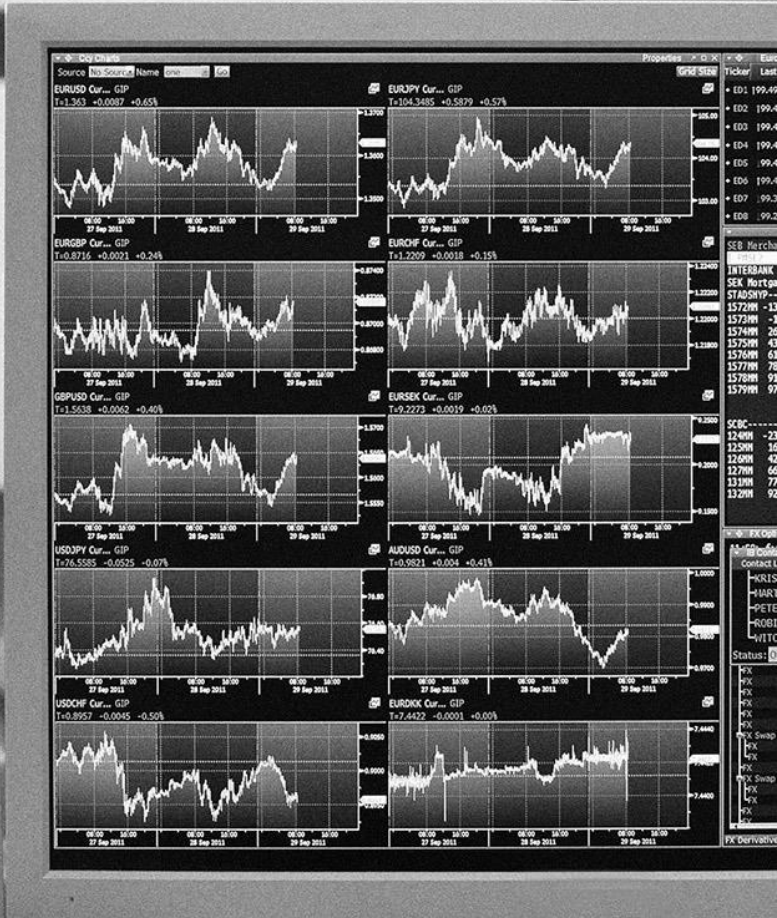
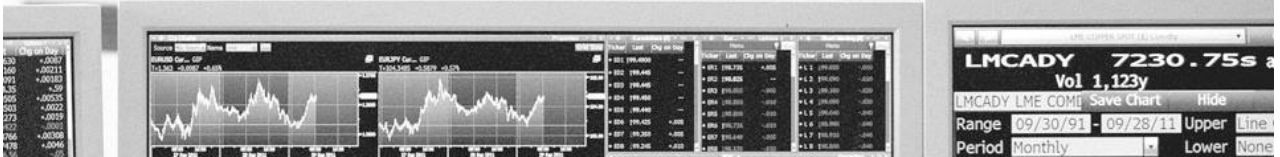


PFA INVEST

NYHEDSBREV – SEPTEMBER 2016





MARKEDSKOMMENTAR

Sommerens europæiske nøgletal har tegnet et billede af fortsat moderat vækst i Eurozonen, som primært hentes hjem gennem den indenlandske efterspørgselskomponent – PMI-konjunkturindikatoren, der måler virksomhedernes vurdering af eget aktivitetsniveau. Både blandt service- og fremstillingsvirksomheder fastholder PMI-indikatoren et pænt niveau i forhold til de forrige måneder, hvor væksten i Eurozonen landede på 0,3% k/k. Der er således stadig ikke tegn på, at det overraskende britiske "nej-tak" til EU overordnet set har påvirket virksomhederne negativt. Den forholdsvis stabile udvikling i Eurozonen skyldes delvist, at det er den indenlandske efterspørgsel, der driver væksten, ligesom der er tegn på, at den globale vækst har lagt vinterens recessionsfrygt bag sig og igen begynder at vise vækstfremgang. Vækstniveauet vidner dog omvendt heller ikke om, at den globale vækst er på vej op i et højere gear.

I USA har stigende beskæftigelse, lave renter og fremgang på boligmarkedet løftet privatforbruget. Der er dermed udsigt til stigende vækst i tredje kvartal efter tre vækstoffatte kvartaler. Dette har fået den amerikanske centralbank – Fed – til at signalere, at renten snart kan blive hævet igen. Vi vurderer dog ikke, at de lange renter bør stige væsentligt, da Fed stadig har rig mulighed for at hæve renten yderst gradvist. Endvidere vurderes der stadig at være plads til højere vækst, uden at dette straks aflejrer sig i stigende inflation.

Europæiske centralbanker samt Bank of Japan ventes at fortsætte den ultra lempelige pengepolitik.

