udviklet sig i den forkerte retning i Japan, idet den nu igen er negativ. Både den samlede japanske inflation og kerneinflationen var i maj 2016 -0,4% p.a. sammenlignet med samme periode året før, hvilket er langt fra den japanske centralbanks (Bank of Japan forkortet BOJ) mål omkring de 2,0% p.a., hvilket givet vis igen vækker bekymring hos BOJ, men med de seneste stærke væksttal in mente, har BOJ valgt en lidt mere afventende holdning og ikke bare straks iværksat yderligere pengepolitiske stimuli. Den afventende holdning har så til gengæld været en stærk medvirkende årsag til, at den japanske yen er steget pænt i 1. halvår af 2016, hvilket kan føre til, at BOJ så lemper pengepolitikken igen i 2. halvår af 2016, idet en stærkere yen kan bremse opsvinget i den japanske økonomi.

BRIK landene

Brasilien

Det forgangne kvartal har været et begivenhedsfuldt kvartal, idet præsident Dilma Rousseff er blevet afsat, og der er indledt en rigsretssag mod hende, som forventes afsluttet i august. Samtidig er den tidligere vicepræsident, Michel Temer, blevet udnævnt som fungerende præsident. Som tidligere nævnt har dette medført begejstring på de finansielle markeder, hvor både aktier og i særdeleshed valutaen er blevet styrket yderligere. Rent økonomisk er der også en del at tage fat på, idet den økonomiske vækst har været på -5,4% p.a. i 1. kvartal 2016 sammenlignet med samme kvartal året før, og den økonomiske vækst forventes at have været på -4,0% p.a. i 2. kvartal 2016 sammenlignet med 2. kvartal 2015. Der er således tale om en meget betydelig nedtur i den brasilianske økonomi, om end accelerationen i nedturen er aftagende.

Inflationen i Brasilien befinder sig stadig på et meget højt niveau, idet denne var på 9,3% p.a. i maj 2016 sammenlignet med samme måned året før. Der er imidlertid tale om et fald i inflationsniveauet, idet inflationen var over 10% p.a. i starten af 2016. Hvis den brasilianske valuta (real) kan fastholde den aktuelle styrkelse, kan inflationen forventes at falde yderligere i 2016, hvilket vil skabe grobund for, at den brasilianske centralbank kan sænke den ledende rente, Selic renten, fra det nuværende høje niveau på 14,25%, hvilket vil fremme den økonomiske vækst i landet, som der er så hårdt brug for.

Rusland

Den økonomiske tilbagegang i den russiske økonomi har vist sig at være mindre end tidligere frygtet. Således blev væksten i den russiske økonomi på -1,2% p.a. i 1. kvartal 2016 sammenlignet med 1. kvartal 2015, hvilket er 0,8% point højere end forventet. I 2. kvartal 2016 forventes den russiske økonomi at have været på -0,8% p.a. sammenlignet med samme periode året før. Inflation har i de senere måneder stabiliseret sig omkring et niveau på 7,3% p.a., hvilket også var niveauet for seneste måling for maj 2016 sammenlignet med samme måned året før. Hvis inflationen aftager yderligere, er der basis for, at den russiske centralbank kan fortsætte med at nedsætte den ledende rente fra det nuværende niveau på 10,5%. Centralbanken nedsatte i juni 2016 renten med 0,5% p.a., og er der udsigt til en yderligere aftagende inflation i kombination med en stabil rubel, er der nok ingen tvivl om, at der vil følge yderligere rentenedsættelser.

Indien

Indien kan melde sig i rækken af lande, som har vist sig at have haft en lidt højere vækst i 1. kvartal 2016 end tidligere forventet. Således voksede den indiske økonomi med 7,9% p.a. i 1. kvartal 2016 sammenlignet med samme periode året før, hvilket var ca. 0,3% point højere end tidligere forventet. Den økonomiske vækst forventes at have været omkring 7,7% p.a. i 2. kvartal 2016 sammenlignet med samme periode året før.

