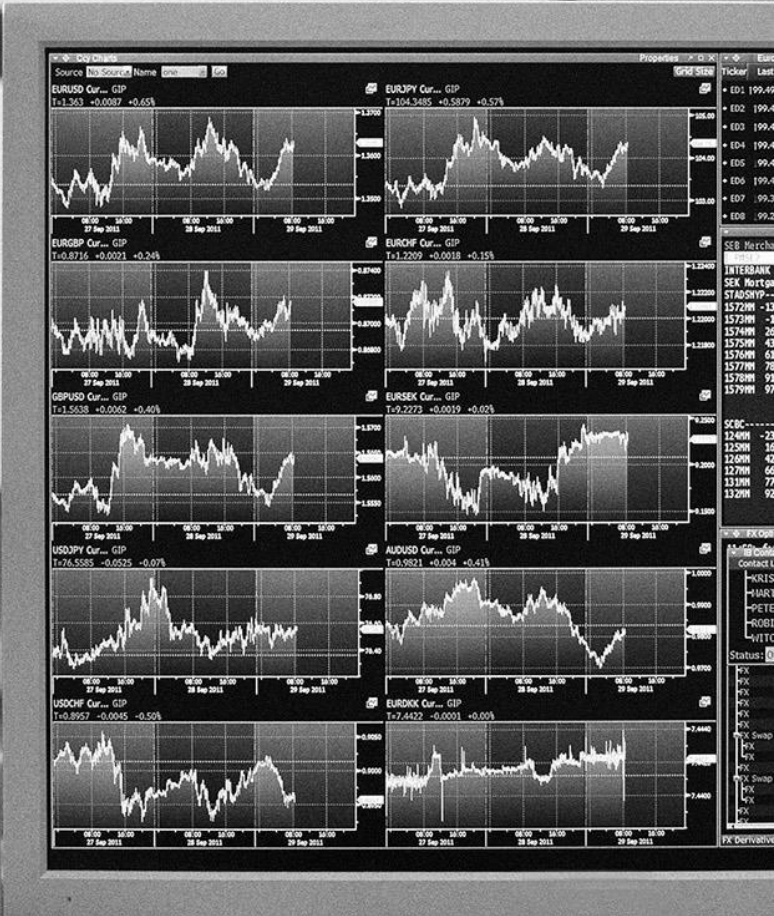
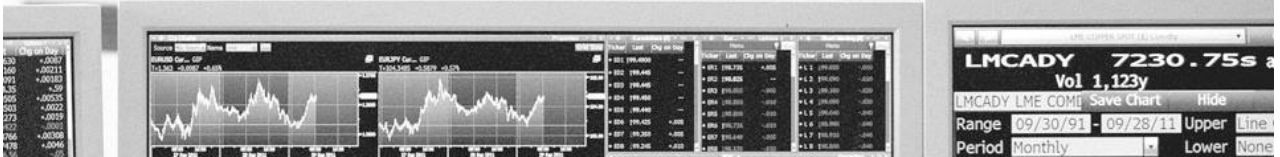


PFA INVEST

NYHEDSBREV - SEPTEMBER 2015





MARKEDSKOMMENTAR – SEPTEMBER 2015

Frygten for kinesisk afmatning

Udviklingen i Kinas økonomi og finansielle markeder har de seneste måneder tiltrukket sig fokus fra globale investorer, som i stigende grad er bekymrede for vækstudsigterne i verdens andenstørste økonomi. Udover skuffende nøgletal har myndighedernes håndtering af en mulig boble på aktiemarkedet og et opgør med båndet mellem den kinesiske RMB og USD givet grund til panderynker, hvilket kan have medvirket til de kraftige fald på de globale aktiemarkeder. Den høje volatilitet i aktiemarkederne og lave inflationsrater giver Fed mulighed for at udskyde tidspunktet for den første amerikanske rentestigning. I Eurozonen udvikler inflationen sig svagere end ventet og kan på et senere tidspunkt betyde, at ECB forlænger deres QE-program.

