

# PFA INVEST

## NYHEDSBREV - AUGUST 2015





## MARKEDSKOMMENTAR – AUGUST 2015

### Positive afkast indenfor såvel aktier som obligationer i juli

Juli var en positiv måned for afdelingerne understøttet af stigende kurser både på aktie- og obligationsmarkedet. Bedst klarede aktiemarkedene i Europa sig med afkast på 4%, herunder det danske aktiemarked med afkast på 6%. De høje afkast er ikke mindst en konsekvens af, at bekymringerne om den græske gældssituation klingede af, og det smittede også positivt af på obligationsmarkedene i Italien og Spanien. Amerikanske aktier havde ligeledes en positiv måned, trukket op af pæne regnskaber ikke mindst indenfor tech-sektoren. Danske obligationer har givet små positive afkast, mens udenlandske statsobligationer har givet op mod 2%.

### Eufori afløst af bekymringer ...

I første kvartal var det *euforien*, der drev aktiekurserne op. Men siden har det i højere grad været *bekymringerne*, der har stået i kø: Krisen i Grækenland, frygten for en hård landing i Kina og udsigten til den første amerikanske renteforhøjelse siden finanskrisen.

Mens den græske krise synes at have fundet et passende leje i investorernes bevidsthed og ikke længere kaster lange skygger over markederne, tiltrækker de to andre og "tungere" emner sig nu noget mere opmærksomhed.

USA er verdens største og vigtigste økonomi, og det er stadig Wall Street, der sætter tonen på de finansielle markeder. Kina er den økonomi, der leverer det største vækstbidrag målt absolut til det globale BNP, og spiller dermed også en afgørende rolle for væksten i den globale økonomi.

### Fed nærmer sig den første renteforhøjelse

På det seneste rentemøde i den amerikanske centralbank, blev det bemærket, at forbedringen på arbejdsmarkedet er fortsat, og at man nu kun har brug for at se "en vis" forbedring på jobmarkedet, før renten kan hæves. Det kan allerede ske på mødet til september, hvis nøgletallene er gode nok. Derudover vil Fed også skele til udviklingen i dollaren og olieprisen. En yderligere styrkelse af dollarkursen og fald i olieprisen kan være med til at skubbe renteforhøjelsen til senere på året.

### Svag udvikling i Emerging Markets

Mens aktierne på de modne markeder har givet høje afkast i år, har afkast på Emerging Market aktier været væsentligt lavere, ikke mindst efter en meget svag juli måned. Således faldt aktiemarkedene godt 6% i juli trukket ned af kraftigt faldende råvarepriser og betydelige kursfald på det indenlandske kinesiske aktiemarked (A-aktierne). Frygten for en hård landing i Kina er atter bluset op som følge af svage vækstdata.

### Moderat vækstafmatning i Kina ventes ikke at bremse det globale opsving

Den største risiko for den globale økonomi de kommende tre til fem år er en hård landing i kinesisk økonomi. I det omfang vækstafmatningen i Kina fortsætter, vil det betyde flere lempelser af den økonomiske politik. Men det vil også føre til en mere lempelig pengepolitik i blandt andet USA og Europa, dels for at modgå effekterne af en kinesisk vækstafmatning, og dels fordi faldende råvarepriser vil fortsætte med at lægge et nedadgående pres på inflationen. Det er derfor også vores vurdering, at en fortsat *moderat* vækstafmatning i Kina ikke vil være det, der bremser opsvinget på aktiemarkedene i Europa og USA.



## AFKASTOVERSIGT 2015 - PFA INVEST

PFA INVEST AFDELINGER	Afkast Juli	Afkast 2015	Benchmark 2015	Merperformance 2015
PFA Invest Balance A	1,8%	6,9%	6,2%	0,7%
PFA Invest Balance B	2,3%	11,7%	9,6%	2,1%
PFA Invest Balance C	3,0%	0,9%	-0,3%	1,2%
PFA Invest Korte Obligationer	0,3%	-1,5%	-0,2%	-1,3%
PFA Invest Lange Obligationer	0,7%	-1,9%	-0,9%	-1,0%
PFA Invest Kreditobligationer	1,0%	8,9%	9,6%	-0,7%
PFA Invest Danske Aktier	5,5%	31,3%	27,7%	3,6%
PFA Invest Globale Aktier	3,8%	19,1%	14,7%	4,4%
PFA Invest Højt Udbytte Aktier	4,4%	18,0%	17,5%	0,5%
PFA Invest Europa Value Aktier	2,6%	18,9%	17,5%	1,4%