Inflationen har været lidt stigende i Indien i de senere måneder, og seneste måling for maj 2016 viste en stigning på 6,6% p.a. sammenlignet med samme periode året før. I januar 2016 viste den tilsvarende måling et inflationsniveau på 5,9% p.a. Stigningen i inflationen skyldes i høj grad stigende fødevarerpriser, som indgår med hele 45% i det samlede inflationsmål.

Kina

Den økonomiske vækst i Kina landede på 6,7% p.a. i 1. kvartal 2016 sammenlignet med samme kvartal året før. Dette var lidt højere end forventet, idet flere af nøgletallene i den kinesiske økonomi pegede på et lavere væksthiveau. Den kinesiske regering iværksatte en række økonomiske tiltag i løbet af 1. kvartal og i begyndelsen af 2. kvartal 2016, herunder øgede infrastruktur investeringer, hvilket sandsynligvis har resulteret i, at den økonomiske vækst i den kinesiske økonomi har været omkring 6,9% p.a. i 2. kvartal 2016 sammenlignet med samme kvartal året før.

Den kinesiske inflation synes at have stabiliseret sig på et niveau omkring de 2%, idet inflationsmålingen for maj 2016 viste en stigning på 2,0% p.a., og målingen for juni 2016 forventes at udvise en stigning på 1,9% p.a., begge set i forhold til de samme måneder året før. Dermed er der ikke noget inflationspres i den kinesiske økonomi, og den kinesiske centralbank kan dermed lempe pengepolitikken yderligere, hvis de skulle være behov for dette.

Samlet omkring den økonomiske udvikling i 2. kvartal 2016

Mens det viste sig at den økonomiske vækst i mange lande har været lidt højere end ventet i 1 kvartal 2016, har fremgangen i den økonomiske vækst til gengæld været lidt lavere end forventet i slutningen af 2. kvartal 2016 i både USA og Europa. Dermed ser det umiddelbart ud til, at verdensøkonomien vil fortsætte sin beherskede fremgang med et væksthiveau i 2016 på nogenlunde samme niveau som i 2015. Den britiske EU afstemning med en efterfølgende forventet britisk udtræden af EU, har dog skabt en større usikkerhed omkring, hvordan specielt den europæiske økonomi vil udvikle sig i den nærmeste fremtid.

Forventninger

Økonomiske nøgletal						
	2015r		2016e		2017e	
Region	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation	BNP Vækst	Inflation
USA	2,40%	0,10%	2,00%	1,60%	2,10%	1,60%
Euroland	1,60%	0,00%	1,50%	0,20%	1,40%	1,00%
Japan	0,50%	0,80%	1,00%	0,40%	0,60%	0,40%
Danmark	1,00%	0,50%	0,90%	0,50%	1,00%	1,20%
Brasilien	-3,80%	9,00%	-3,50%	7,50%	0,00%	6,00%
Rusland	-3,60%	15,00%	-1,00%	8,00%	1,00%	5,50%
Indien	7,50%	5,00%	7,60%	6,50%	7,30%	6,00%
Kina	6,80%	1,70%	6,60%	2,00%	6,40%	2,30%

Kilde: Dansk FI

Brexit – hvad betyder det for investeringsstrategien?