På de finansielle markeder fortsætter udviklingen på henholdsvis obligations- og aktiemarkedet med at sende modsatrettede signaler. Aktiemarkedet har i høj grad fokuseret på bedre end forventede økonomiske nøgletal, mens obligationsmarkedet er mere styret af pengepolitiske lempelser. Sidstnævnte i særlig grad siden briternes "nej" til EU. Dette kombineret med det fortsat meget lave globale inflationsbillede.

Den negative indtjeningspåvirkning i de amerikanske virksomheder fra dels den stærke USD og den faldende oliepris synes at have toppet. Faktorer, der har haft en positiv effekt på amerikanske aktier, ligesom det har skabt en mere positiv forventningsdannelse omkring Emerging Markets økonomierne. Sidstnævnte ses af udviklingen inden for Emerging Market aktier, der i 2016 har markeret sig blandt de bedst performende aktiemarkeder i verden.

Siden 2009 har aktiemarkedet befundet sig i en opadgående tendens. Det bliver løbende udfordret, hvorvidt aktiemarkedet er brudt ud af den trend. Ikke mindst, når aktiemarkedet oplever perioder med større fald som eksempelvis i februar 2016 og igen umiddelbart efter Brexit afstemningen. Det er imidlertid ikke PFA's forventning, at aktieopturen er slut, om end vi befinder os i den mere modne del af opturen.

Det amerikanske opsving har været i syv år og er dermed det fjerdelængste siden Anden Verdenskrig. Det længste opsving var på ti år og varede fra 1991 – 2001. Opsving dør dog ikke af alderdom! Men snarere fordi de finansielle vilkår strammes eller økonomien bliver ramt af et finansielt eller økonomisk chok. Dertil kommer, at amerikansk BNP blot er løftet med i alt 15% under denne optur, mod gennemsnitligt 24%, samt at der fortsat er ledig kapacitet i økonomien.

Man siger, at "a bull market climbs a wall of worry", hvilket omvendt betyder, at en aktietop typisk er kendetegnet ved stor optimisme i modsætning til den naturlige skepsis, der hersker i markedet aktuelt.

Prissætningen af aktiemarkedet er generelt høj målt i forhold til virksomhedernes indtjening. Specielt i USA. Det ser knap så anstrengt ud, når man ser på Emerging Markets, Europa eller Japan.

Relativt til obligationer er aktier fortsat prisfaste på et historisk rimeligt niveau. Aktieandelen blandt private og institutionelle investorer er steget, men er endnu ikke på et ekstremt niveau. Således er der stadig parkeret store kontantbeholdninger uden for markedet. Det er et vigtigt parameter, når graden af eufori blandt investorerne skal bestemmes. Således er der ikke et entydigt tegn på, at vi befinder os i et stadie, der normalt kendetegner en aktietop.



AFKASTOVERSIGT 2016 - PFA INVEST

PFA INVEST AFDELINGER	August	2016	2015	2014	Afkast siden start	Start
PFA Invest Balance A	0,7%	4,0%	7,1%	12,4%	25,2%	28-01-2014
PFA Invest Balance B	0,9%	2,2%	10,3%	15,4%	47,7%	01-10-2012
PFA Invest Balance C	0,9%	0,8%	-0,9%	N/A	-0,1%	05-05-2015
PFA Invest Globale Aktier (D)	0,8%	-0,8%	17,7%	18,5%	74,1%	01-10-2012

PFA Invest Korte Obligationer	0,0%	1,0%	-1,4%	2,3%	3,4%	01-10-2012
PFA Invest Mellemlange Obligationer	0,2%	1,5%	N/A	N/A	1,5%	30-03-2016
PFA Invest Lange Obligationer	0,3%	5,0%	-1,1%	5,6%	11,5%	01-10-2012
PFA Invest Kreditobligationer	1,6%	8,6%	7,8%	19,4%	37,8%	01-10-2012
PFA Invest Danske Aktier	2,1%	4,1%	36,4%	17,9%	130,2%	01-10-2012
PFA Invest Højt Udbytte Aktier	1,1%	-3,9%	11,4%	8,2%	38,8%	20-12-2012
PFA Invest Europa Value Aktier	1,0%	-5,1%	14,1%	-0,9%	7,3%	07-10-2014

Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast.

I henhold til bekendtgørelse om investorbekyttelse ved værdipapirhandel kan anvendt afkastdata findes i sin fuldstændighed under www.pfainvest.dk/afdelinger.html.

AFKASTKOMMENTARER

BALANCE A

På mange områder blev august nærmest en kopi af udviklingen i juli, hvor risikofyldte aktiver dominerede. I august har alle aktivklasser inkluderet i porteføljen således igen givet et positivt afkastbidrag. Stærkest var afkastudviklingen inden for kreditobligationer med lav rating samt aktier fra Emerging Markets.