Usikkerheden stiger på aktiemarkedet

August blev den dårligste måned for aktiemarkederne i flere år. Men også traditionelle obligationer havde en svag måned. Kursfaldene har generelt øget usikkerheden i markedet og kan medvirke til, at Fed udskyder tidspunktet for den første renteforhøjelse. Såvel udviklingen i Kina som investorenes stigende brug af afledte finansielle instrumenter – de såkaldte derivater – kan have bidraget til faldenes voldsomhed. Kraftige fald på aktiemarkedet har tidligere været en tidlig indikator for en forestående recession. Ofte er det imidlertid falsk alarm. Vi tror, at der er tale om en korrektion, da økonomiske nøgletal ikke viser tegn på recession i de vestlige lande – snarere tværtimod. Samtidig har investorerne undladt at søge skjul i obligationsmarkedet, som ellers historisk har leveret forholdsvis højere afkast under recessioner.

Hård medfart for aktier i august

Kursfaldene på de tre børsdage fra den 20. – 24. august kom med en usædvanlig og overraskende hast og voldsomhed. Det har fået usikkerheden i aktiemarkedet til at stige i et tempo ikke set siden oktober 1987 – dengang faldt de amerikanske aktier med 20% på en enkelt dag! VIX indekset, der er et mål for usikkerheden på det amerikanske aktiemarked, viste på en uge således den største procentvise stigning siden oktober 1987. Indekset er højere end i efteråret 2011, hvor de amerikanske aktier dykkede kraftigt efter nedjusteringen af USA's kreditværdighed.

Hovedscenariet: En korrektion og ikke en ny recession

Hovedscenariet er, at der er tale om en korrektion på aktiemarkedet og ikke begyndelsen på en ny nedtur. Korrektioner i størrelsesorden +/- 10% under økonomiske opsving er forholdsvis sjældne og er normalt vendt til kursstigninger tre til seks måneder senere. I USA, Europa og Japan er inflationen lav, pengepolitikken meget lempelig, bankernes lånevillighed tiltagende, arbejdsløsheden faldende, forbrugertilliden stigende og boligmarkederne i fremgang. Det er normalt den modsatte cocktail, der skaber og kender tegner en recession.

Forventningen er, at den globale pengepolitik vil forblive lempelig også i 2016. Den amerikanske centralbank vil gerne hæve renten men signalerer, at det i givet fald vil ske gradvist. Samtidig er det sandsynligt, at man både i eurozonen og i Japan annoncerer en forlængelse af QE-programmerne i 2016 med det formål at få inflationsniveauet hævet til et højere niveau. Dette betyder fortsat meget lave renter, hvilket på den ene side understøtter væksten og på den anden side lægger en dæmper på, hvor attraktivt det er at investere i kontanter og obligationer.

I Kina stimulerer man ligeledes den økonomiske politik, hvilket forventes fortsat gennem 2016.



Markedetsreaktionen har, trods den fortsat voldsomme usikkerhed på aktiemarkedet, på nogle punkter været forholdsvis konstruktiv siden uroens foreløbige klimaks den 24. august. Olieprisen samt de asiatiske valutaer og obligationer har været stigende, euroen faldende og flugten over i obligationer har været behersket at dømme efter den meget beskedne kursreaktion på obligationsmarkedet under dagene med de største aktiekursfald. Som tidligere nævnt ses det ofte, at større korrektioner på aktiemarkedet medfører kraftige kursstigninger på obligationsmarkedet, idet investorerne søger mod mere sikre og kursstabile aktivklasser. Dette er ikke sket denne gang. Indrømmet: En del af forklaringen herpå er formentlig, at renterne allerede er meget lave. Men i et scenarie, hvor den globale økonomi måtte stå over for en hård landing, vil det ikke forhindre en massiv flugt mod obligationer med faldende renter og stigende obligationskurser til følge.

Hold fokus på Kina og amerikanske aktier

Det springende punkt for de globale aktiemarkeder er i vores optik den kinesiske økonomi og det amerikanske aktiemarked. Derfor bør man følge nyhedsstrømmen og de kinesiske myndigheders ageren tæt i den kommende tid. Under større korrektioner som denne, ser man ofte, at aktiemarkedet senere tester den første bund (1868 i S&P 500 indekset).

Selvom asiatiske aktier er blevet billige, undervægt vi fortsat disse og andre aktiemarkeder inden for Emerging Markets i vores porteføljer. Til gengæld overvægt vi europæiske aktier, der har glæde af en forbedret konkurrenceevne fra den svage euro, fremgang i periferi-landene, lavere oliepriser og udsigt til lave renter lige så langt øjet rækker. Ligeledes har vi en undervægt af amerikanske aktier, selvom de har klaret nedturen i august bedre end de fleste markeder. De er dog forholdsvis dyre både såvel absolut som relativt til andre aktiemarkeder.