Det store spørgsmål er imidlertid, hvad betyder det økonomisk, når Storbritannien forlader EU? Skal der ændres på investeringsstrategien på denne baggrund? Hvis vi starter med at se på Storbritanniens andel af verdensøkonomien, så udgør denne ca. 3,5%. Hvis vi ser på EU landenes eksport til Storbritannien så udgør denne ca. 7% af deres samlede eksport, mens Storbritannien eksporterer ca. 44% af deres eksport til EU landene. Storbritannien har således mere brug for EU end omvendt, og med en så lille betydning for verdensøkonomien vil rystelser i den britiske økonomi sandsynligvis ikke få nogen større effekt på den samlede verdensøkonomi. De største rystelser vil umiddelbart ramme briterne selv, mens det øvrige Europa kun vil blive ramt økonomisk i et mindre omfang. De umiddelbare vurderinger er, at den europæiske økonomi vil opleve en økonomisk vækst i 2016, der er ca. 0,1 - 0,2% point lavere end hidtil antaget, medens væksten vil være 0,1 - 0,3% point lavere i 2017. Modsat engelsk økonomi som måske kan se en økonomisk vækst, der er op imod 2% point lavere i 2017. Det skal dog bemærkes, at disse estimater er behæftet med stor usikkerhed, da der reelt ikke er nogen, som ved hvad den præcise effekt vil være, idet effekten er meget afhængig af, hvad der sker politisk i den nærmeste fremtid. Både den amerikanske og europæiske centralbank vil naturligvis følge udviklingen meget nøje, og der er nok ingen tvivl om, at den amerikanske centralbank ikke ønsker at sætte renten yderligere op i den nærmeste fremtid, før den har en sikker forvisning om, at væksten i den amerikanske økonomi ikke bliver nævneværdigt negativt påvirket af den britiske afstemning. Den europæiske centralbank vil sandsynligvis være klar med endnu flere pengepolitiske lempelser, hvis det viser sig, at væksten i den europæiske økonomi er på vej til at blive synligt negativt påvirket af den britiske afstemning. Dermed er der lagt op til, at renterne forventes at forblive på et lavt niveau i endnu længere tid end tidligere antaget. Dette afspejler sig allerede i de nuværende obligationskurser, hvor eksempelvis den 10 årige tyske statsrente aktuelt handles til en negativ rente på 0,19% og den tilsvarende danske statsrente handles til en effektiv rente på 0,02%. Det er vores vurdering, at den forøgede usikkerhed i høj grad allerede afspejler sig i de nuværende renteforventninger.

Den reelle risiko ved den britiske afstemning er, hvis der opstår krav om EU afstemninger i andre europæiske lande, og hele EU og europrojektet ender med at falde til jorden. Derfor er det vigtigt at følge, hvordan de politiske udmeldinger bliver hen over sommeren. Storbritannien har endnu ikke formelt meldt sig ud af EU, idet den afgående Premierminister David Cameron har valgt, at det skal være hans afløser, som formelt skal gøre dette. Camerons afløser skal findes senest den 9. september. Når afløseren har indgivet en udmeldelsesbegæring, skal der indledes forhandlinger mellem EU og

Storbritannien om, hvilken aftale der fremadrettet skal gælde, hvilket kan tage op til 2 år. Ved den afholdte afstemning, var der flertal i både Nordirland og Skotland for at forblive i EU, hvilket begge lande har sagt, at det vil de kæmpe for. For at gøre sagen endnu mere speget, er den britiske afstemning ikke juridisk bindende men kun vejledende, så det kan ikke udelukkes, at ender det også med et parlamentsvalg i Storbritannien, hvor valgtemaet bliver EU, kan det måske ende med, at der aldrig når at komme nogen formel britisk udmeldelse af EU. De seneste dages begivenheder, hvor flere af frontfigurerne for "leave" siden er begyndt at trække sig fra deres politiske poster, bl.a. Nigel Farages fra UK Independence Party, gør ikke spekulationerne mindre om, hvorvidt det kan ende med endnu en politisk afstemning i Storbritannien omkring EU medlemskabet.

Det er samtidig meget vigtigt at følge, hvordan de europæiske politikere håndterer forhandlingerne med Storbritannien. Hvis EU formår at holde en fast og stram linje over for Storbritannien, kan det være med til at afskrække andre lande for at ville afholde en afstemning, og samtidig kan sammenholdet omkring en fælles "fjende" være med til at rykke de andre EU lande endnu tættere sammen, så det rent faktisk kan ende med at blive et stærkere EU, som bliver konsekvensen af det britiske "nej".