## AFKASTKOMMENTARER

### BALANCE A

Afdelingen har siden årets start været overvægtet aktier og undervægtet obligationer, hvilket har bidraget positivt til afkastet. På aktieallokeringen har undervægten af nordamerikanske aktier og overvægten af europæiske aktier ligeledes bidraget positivt. Danske aktier har bidraget positivt til afkastet, og på papirudvælgelsen bidrager aktieudvælgelsen også positivt til afkastet. På længere sigt har vi fortsat et positivt syn på risikofyldte aktiver og overvægter aktier i afdelingen.

Ved udgangen af juli er afdelingen fortsat overvægtet aktier og undervægtet obligationer. Aktieallokeringen er yderligere diversificeret og overvægtet i Europa og Danmark samt undervægtet Nordamerika. Obligationsallokeringen er neutral på kreditobligationer og undervægtet danske obligationer.

Afdelingen gav i juli et afkast på 1,8% og år til dato er afkastet på 6,9%, hvilket er 0,7%-point mere end benchmark.





## BALANCE B

Afdelingen har siden årets start været overvægtet aktier og undervægtet obligationer, hvilket har bidraget positivt til afkastet. På aktieallokeringen har undervægten af nordamerikanske aktier og overvægten af europæiske aktier ligeledes bidraget positivt. Danske aktier har bidraget positivt til afkastet, og på papirudvælgelsen bidrager aktieudvælgelsen også positivt til afkastet. På længere sigt har vi fortsat et positivt syn på risikofyldte aktiver og overvægter aktier i afdelingen.

Ved udgangen af juli er afdelingen fortsat overvægtet aktier og undervægtet obligationer. Aktieallokeringen er yderligere diversificeret og overvægtet i Europa og Danmark samt undervægtet Nordamerika. Obligationsallokeringen er neutral på kreditobligationer og undervægtet danske obligationer.

Afdelingen gav i juli et afkast på 2,3% og år til dato er afkastet på 11,7%, hvilket er 2,1%-point mere end benchmark.

## BALANCE C

Afdelingen har generelt været overvægtet aktier og undervægtet obligationer, hvilket har bidraget positivt til afkastet. På aktieallokeringen har undervægten af nordamerikanske aktier og overvægten af europæiske aktier ligeledes bidraget positivt. Danske aktier har bidraget positivt til afkastet, og på papirudvælgelsen bidrager aktieudvælgelsen positivt til afkastet. På længere sigt har vi fortsat et positivt syn på risikofyldte aktiver og overvægter aktier i afdelingen.

Ved udgangen af juli er afdelingen fortsat overvægtet aktier og undervægtet obligationer. Aktieallokeringen er yderligere diversificeret og overvægtet i Europa og Danmark samt undervægtet Nordamerika. Obligationsallokeringen har en lille undervægt i kreditobligationer og er også undervægtet danske obligationer.

Afdelingen gav i juli et afkast på 3% og år til dato er afkastet på 0,9%, hvilket er 1,2%-point mere end benchmark.



## KORTE OBLIGATIONER

ECBs opkøbsprogram har i årets første måneder presset rentekurver over hele eurozonen samt Danmark markant ned. I midten af april ramte 10-årige tyske statsobligationer en rente på under 10bp! Siden da er renterne i maj og juni måned steget kraftigt, men er kommet en anelse tilbage hen over sommeren. Rentekurven i juli er fladet en anelse og volatiliteten er ligeledes marginalt lavere. Kreditspændet på realkreditobligationer fortsatte ud i juli måned på trods af en aftagende udstedelsesaktivitet.

Afdelingen har været eksponeret primært mod realkreditobligationer.

Afdelingen har i 2015 leveret et afkast på -1,5%, hvilket er under niveau i forhold til benchmark.