PFA INVEST AFDELINGER

	Opstart	Afkast august	Afkast 2015	Benchmark 2015	Merafkast 2015
PFA Invest Balance A	28-01-2014	-2,6%	4,2%	3,2%	0,9%
PFA Invest Balance B	01-10-2012	-4,6%	6,6%	4,3%	2,2%
PFA Invest Balance C	05-05-2015	-5,9%	-5,1%	-6,5%	1,4%
PFA Invest Korte Obligationer	01-10-2012	-0,1%	-1,6%	-0,3%	-1,3%
PFA Invest Lange Obligationer	01-10-2012	-0,4%	-2,3%	-1,2%	-1,0%
PFA Invest Kreditobligationer	01-10-2012	-2,0%	6,7%	7,2%	-0,5%
PFA Invest Danske Aktier	01-10-2012	-4,6%	25,3%	22,2%	3,1%
PFA Invest Globale Aktier	01-10-2012	-7,3%	10,5%	5,6%	4,9%
PFA Invest Højt Udbytte Aktier	20-12-2012	-7,9%	8,6%	7,6%	1,0%
PFA Invest Europa Value Aktier	07-10-2014	-7,4%	10,2%	7,6%	2,5%

Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast.

Afkastene er opgjort inklusiv omkostninger. PFA Højt Udbytte Aktier er startet den 20. december 2012, Balance A er startet den 28. januar 2014, Europa Value Aktier er startet den 7. oktober 2014 og Balance C er startet den 5. maj 2015.

De øvrige afdelinger er startet den 1. oktober 2012. I henhold til bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel kan anvendt afkastdata findes i sin fuldstændighed under www.pfainvest.dk/afdelinger.html.

AFKASTKOMMENTARER

BALANCE A

Afdelingen gav i august et afkast på -2,6%, hvilket bringer årets afkast på 4,2%.

Udviklingen i august var kendetegnet ved negative afkast på samtlige sub-aktivklasser indeholdt i porteføljen. Der er dog stor forskel på den absolutte størrelse af det negative afkast fra traditionelle obligationer over kreditobligationer til aktier.

Porteføljens andel af traditionelle danske obligationer, har i perioden givet et afkast på -0,3%, hvilket er på niveau med benchmark for denne delportefølje. Inden for de danske obligationer gav andelen statsobligationer et større negativt afkast end realkreditobligationer. Andelen af danske obligationer har i perioden været undervægtet i forhold til den fastsatte vægt i benchmark og udgjorde ultimo august knap 36% af den samlede portefølje.

Kreditobligationer udgjorde ultimo august godt 34% af den samlede portefølje, hvilket er marginalt mindre end vægten i benchmark, der er fastsat til 35%. Samlet set gav kreditobligationer et afkast på -1,7% mod -1,9% for benchmark. Indenfor porteføljen af kreditobligationer gav Investment Grade obligationer det bedste afkast med -1,5%, mens High Yield obligationer og Emerging Market obligationer begge bidrog med et negativt afkast på 2,5%.



Den primære forklaringsfaktor bag periodens negative afkast på porteføljeniveau kommer fra aktieporteføljen. Således gav den samlede aktieportefølje et afkast på -7,2% i august mod benchmarks -7,9%. Benchmark er MSCI World (DKK). Danske aktier klarerede sig - trods store dag-til-dag udsving - bedre end det globale aktiemarked. Aktiekursfaldene har herudover ramt bredt og nogenlunde lige hård på tværs af aktieporteføljens øvrige komponenter.

Gennem august har aktieporteføljen være overvægtet i forhold til den fastsatte vægt i benchmark. Ultimo august udgjorde overvægten 2,7%-point.

BALANCE B

Afdelingen gav i august et afkast på -4,6%, hvilket bringer årets afkast på 6,6%.

Udviklingen i august var kendetegnet ved negative afkast på samtlige sub-aktivklasser indeholdt i porteføljen. Der er dog stor forskel på den absolutte størrelse af det negative afkast fra traditionelle obligationer over kreditobligationer til aktier.