Det ser således umiddelbart ud som om, at det britiske "nej" sandsynligvis kun får en begrænset negativ effekt på den europæiske økonomi, og at effekten på hele verdensøkonomien er yderst begrænset, mens det er Storbritannien selv, det går hårdest ud over, forudsat at de andre EU lande fortsat kan stå sammen og håndtere forhandlingerne med Storbritannien med fast hånd. Det kan endda ende med, at Storbritannien aldrig når at melde sig formelt ud, men det er vigtigt at følge de politiske udmeldinger tæt i de kommende måneder.

På baggrund af ovenstående er det vores vurdering, at der for nærværende ikke er behov for at ændre den valgte investeringsstrategi. Politisk risiko har der altid været, og det vil der også altid være, når man fremover foretager en investering. Derfor er det vigtigt, at man som investor får lagt den rette risikoprofil, så man kan tåle de uforudsete begivenheder, der med jævne mellemrum indtræffer på de finansielle markeder og resulterer i kortsigtede kursfald på aktiemarkederne. Med den forøgede opmærksomhed der er på politikerne i øjeblikket, og med et amerikansk præsidentvalg til efteråret, forventer vi, at de store udsving på de finansielle markeder også vil fortsætte i den resterende del af 2016.

Økonomi

OECD nedjusterede inden den britiske folkeafstemning væksten i verdensøkonomien, så der nu forventes en uændret økonomisk vækst i verdensøkonomien på 3,0% i 2016, hvilket er samme vækstniveau, som det i 2015 realiserede. OECD er ikke kommet med nogen prognoser efter den britiske afstemning, men de vil givet vis også konkludere, at usikkerheden omkring vækstniveauet i både 2016 og 2017 er blevet forhøjet. Dermed ser det svage økonomiske opsving i verdensøkonomien ud til at fortsætte i den nærmeste fremtid, men det positive er, at der ER tale om økonomisk fremgang og ikke det modsatte.

Real GDP, Annual percentage changes

	2014	2015	2016	2017
World ¹	3.3	3.0	3.0	3.3
United States	2.4	2.4	1.8	2.2
Euro area	1.0	1.6	1.6	1.7
United Kingdom	2.9	2.3	1.7	2.0
Japan	0.0	0.6	0.7	0.4
China	7.3	6.9	6.5	6.2
India ²	7.2	7.4	7.4	7.5
Brazil	0.1	-3.9	-4.3	-1.7

