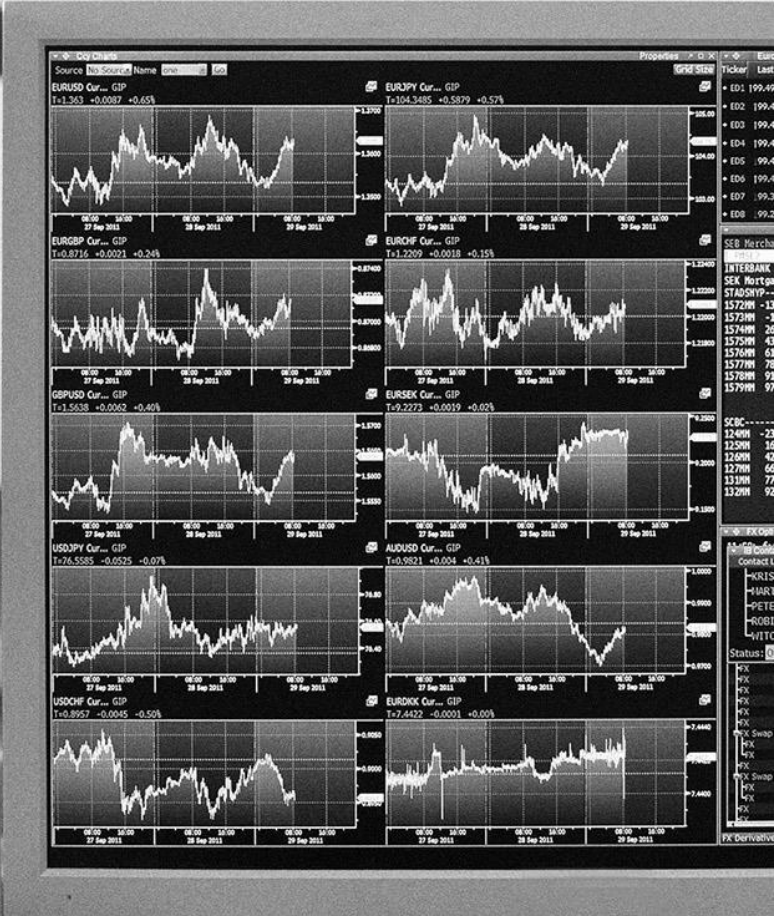


PFA INVEST

NYHEDSBREV - JULI 2015





MARKEDSKOMMENTAR – JULI 2015

Juni præget af stor volatilitet på de finansielle markeder

Aktiemarkederne blev i juni hårdt ramt af frygten for stigende renter og usikkerheden i Grækenland, hvilket betød, at stort set alle obligations- og aktiemarkeder gav negative afkast i juni.

Den græske krise betød, at de større aktiemarkeder faldt i størrelsesordenen 3-5%, og juni blev årets værste måned for europæiske aktier. Stigende renter betød, at obligationsmarkederne både i Europa og USA gav negative afkast, hvilket også smittede negativt af på kreditobligationer. Obligationer i Spanien og Italien blev ligeledes negativt påvirket af situationen i Grækenland. År til dato har aktier dog fortsat outperformat obligationer med høje afkast, mens danske og europæiske obligationer generelt har givet negative afkast.

Amerikansk vækst understøttes af arbejds- og boligmarkedet

I USA er det indenlandsk drevne opsving ved at genfinde kadencen og understøttes både af et positivt arbejdsmarked og fremgang i boligmarkedet. Den amerikanske centralbank, Fed, har dog ikke travlt med at hæve renterne, og en renteforhøjelse ser tidligst ud til at komme til september.

Ingen græsk afsmitning på europæisk vækst – endnu

I Europa indikerer de seneste nøgletal at væksten fortsætter de fine takter fra første kvartal. Der er endnu ingen indikationer på, at den kritiske situation omkring Grækenland har svækket optimismen blandt eurozonens virksomheder og forbrugere.

Fortsat øget stimuli fra kinesiske myndigheder

De kinesiske myndigheder forsøger nu at stimulere den økonomiske vækst med finans- og pengepolitiske tiltag, hvilket ventes at få en positiv effekt, og bremse kollapset i den aktieboble, som er blevet opbygget i det indenlandske kinesiske aktiemarked henover de seneste 8 måneder.

Grækenland bliver igen afgørende for markedsstemningen

Aktiemarkedet blev sidst i juni stresstestet ganske solidt af den tilspidsede situation i forhandlingerne mellem Grækenland og Trojkaen. Der er en række grunde til, at Europa bedre kan håndtere den græske udfordring i dag end tidligere: Væksten er højere, ECBs opkøbsprogram (QE) kan bruges som et værn, og langt de fleste græske obligationer ejes i dag af andre stater og internationale organisationer.