Porteføljens andel af traditionelle danske obligationer har i perioden givet et negativt afkast på 0,4%, hvilket er på niveau med benchmark for denne delportefølje. Inden for de danske obligationer gav andelen statsobligationer et større negativt afkast end realkreditobligationer. Andelen af danske obligationer har i perioden været undervægtet i forhold til den fastsatte vægt i benchmark og udgjorde ultimo august 22,1% af den samlede portefølje.

Kreditobligationer udgjorde ultimo august godt 20% af den samlede portefølje, hvilket svarer til vægten i benchmark. Samlet set gav kreditobligationer et afkast på -2% mod 2,2% for benchmark. Indenfor porteføljen af kreditobligationer gav Investment Grade obligationer det bedste afkast med -1,5%, mens High Yield obligationer og Emerging Market obligationer begge bidrog med et negativt afkast på 2,5%.

Den primære forklaringsfaktor bag periodens negative afkast på porteføljeniveau kommer fra aktieporteføljen. Således gav den samlede aktieportefølje et afkast på -7,4% i august mod benchmarks -7,9%. Benchmark er MSCI World (DKK). Danske aktier klarerede sig - trods store dag-til-dag udsving - bedre end det globale aktiemarked. Aktiekursfaldene har herudover ramt bredt og nogenlunde lige hård på tværs af aktieporteføljens øvrige komponenter.

Gennem august har aktieporteføljen være overvægtet i forhold til den fastsatte vægt i benchmark. Ultimo august udgjorde overvægten 2,5%-point.

BALANCE C*

Porteføljen gav i august et afkast på -5,9% mod benchmarks -6,2%. Siden lancering primo maj, har afdelingen givet et afkast på -5,1%.

Udviklingen i august var kendetegnet ved negative afkast på samtlige sub-aktivklasser indeholdt i porteføljen. Der er dog stor forskel på den absolutte størrelse af det negative afkast fra traditionelle obligationer over kreditobligationer til aktier.

Porteføljens andel af traditionelle danske obligationer, har i perioden givet et afkast på -0,4%, hvilket er på niveau med benchmark for denne delportefølje. Inden for de danske obligationer gav andelen statsobligationer et større negativt afkast end realkreditobligationer. Andelen af danske obligationer har i perioden været undervægtet i forhold til den fastsatte vægt i benchmark og udgjorde ultimo august 12,1%-point.



Kreditobligationer udgjorde ultimo august 9,7% af den samlede portefølje, hvilket svarer til vægten i benchmark, der er fastsat til 10%. Samlet set gav kreditobligationer et afkast på -2% mod 2,2% for benchmark. Indenfor porteføljen af kreditobligationer gav Investment Grade obligationer det bedste afkast med -1,5%, mens High Yield obligationer og Emerging Market obligationer begge bidrog med et negativt afkast på 2,5%.

Den primære forklaringsfaktor bag periodens negative afkast på porteføljeniveau kommer fra aktieporteføljen. Således gav den samlede aktieportefølje et afkast på -7,3% i august mod benchmarks -7,9%. Benchmark er MSCI World (DKK). Danske aktier klarerede sig - trods store dag-til-dag udsving - bedre end det globale aktiemarked. Aktiekursfaldene har herudover ramt bredt og nogenlunde lige hård på tværs af aktieporteføljens øvrige komponenter.

Gennem august har aktieporteføljen være overvægtet i forhold til den fastsatte vægt i benchmark. Ultimo august udgjorde overvægten 2,3%-point.

Der har ikke i perioden været foretaget omlægninger med det formål at ændre sammensætningen af porteføljen.

* Balance C er etableret i maj 2015, hvorfor år til dato afkastet ikke dækker hele 2015.

KORTE OBLIGATIONER

Efter rentestigningerne i april og maj måned har renteændringerne hen over sommermånederne været beskedne. Hvor juli bød på et mindre rentefald, var renten svagt stigende i august.

For danske statsobligationer blev august præget af, at Nationalbanken i slutningen af måneden kunne melde ud, at de ekstraordinære tiltag, som blev indført tidligere på året for at modgå kronens styrkelse mod Euro, nu kan ruller tilbage. Det blev meddelt, udstedelsen af statsobligationer genoptages. Hen over måneden blev det i de korte danske renter indregnet, at Nationalbanken vil hæve de officielle renter over den kommende periode.