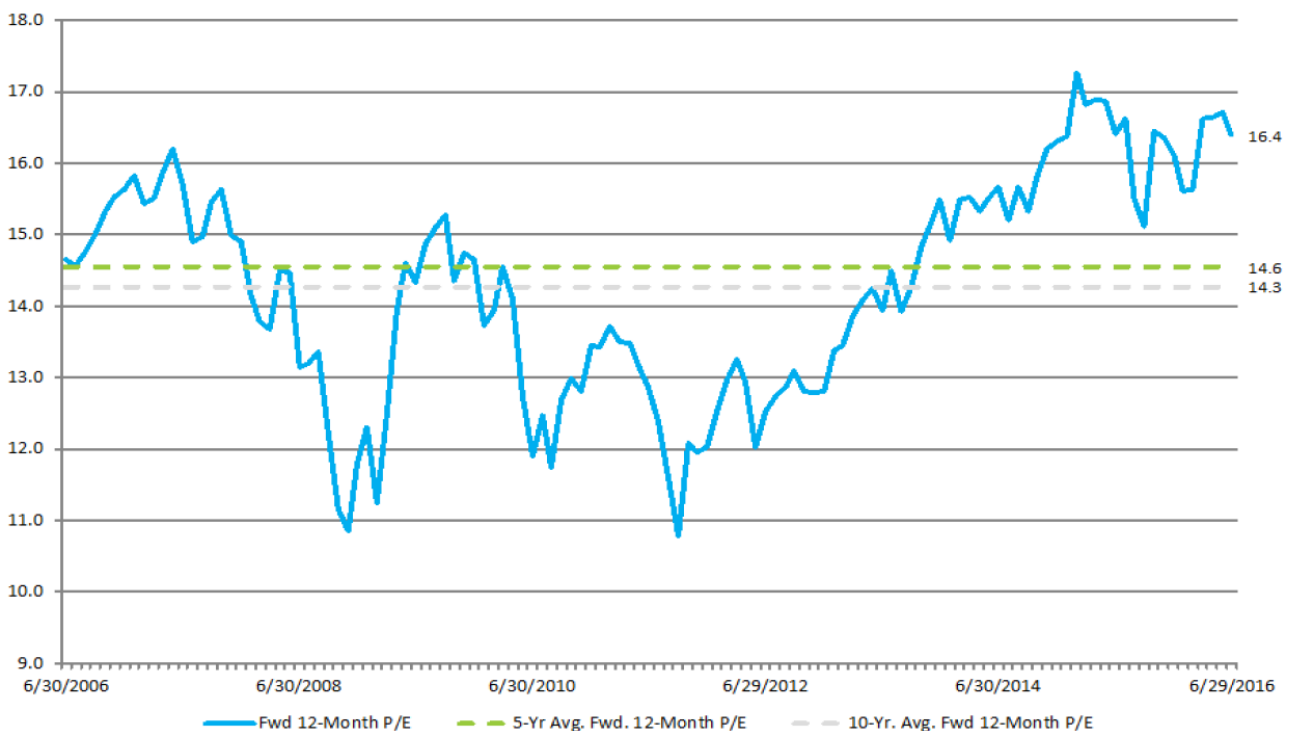
1. Moving nominal GDP weights using purchasing power parities. 2. Fiscal years starting in April.
Source: OECD June 2016 Economic Outlook database.

Aktier

Hvis man betragter nedenstående graf, som illustrerer hvilket PE niveau (price earning - angiver hvad investor betaler for 1 kr. overskud), de amerikanske selskaber i S&P 500 indekset handles til ud fra den indtjening, som analytikerne forventer, at selskaberne vil realisere i de kommende 12 måneder. Dette tal benævnes forward 12-måneders PE niveau. Jo lavere dette tal er, desto billigere er aktierne og omvendt. Den grå vandrette stiplede linjer illustrerer, hvad de amerikanske S&P 500 selskaber i gennemsnit er blevet handlet til i de seneste 10 år. Den stiplede grønne linje illustrerer tilsvarende, hvad selskaberne i de seneste 5 år i gennemsnit er blevet handlet til. Som det fremgår af figuren, handles de amerikanske aktier aktuelt til en forward 12 måneders PE værdi på 16,4, hvilket er lidt over gennemsnittet for de seneste 5-10 år på henholdsvis 14,6 og 14,3.

Nedenstående graf viser umiddelbart, at det amerikanske aktiemarked handles lidt til den dyre side, idet aktierne, målt på P/E niveauer, handles over det historiske gennemsnit i de seneste 5 og 10 år. Hvis man ser på, hvad den effektive rente er på en obligationsinvestering, handles den amerikanske 10 årige statsrente i øjeblikket til 1,33%, hvilket i aktietermer svarer til en P/E værdi på en 10 årig amerikansk statsobligation på 75. Selskabsindtjeningen i S&P 500 indekset har historisk svinget, men underliggende har der været en stigende tendens over tid, så ved en uændret kurs på S&P 500 indekset (P er uændret i P/E brøken), vil P/E niveauet på aktieindekset således forventes at falde over tid idet "E" i P/E brøken forventes at stige over tid. Men når man køber en statsobligation, gør man det til en fast effektiv rente, dvs. at "E" i P/E brøken er fast. Ser man på en dansk 23 årig statsobligation, 4,5% STAT 2039, handles denne aktuelt til en effektiv rente på 0,48% p.a., hvilket svarer til et P/E niveau på 208. Så ser vi på prisfastsættelsen af aktier kontra obligationer, virker aktierne faktisk til at være prisfastsat til den lave side!