På kort sigt kommer udfaldet det græske "nej" ved folkeafstemningen primo juli til at sætte tonen på de finansielle markeder. Foreløbigt har der været begrænset negativ markedseffekt oven på folkeafstemningen. De kommende uger vil vise, om der er vilje til at holde grækerne i euro samarbejdet, og om der kan findes en løsning på deres kortsigtede fundingproblemer. På længere sigt har vi fortsat et positivt syn på risikofyldte aktiver, og overvægtet aktier i vore porteføljer.



AFKASTOVERSIGT 2015 - PFA INVEST

PFA INVEST AFDELINGER	Afkast Juni	Afkast 2015	Benchmark 2015	Merperformance 2015
PFA Invest Balance A	-2,9%	5,1%	4,7%	0,4%
PFA Invest Balance B	-3,3%	9,1%	7,6%	1,5%
PFA Invest Balance C	-3,4%	-2,1%	-2,5%	0,4%
PFA Invest Korte Obligationer	-1,1%	-1,8%	-0,1%	-1,7%
PFA Invest Lange Obligationer	-1,8%	-2,6%	-1,8%	-0,8%
PFA Invest Kreditobligationer	-3,0%	7,8%	8,6%	-0,8%
PFA Invest Danske Aktier	-3,5%	24,5%	20,9%	3,6%
PFA Invest Globale Aktier	-3,6%	14,7%	11,7%	3,0%
PFA Invest Højt Udbytte Aktier	-4,9%	13,0%	13,0%	0,0%
PFA Invest Europa Value Aktier	-3,3%	15,9%	13,0%	2,9%

AFKASTKOMMENTARER

BALANCE A

En kombination af stigende renter, usikkerhed om Grækenland og en svækkelse af dollaren, betød at stort set alle obligations- og aktiemarkeder gav negative afkast i juni. Den græske krise betød, at de større aktiemarkeder faldt i størrelsesordenen 3-5%, og juni blev årets værste måned for europæiske aktier. Stigende renter betød, at obligationsmarkederne både i Europa og USA gav negative afkast, hvilket også smittede negativt af på kreditobligationer. Obligationer i Spanien og Italien blev ligeledes negativt påvirket af situationen i Grækenland. År til dato har aktier fortsat givet høje afkast, mens danske og europæiske obligationer generelt har givet negative afkast.

Obligationsinvesteringerne taber omkring 2% i juni, og kreditobligationer taber 3%. Realkreditobligationer underperformer statsobligationer, og har ved de aktuelle renteniveauer fået større rentefølsomhed end tidligere. Europæiske kreditobligationer outperformer amerikanske, pga. fald i USD.

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 papirudvælgelse bidrager aktieudvælgelsen positivt til afkastet.

Ved udgangen af juni er afdelingen fortsat overvægtet aktier og undervægtet obligationer. Aktieallokeringen er overvægtet Europa og undervægtet Nordamerika. Obligationsallokeringen er neutral på kreditobligationer og undervægtet danske obligationer.

Afdelingen gav i juni et afkast på -2,9% og år til dato er afkastet på 5,1%, hvilket er 0,4%-point mere end benchmark. År til dato er aktieafkastet positivt med 14,5% og obligationsafkastet hhv. kreditobligationer har givet -2,9% hhv. 7%. Der er ikke ændret i allokeringen i juni.



BALANCE B

En kombination af stigende renter, usikkerhed om Grækenland og en svækkelse af dollaren, betød at stort set alle obligations- og aktiemarkeder gav negative afkast i juni. Den græske krise betød, at de større aktiemarkeder faldt i størrelsesordenen 3-5%, og juni blev årets værste måned for europæiske aktier. Stigende renter betød, at obligationsmarkederne både i Europa og USA gav negative afkast, hvilket også smittede negativt af på kreditobligationer. Obligationer i Spanien og Italien blev ligeledes negativt påvirket af situationen i Grækenland. År til dato har aktier fortsat givet høje afkast, mens danske og europæiske obligationer generelt har givet negative afkast.

Obligationsinvesteringerne taber omkring 2% i juni, og kreditobligationer taber 3%. Realkreditobligationer underperformer statsobligationer, og har ved de aktuelle renteniveauer fået større rentefølsomhed end tidligere. Europæiske kreditobligationer outperformer amerikanske, pga. fald i USD.

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 papirudvælgelse bidrager aktieudvælgelsen positivt til afkastet.

Ved udgangen af juni er afdelingen fortsat overvægtet aktier og undervægtet obligationer. Aktieallokeringen er overvægtet Europa og undervægtet Nordamerika. Obligationsallokeringen er neutral på kreditobligationer og undervægtet danske obligationer.