## LANGE OBLIGATIONER

ECBs opkøbsprogram har i årets første måneder presset rentekurver over hele eurozonen samt Danmark markant ned. I midten af april ramte 10-årige tyske statsobligationer en rente på under 10bp! Siden da er renterne i maj og juni måned steget kraftigt, men er kommet en anelse tilbage hen over sommeren. Rentekurven i juli er fladet en anelse og volatiliteten er ligeledes marginalt lavere. Kreditspændet på realkreditobligationer fortsatte ud i juli måned på trods af en aftagende udstedelsesaktivitet.

Afdelingen har været eksponeret primært mod traditionelle realkreditobligationer.

Afdelingen har i 2015 leveret et afkast på -1,9%, hvilket er under niveau i forhold til benchmark.

## KREDITOBLIGATIONER

På trods af uro omkring Grækenland og yderligere svaghedstegn i amerikansk økonomi er kreditmarkedet relativt upåvirket. Investment Grade kreditspænd er kørt ud omkring 25bp i både USA og Europa, mens High Yield kreditspændet er stort set uændret i årets første syv måneder. I USA er kreditspænd på High Yield omkring 5% og i Europa omkring 3,9%, mens Investment Grade handler i omkring 125bp i både USA og i Europa. Det er fundamentalt set fair priset.

Risikoen på amerikansk High Yield er på nuværende tidspunkt større end i Europa, men det er også priset derefter. Dette skyldes primært faldende kreditkvalitet og forringede perspektiver i nyudstedelser. Der er også en forøget risiko forbundet med, at ETF'ere har overtaget en større del af flow'et. Disse High Yield ETF'ere investerer bredt i stort set alt inden for virksomhedsobligationer af lav kreditkvalitet og med lav likviditet. Hvis markedet vender, og outflows stiger og flere sælgere kommer på banen, kan det skabe store spændvidelser meget hurtigt. Vi har set begyndende tendens til pludselige frasalg. Alene i juni og juli er High Yield-kreditspænd i USA kørt ud med cirka 80bp. Det er nærliggende for investor at blive bekymret og sælge nu, men det er nødvendigt at være opmærksom på, at kreditspænd i 500bp medfører, at implicite konkursrater (breakeven konkursrater til stater) allerede nu er meget høje (~30% akkumuleret over fem år). Den største risiko i kreditmarkedet er reelt, at aktiemarkedet handler meget dyrt. Multipler er helt i top, investor skal betale en rekordhøj gennemsnitlig pris pr. aktie pr. omsat krone i virksomhederne. Dette skyldes dels, at P/E handler i den højere ende af skalaen, dels at profitmarginerne i virksomhederne er i den højere ende.

Amerikansk økonomi kan ikke følge med i dette tempo. Siden 2010/2011 og frem til i dag har vi set vedvarende aftagende vækst i amerikansk detailhandelssalg, aftagende vækst i salg af varige forbrugsgoder og industriproduktion. Indgangen af nye ordrer er nu 6% lavere i forhold til samme tidspunkt sidste år. Disse fundamentale økonomiske faktorer er ikke de eneste, der blinker recession. Amerikanske råvarepriser og regnskaber viser samme tendens. Indtjeningen i amerikanske selskaber er eksempelvis lavere pr. 2. kvartal 2015 i forhold til pr. 2. kvartal 2014.

Afdelingen er robust positioneret og primært fokuseret mod den højere ende af kreditkvaliteten.

Afdelingen har i 2015 leveret et afkast på 8,9%, hvilket er under niveau i forhold til benchmark.



## DANSKE AKTIER

Det danske aktiemarked steg 28% i de syv første måneder af 2015, hvilket er markant bedre end de brede verdensindeks. Også i juli måned steg danske aktier mere end udlandet. Det danske aktiemarked ser på papiret dyrt ud, men man skal huske, at mange ledende danske selskaber forrenter deres investerede kapital meget højt. Desuden befinder mange af selskaberne sig på markeder med monopollignende tilstande.

De største stigninger blandt de store selskaber på den danske fondsbørs i årets første syv måneder var Vestas (+66%), Novo Nordisk (+55%) og Pandora (+54%). Mange af de danske aktier er steget på grund af valuta, men den underliggende drift i selskaberne er også meget tilfredsstillende. Et godt eksempel er Pandora, der åbner nye butikker og er ved at få styr på Tyskland samt vækster godt i Kina. Novo Nordisk er blandt andet steget på grund af forventninger til deres nye insulinprodukt, Tresiba, der nu ser ud til at blive godkendt senere i 2015.