S&P 500 Forward 12-Month P/E Ratio: 10 Years
(Source: FactSet)



Kilde: Factset.com

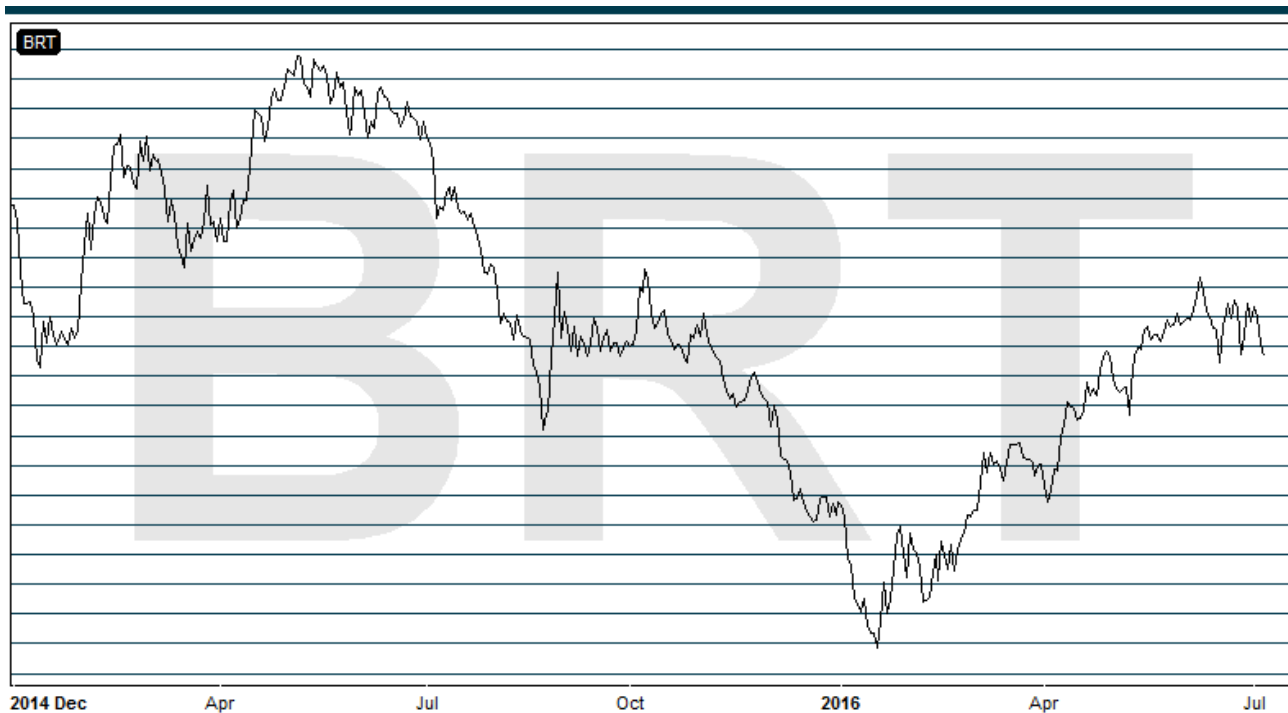
Vi er af den overbevisning, at langt de fleste selskaber kun vil opleve en meget begrænset effekt på deres samlede omsætning og indtjening, og når dette sandsynligvis bliver bekræftet i selskabernes regnskaber i løbet af 2. halvår af 2016, vil Brexit frygten gradvist aftage på aktiemarkedet. Det er svært at se, hvordan eksempelvis Novo Nordisk afsætning af insulin skulle blive nævneværdigt påvirket af det britiske ”nej”? Det man som aktieinvestor skal huske på er, at når man køber en aktie, køber man en ejerandel i en virksomhed, og dermed får man andel i virksomhedens fremtidige indtjening. Er de langsigtede indtjeningsmuligheder ændret ved det britiske ”nej”? For langt de fleste virksomheder er det vores klare overbevisning, at svaret er ”nej”.