Afdelingen har i 2015 leveret et afkast på -1,6%, hvilket er under niveau i forhold til benchmark.

LANGE OBLIGATIONER

Efter rentestigningerne i april og maj måned, har renterændringerne hen over sommermånederne været beskedne. Hvor juli bød på et mindre rentefald, var renten svagt stigende i august. Ændringer i rentekurvens udseende, volatiliteten og rentespændet mellem stats- og realkreditobligationer var i august måned ligeledes beskedne.

For danske statsobligationer blev august præget af, at Nationalbanken i slutningen af måneden kunne melde ud, at de ekstraordinære tiltag, som blev indført tidligere på året for at modgå kronens styrkelse mod Euro, nu kan ruller tilbage. Det blev meddelt, udstedelsen af statsobligationer genoptages.

Hen over måneden blev det i de korte danske renter indregnet, at Nationalbanken vil hæve de officielle renter over den kommende periode.

Afdelingen har i 2015 leveret et afkast på -2,3%, hvilket er under niveau i forhold til benchmark.



KREDITOBLIGATIONER

Kina var det store tema i august måned efter devalueringen af den kinesiske Yuan. Devalueringen kan være et signal omkring forværrede vækstudsigter i Kina skabt på ryggen af et overophedet boligmarked og overkapacitet fra mange års overinvestering. Kina er storimportør af mange råvarer, hvorfor faldende priser på råvarer og udviklingen i Kina er to sider af samme sag. Dette forplantede sig til kreditobligationer og valutaer i lande med betydelig råvare eksport. Flere har draget paralleller med 1997 krisen for Emerging Market. Men Emerging Markets er langt fra en egentlig krise fordi de systemiske lande, modsat tidligere, har flydende valutaer, meget begrænset ekstern statsgæld med lang løbetid og langsigtet finansiering af betalingsbalancen. Emerging Markets har det svært, hvilket aktivpriserne reflekterer. Men den systemiske risiko er fortsat lav. De nuværende niveauer virker derfor attraktive f.s.a. investering i statsobligationer fra disse lande. Den forhøjede usikkerhed omkring Kina gør, at aktiver fra Emerging Markets lande vil være præget af store udsving i den kommende tid. Usikkerheden omkring vækstscenariet i Kina gav samtidig grobund for tvivl omkring en eventuel negativ påvirkning af væksten i USA og Europa. Dette pressede kreditmarkedet sammen med en svagt faldende dollar, hvilket gav et negativt afkast for august. Porteføljen er generelt defensivt positioneret med fokus på den del af universet med den bedste kreditkvalitet.

Afdelingen har i 2015 leveret et afkast på 6,7%, hvilket er under niveau i forhold til benchmark, der gav 7,2%.

DANSKE AKTIER

Porteføljen af danske aktier er i 2015 steget med 25,3%, hvilket kan sammenholdes med en stigning på det danske aktiemarked på 22,2% gennem de første otte måneder af 2015.

I august var både aktier i Danmark og udlandet påvirket af udsigten til lavere vækst i Kina. Heldigvis er det danske marked relativt defensivt sammenlignet med de globale aktiemarkeder. Derfor faldt danske aktier en del mindre end udenlandske aktier i måneden.

Novozymes fremlagde regnskab i august, der viste pres på deres Bioenergy forretning som følge af den lave oliepris og aktien faldt derfor. Også Carlsbergs regnskab viste, at der var pres på forretningen i Rusland og Vesteuropa. Lundbeck steg kraftigt, idet den nye CEO annoncerede et stort besparelsesprogram.

De største positive bidragsydere til merafkastet var Simcorp, TDC og Jyske Bank, mens de største negative bidragsydere var Lundbeck, DFDS og Københavns Lufthavne.

GLOBALE AKTIER

De globale aktiemarkeder faldt i august med 7,9%. Faldet var nogenlunde ens fordelt fra en regional betragtning - japanske aktier -7,1%, nordamerikanske aktier -7,4 % og europæiske aktier -8,4 %. Aktier fra Emerging Markets havde igen en rigtig dårlig måned med fald på med 10,3 %. Alle afkast er målt i DKK.