De største positive bidragsydere til merafkastet var Pandora, Coloplast og Mærsk. Største negative bidragsydere var Carlsberg, DFDS og NKT.

Afdelingen har i juli givet et afkast på 5,5% og 31,3% år-til-dato. Afdelingen har leveret et merafkast på 3,6%-point efter omkostninger år-til-dato.

## GLOBALE AKTIER

De globale aktiemarkeder steg i juli med 2,7%. Japanske aktier steg i juli med 1,3%, de nordamerikanske aktiemarkeder steg med 2,5% og Europa steg med 4%. Emerging Markets faldt med 6,1%.

Markederne var generelt positive i juli, hvor den potentielle græske gældskrise blev afværget. Europa var den bedst performende region i juli. 66% af de europæiske selskaber havde aflagt regnskab ultimo juli, hvor den aggregerede earnings surprise lød på 8,33%. USA leverede nøgletal in-line med forventningerne, og markedet forventer at Fed hæver renten på mødet i september. Ultimo juli havde 71% af S&P 500 selskaberne aflagt regnskab, hvilket resulterede i en 4,5% aggregeret earnings surprise. I Asien oplevede Kina et stortillet sell-off, hvor Shanghai-indekset blandt andet faldt med 8% på en enkelt dag på trods af intervention fra regeringens side i et forsøg på at stabilisere markedet.

Positive bidragsydere i juli var Google, Amazon og Allergan, mens Fanuc, Volkswagen og Ingersoll Rand bidrog negativt.

På sektorniveau var de største positive bidragsydere i den forgangne måned IT, Energi og Cyklisk forbrug. Største negative bidragsydere var Industri og Forsyning.

Afdelingen har i juli givet et afkast på 3,8% og 19,1% år-til-dato. Afdelingen har leveret et merafkast på 4,4%-point efter omkostninger år-til-dato.



## HØJT UDBYTTET AKTIER

De europæiske aktiemarkeder har klaret sig godt i juli måned med et afkast på 4,0% og et samlet afkast på 17,5% år til dato. Afdelingen har ligeledes klaret sig godt med et afkast år til dato, der ligger over markedsafkastet.

Året har været præget af det fortsat lave renteniveau, skabt af den europæiske centralbank ECBs opkøb af statsobligationer for at stimulere væksten i Europa. Modsat de foregående år har de europæiske selskaber over en bred kam rapporteret stigende indtjening, hvilket også understøtter den positive kursudvikling. De fleste sektorer har klaret sig godt markeds-mæssigt, hvor der kun er to sektorer, der for alvor adskiller sig med et realiseret afkast under 10%. Det er henholdsvis energi- og forsyningsselskaberne, der har været ramt af faldende olie-, råvare- og el-priser.

På porteføljeniveau er de største positive bidrag til afkastet kommet fra henholdsvis råvare- og IT sektoren, hvorimod de største negative påvirkninger kom fra finanssektoren.

Afdelingen har i juli givet et afkast på 4,4% og 18,0% år-til-dato. Afdelingen har leveret et merafkast på 0,5%-point efter omkostninger år-til-dato.

## EUROPA VALUE AKTIER

Uro om Grækenland og Kina prægede markederne. De underliggende nøgletal for økonomien i specielt Europa peger dog fortsat op, selvom det går langsomt.

Value som investeringsstil havde det svært i juli måned. På den positive side var porteføljen påvirket af Glencore (Materials), Swedish Match (stabile forbrugsgoder) samt Fresenius (sundhed). På selskabsniveau var porteføljen negativt påvirket af eksponeringen til Distribuidora Internacional (detailkæde), SKF (industri) og Ashtead (industri).

Generelt har regnskabsperioden været hård ved industriselskaberne, hvor mange har påpeget svaghed i blandt andet Latinamerika som årsag til svag udvikling.

Afdelingen har i juli givet et afkast på 2,6% og 18,9% år-til-dato. Afdelingen har leveret et merafkast på 1,4%-point efter omkostninger år-til-dato.