Det er vores forventning, at aktier kan give et fornuftigt afkast i de kommende år, hvis man investerer i kvalitetsselskaber, men investorerne må indstille sig på, at der fortsat vil forekomme store kursudsving undervejs, og det uklare politiske situation i Storbritannien efter EU afstemningen, er med til at forstærke dette billede på den korte bane.

Obligationer

Efter det seneste rentefald oven på den britiske EU afstemning hvor den 10 årige og 23 årige danske statsrente nu handles til en effektiv rente på henholdsvis 0,02% og 0,48%, er der efter vores vurdering indeholdt en stor portion skepsis omkring den fremtidige økonomiske vækst og inflationsforventninger i specielt den europæiske økonomi. Der er ingen tvivl om, at den usikre politiske situation i Storbritannien har forøget usikkerheden, og der reelt ikke er nogen entydig konklusion på, hvad det kommer til at betyde for den økonomiske vækst i Europa, men de fleste prognoser peger i retning af en 0,1 - 0,2% point lavere vækst i Euroland i 2016 og mellem 0,1 - 0,3% point lavere vækst i 2017. Set i lyset af, at den økonomiske vækst i Euroland var omkring 1,5 - 1,7% p.a. i årets første 2 kvartaler, er der således ikke tale om, at den europæiske økonomi skulle være på vej i recession, men det tyder i stedet på en lidt lavere vækst. Derfor virker de nuværende meget lave renteniveauer umiddelbart som en overreaktion, og de skal nok tolkes i retning af, at det mere er investorenes frygt for usikkerheden, end det bunder i reelle dystre økonomiske udsigter.

Inflationen har siden sommeren 2014 været holdt godt nede af kollapset i olieprisen, men betragter man prisudviklingen i olieprisen i grafen nedenfor (her udtrykt ved brint i usd), kan man se, at olieprisen i sensommeren når en oliepris, der også var gældende for 1 år siden, hvis ellers at olieprisen holder det nuværende niveau. Det betyder, at olieprisen fra sensommeren ikke længere vil trække inflationen ned, og i slutningen af året og i begyndelsen af det nye år kan olieprisen i stedet forventes at bidrage positivt til det samlede inflationsniveau. Dermed kan det forventes, at det samlede inflationsniveau i både USA og Europa vil nærme sig niveauet for kerneinflationen, hvilket aktuelt er omkring de 0,9% p.a. i Europa og 2,1% p.a. i USA. Set i det lys forekommer det nuværende meget lave renteniveau i både Europa og USA uholdbart, medmindre der kommer et uventet chok til den økonomiske udvikling.



Derfor anbefaler vi en mere forsigtig tilgang til renterisikoen i obligationsporteføljen, hvor kun en mindre del placeres i lange realkreditobligationer. Kreditspændene på både virksomheds- og højrenteobligationer vurderer vi stadig at være attraktive, hvorfor vi anbefaler at have placeret en andel af obligationsporteføljen i denne type obligationer.

5. juli 2016

Dansk Formue- & Investeringspleje A/S,
Fondsmæglerselskab

Nærværende kvartalsrapport kan ikke erstatte den rådgivning, der gives i Dansk Formue- & Investeringspleje A/S, Fondsmæglerselskab. Rapporten er således ikke en opfordring til at købe eller sælge værdipapirer. Selskabet påtager sig heller ikke noget ansvar for rapportens rigtighed eller fuldkommenhed, selvom rapporten naturligvis er søgt sikret et korrekt og retvisende indhold. Selskabet påtager sig ikke noget ansvar for eventuelle tab, der følger af værdipapirhandler foretaget på baggrund af kvartalsrapporten. Citeres der fra kvartalsrapporten, skal dette ske med kildeangivelse og udarbejdsdato.

Dansk Formue- & Investeringspleje A/S, Fondsmæglerselskab

Telefon 46 30 40 70 - www.danskfi.dk

Roskilde – Vejle - Aarhus