Afdelingen gav i juni et afkast på -3,3% og år til dato er afkastet på 9,1%, hvilket er 1,5%-point mere end benchmark. År til dato er aktieafkastet positivt med 14,2% og obligationsafkastet hhv. kreditobligationer har givet -2,8% hhv. 7,2%. Der er ikke ændret i allokeringen i juni.

BALANCE C

En kombination af stigende renter, usikkerhed om Grækenland og en svækkelse af dollaren, betød at stort set alle obligations- og aktiemarkeder gav negative afkast i juni. Den græske krise betød, at de større aktiemarkeder faldt i størrelsesordenen 3-5%, og juni blev årets værste måned for europæiske aktier. Stigende renter betød, at obligationsmarkederne både i Europa og USA gav negative afkast, hvilket også smittede negativt af på kreditobligationer. Obligationer i Spanien og Italien blev ligeledes negativt påvirket af situationen i Grækenland. År til dato har aktier fortsat givet høje afkast, mens danske og europæiske obligationer generelt har givet negative afkast.

Obligationsinvesteringerne taber omkring 2% i juni, og kreditobligationer taber 3%. Realkreditobligationer underperformer statsobligationer, og har ved de aktuelle renteniveauer fået større rentefølsomhed end tidligere. Europæiske kreditobligationer outperformer amerikanske, pga. fald i USD.

Afdelingen har siden 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 papirudvælgelse bidrager aktieudvælgelsen positivt til afkastet.

Ved udgangen af juni er afdelingen neutral på aktier og undervægtet obligationer. Aktieallokeringen er overvægtet Europa og undervægtet Nordamerika. Obligationsallokeringen er neutral på kreditobligationer og undervægtet danske obligationer.

Afdelingen gav i juni et afkast på -3,4% og år til dato er afkastet -2,1%, hvilket er 0,4%-point mere end benchmark. År til dato er aktieafkastet negativt med -2,2% og obligationsafkastet hhv. kreditobligationer har givet -3,1% hhv. -2,1%. Aktieeksponeringen er neutral og mindsket en anelse i juni mens likviditetsandelen er vokset.



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 steget og specielt i maj og juni måned har der været en kraftig rentestigning. Rentekurven i stejlet yderligere i juni måned og der har været en yderligere udvidelse af kreditspændet på realkreditobligationer.

Afdelingen har været eksponeret primært mod realkreditobligationer.

Afdelingen har i 2015 leveret et afkast på -1,8%, 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 steget og specielt i maj og juni måned har der været en kraftig rentestigning. Rentekurven i stejlet yderligere i juni måned og der har været en yderligere udvidelse af kreditspændet på realkreditobligationer.

Porteføljen har været eksponeret primært mod traditionelle realkreditobligationer.

Afdelingen har i 2015 leveret et afkast på -2,6%, hvilket er under niveau i forhold til benchmark.

KREDITOBLIGATIONER

Grækenland løb med opmærksomheden i juni måned. Den græske premierminister Tsipras forsøgte et par sidste runder med sin lidt tilfældige forhandlingsteknik inden han overraskende udråbte en folkeafstemning om forhandlingsoplægget fra Eurogruppen. Afdraget til IMF forfaldt den 30. juni, hvilket Grækenland ikke betalte og derfor officielt var i betalingsstandsning til IMF.

Kreditmarkedets reaktion til krisen i Grækenland har været relativt afmålt indtil videre, selvom mange vil kæde det sammen med et knæk til euroens troværdighed. Herudover er der forsat et betydeligt fokus på en mulig forhøjelse af den ledende rente i USA allerede i september, hvilket efterhånden er basisscenariet. Europæiske og amerikanske renter er steget betydeligt i juni og samtidig har kurven oplevet en mindre stejlning, hvorfor renteafkastet i juni var negativt. Støjen omkring Grækenland og frygten for de afledte effekter af amerikanske rentestigninger, gav et mere defensivt marked for kreditobligationer i juni. Det defensive marked gav en mindre udvidelse af kreditspændet på alle aktivklasser dvs. investment grade, high yield og emerging markets.

Endvidere tabte den amerikanske dollar terræn til danske kroner, hvilket i sig selv gav et negativt afkast på -1,6% hvorved månedens samlede afkast nåede under -3% da rente- og kreditafkastet bidrog negativt. År til dato er det absolutte afkast dog fortsat stærkt positivt med over 7,8%. Porteføljen skabte et mindre merafkast i måneden i forhold til benchmark.