Markederne var negativt påvirket af uroen i Kina. De europæiske markeder oplevede det største fald inden for dagen siden 2008 med et fald på 5,3 %. Udover Kina påvirkede fornyet græsk uro de europæiske aktier negativt. På den positive side var de europæiske halvårsregnskaber overraskende positive, hvor 39 % af selskaberne slog forventningerne. USA var negativt påvirket af de samme faktorer som Europa. Det helt store fokus er dog stadig på, hvornår Fed vælger at hæve renten første gang. Amerikansk økonomi er fortsat stærk med BNP vækst på 3,7 % kvartal-til-kvartal og non-farm payrolls på 215.000, hvilket var på niveau med forventningerne i markedet. Kinesiske aktier faldt kraftigt og den kinesiske centralbank valgte at sænke renten og devaluere den kinesiske valuta, hvilket udsendte chokbølger i de asiatiske markeder samt resten af de globale aktiemarkeder.



Positive bidragsydere i august var Pandora, PVH og American Express, mens Medivation, Alibaba og Richemont bidrog negativt.

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

Afdelingen har i august givet et afkast på -7,3 % og 10,5 % år-til-dato. Dermed har afdelingen leveret et merafkast på 4,9 %-point efter omkostninger år-til-dato.

HØJT UDBYTTET AKTIER

August måned var præget af store udsving på de globale aktiemarkeder. Det europæiske aktiemarked oplevede et samlet kursfald på 8,4%, således at år til dato afkastet nu ligger på 7,6%. Afdelingen har klaret sig bedre end det opstillede benchmark med et afkast på -7,9% i august og +8,6% år til dato.

De voldsomme kursreaktioner opstod i kølvandet på fornyet uro omkring den kinesiske økonomis evne til fortsat at vokse i det hidtidige tempo. Udviklingen startede efter Kina valgte at devaluere sin valuta midt i august. I kølvandet herpå fulgte flere dage med store kursfald på de globale aktiemarkeder. Værst gik det udover de råvarerrelaterede selskaber samt olieselskaberne, der i høj grad lever af væksten i den kinesiske økonomi.

På porteføljeniveau er de største positive bidrag til afkastet i år kommet fra Materials og IT-selskaber, hvorimod de største negative bidrag kommer fra Finans- og Industriselskaberne.

EUROPA VALUE AKTIER

Uro om Kina prægede markederne. De underliggende nøgletal for økonomien i specielt Europa peger dog fortsat på fremgang – om end det kun går langsomt frem.

Value som investeringsstil havde det svært i juli måned, men kom stærkt igen i august måned. Defensive aktier ser dyre ud og på nogle nøgletal er value aktier værdisat i forhold til meget defensive aktier på niveau tilbage ved Lehman krisen. Herudover har mange af de dyre defensive aktier eksponering til Emerging Markets, herunder Kina. Selskaber, vis aktier falder inden for value-kategorien, har en tendens til at de er mere fokuserede på det indenlandske marked i Europa, hvor der generelt spores en bedring i økonomien.

Porteføljen var positivt påvirket af performance i Persimmon, Easyjet og Heineken, mens eksponeringen til Credit Agricole, Julius Bear og Dnb bidrog negativt.

Afdelingen har i august givet et afkast på -7,4% og +10,2% år-til-dato. Dermed har afdelingen leveret et merafkast på 2,5%-point efter omkostninger år-til-dato.

PFA

INVESTERINGSFORENINGEN
P F A I N V E S T

Kapitalforvalter
og
administrator

PFA Asset Management
Sundkrogsgade 4
2100 København Ø
Denmark
+45 39 17 50 00
www.pfaassetmanagement.dk

DISCLAIMER

Dette materiale er udarbejdet af PFA alene til orientering. PFA kan have positioner og handle i finansielle instrumenter, der er omtalt i materialet. Indholdet i denne præsentation er ikke et tilbud om eller en opfordring til at købe eller sælge finansielle instrumenter eller foretage omlægninger eller lignende. Præsentationen erstatter ikke kundens eget skøn over, hvilke dispositioner, der skal foretages. Efter PFA's opfattelse er præsentationens informationer korrekte og retvisende, men påtager sig ikke ansvar for dens fuldkommenhed eller nøjagtighed. PFA påtager sig intet ansvar for dispositioner som måtte foretages på baggrund af præsentationen. Det historiske afkast er ikke en pålidelig indikator på fremtidige afkast. Alle rettigheder til den viste information tilhører PFA og enhver videredistribution eller gengivelse er ikke tilladt uden forudgående tilladelse.