DANSKE AKTIER

Det danske aktiemarked faldt i juni med 3,7%, men år til dato er markedet steget med 20,9%. De europæiske markeder faldt i måneden med 4,6% og er nu steget 13% år til dato. De globale aktiemarkeder faldt i måneden med 3,9%, men er nu steget 11,7% år til dato. Alle afkast er i DKK. Den danske portefølje overperformede 0,3% i juni. De største positive bidragsydere var overvægt i Pandora og SimCorp samt undervægt i Coloplast og AP Møller-Mærsk. De største negative bidragsydere var undervægt i DFDS og overvægt i DSV.

De største stigninger blandt de store selskaber i juni var Pandora (+5%), Tryg (+3%) og Jyske Bank (+3%), mens de største fald var Coloplast (-14%), William Demant (-9%) og AP Møller Mærsk (-8%).

Stigningerne i Pandora skete uden de store nyheder. Selskabet er dog inde i en god gænge med vækst i nye produktområder såsom ringe og halskæder m.m., ligesom man også er i gang med en geografisk ekspansion. Kursfaldene i Coloplast skyldes problemer på det engelske og amerikanske marked sammenholdt med, at aktien var dyrt prisfastsat.

Afdelingen har i juni givet et afkast på -3,4% og 24,5% år-til-dato. Porteføljen har år til dato givet et merafkast på 3,6%-point efter omkostninger.

GLOBALE AKTIER

De globale aktiemarkeder faldt i juni med 3,9%. Faldene var jævnt fordelt på regionerne. Japanske aktier faldt i juni med 3,1%, de nordamerikanske aktiemarkeder faldt med 3,6% og Europa faldt med 4,6%. Emerging markets faldt med 4,1%.

Den græske gældskrise dominerede aktiemarkederne globalt. De langtrukne og resultatløse forhandlinger medførte en afventende holdning hos de globale investorer, hvorved aktiemarkederne er drevet lavere gennem måneden. Fortsatte forbedrede makroøkonomiske nøgletal ikke kunnet ændre dette billede. En forhåbentlig snarlig løsning på den græske gældskrise forventes at lede aktiemarkedet til igen at rette fokus mod makroøkonomien og selskabernes fortsatte stærke fundamentale indtjeningssevner, omend udfaldet af den græske krise fortsat er uforudsigeligt.

Positive bidragsydere i juni var PVH, Pandora og UNH, mens Xerox, Alibaba og Whirlpool bidrog negativt.

På sektorniveau var de største positive bidragsydere i den forgangne måned Cyklisk Forbrug og Materialer. Største negative bidragsydere var Stabilt Forbrug og IT.

Afdelingen har i juni givet et afkast på -3,6% og 14,7% år-til-dato. Afdelingen har leveret et merafkast på 3%-point efter omkostninger år-til-dato.



HØJT UDBYTTÉ AKTIER

De europæiske aktiemarkeder har generelt klaret sig godt i 1. halvår 2015 med et afkast på 13%, hvilket også gør sig gældende for de europæiske højt udbytte aktier, hvor afkastet ligger tæt på det generelle indeks.

Markedsbevægelserne har været præget af den europæiske centralbank ECBs opkøb af statsobligationer, hvilket har presset renten ned i uhørt lave niveauer i store dele af første halvår. Desuden har Grækenland været en kontinuerlig kilde til støj. De fleste sektorer har klaret sig godt markeds-mæssigt, hvor der kun er to sektorer, der for alvor adskiller sig fra de øvrige med stigninger på under 10%. Det er henholdsvis energi- og forsynings-selskaberne, der har været ramt af faldende olie-, råvare- og elpriser.

På porteføljeniveau er de største positive bidrag til afkastet kommet fra henholdsvis råvare- og sundhedssektoren, hvorimod de største negative påvirkninger kom fra Cyklisk Forbrug og Finans.

Afdelingens afkast er 13,0% år-til-dato, hvilket er på niveau med benchmark.

EUROPA VALUE AKTIER

Juni handlede om Grækenland. Samtidig var nøgletallene lidt blandede, men det var primært Grækenland, der fik aktierne til at falde. Grækenland er en lille del af den samlede økonomi, og det er kun i det tilfælde, at de forlader euroen, at det vil skabe større uro på markederne.

I porteføljen var det særligt gødningsproducenten K+S, der påvirkede afkastet i positiv retning. Aktien steg 27% som følge af et bud på selskabet fra en konkurrent. Eksponeringen til K+S er efterfølgende reduceret med 80%, selvom købet med høj sandsynlighed går igennem. Herudover bidrog Randstadt, som er et vikarbureau positivt til det samlede afkast. Randstadt steg 11% pga. flere brokeranbefalinger. Boliden (Materialer) samt MAN (Finans) bidrog negativt til performance.

Afdelingens afkast er 15,9% år-til-dato, hvilket er 2,9%-point over benchmark.