Indtil videre har de skræks scenarier, der blev tegnet i kølvandet på "Brexit", således ikke materialiseret sig i priserne på finansielle aktiver. Selvom der stadig ikke kan konstateres nogen nævneværdig effekt i de underliggende økonomiske nøgletal, så må dette dog forventes, som tiden går. Således har der allerede været beretninger om udenlandske selskaber, der overvejer at flytte deres virksomhed ud af Storbritannien, ligesom konkrete investeringer/projekter er blevet udskudt eller helt droppet.

Væksten i USA trækkes primært af den amerikanske forbruger, mens andre faktorer trækker bekymrende ned. Arbejdsmarkedet viste robuste stigninger hen over sommeren efter en negativ overraskelse i maj.

Europæisk PMI (mål for styrken i fremstillingssektoren) kom positivt ud i august og har været stigende siden februar. Omvendt har tal for Tyskland været blandede.



I USA har udviklingen i de økonomiske nøgletal hen over sommeren og gennem august skabt grundlaget for, at den amerikanske centralbank – Fed - igen har fået de nødvendige argumenter for at genoptage deres proces med at normalisere renterne. Fokus, på at kommende rentestigninger skal ske gradvist og i en nøje afmålt dosis, har været medvirkende til, at de finansielle aktiver ikke oplever kraftige kursfald. Aktuelt er der 33% sandsynlighed for, at Fed hæver renten allerede i september.

Renterne har ligget stabilt målt over august. Dette dækker over mindre rentefald i den korte og mellemlange del af rentekurven, mens længere renter er steget marginalt. Stats- og realkreditobligationer har i perioden perforeret på niveau med hinanden.

Markedet for kredit-/virksomhedsobligationer havde endnu en stærk måned. Specielt inden for segmenterne High Yield Bonds og Emerging Market Bonds. Kreditspændet på High Yield Bonds blev indsnævret med 53 bp. i august, mens spændet på Emerging Market Bonds endte måneden 31 bp. lavere. Begge aktivklasser er at finde blandt de bedst performerende aktivklasser overhovedet i 2016.

Aktiemarkedet har givet positive, men moderate afkast i august. Målt ved MSCI World (DKK) gav aktier et afkast på 0,6%, hvilket bringer årets afkast på 2,1%. Perioden har været kendetegnet ved en meget homogen udvikling regionalt spændende fra 0,6% - 0,9%. Emerging Market aktier havde en stærk august med et afkast målt ved MSCI Emerging Market på 3,0%. De regionale forskelle for 2016 er signifikante. MSCI World (DKK) har givet 2,1%, mens eksempelvis MSCI Europa (DKK) har givet -3,6%, MSCI Japan (DKK) -1,8% og MSCI Nordamerika (DKK) 4,9%. MSCI Emerging Market (DKK) har givet 11,4% for året.

Periodens afkast kan opgøres til 0,7%, hvilket er 0,1%-point mere end benchmark. År til dato er afkastet 4,0% mod benchmarks 5,3%. Det er primært underperformance inden for aktieporteføljen, der trækker afkastet ned i år.

Porteføljens danske stats- og realkreditobligationer gav i august et afkast på 0,3%, hvilket er på niveau med afkastet på benchmark. For året har danske obligationer givet et afkast på 4,6%, hvilket er 0,8%-point lavere end afkastet på benchmark. Andelen af danske obligationer udgør ultimo august 37,3% mod en andel i benchmark på 40,0%. Undervægten mod traditionelle obligationer har i 2016 kostet performance, da renterne generelt er faldet ganske betydeligt.

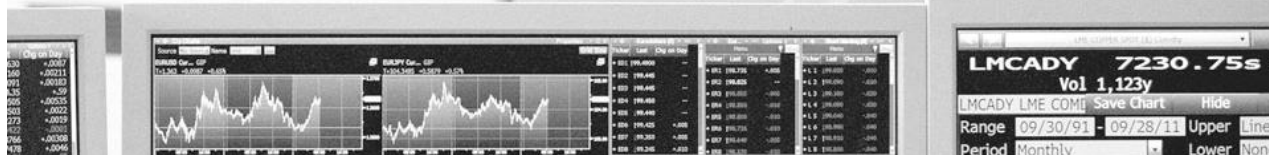
Kreditobligationer havde igen i august en stærk udvikling. Porteføljens af kreditobligationer har givet et afkast på 1,1%, svarende til afkastet på det sammenvægtede benchmark. For året har kreditobligationer givet et afkast på 8,0%, hvilket er 0,5%-point mere end benchmark. Kreditsegmenterne High Yield Bonds og Emerging Market Bonds har givet et bedre afkast end Investment Grade. I perioden er den primære afkastkilde for disse to segmenter den markante indsnævring af kreditspændet.

Afkastet på de forskellige kreditsegmenter blev i august: Investment Grade 1,7% (6,0% i 2016), High Yield Bonds 2,2% (11,2% i 2016) og Emerging Market Bonds 2,2% (11,2% i 2016).

Andelen af kreditobligationer udgør samlet 35,7% ultimo perioden og er dermed marginalt overvægtet i forhold til benchmarks andel på 35,0%. Fordelt på segmenter udgør Investment Grade 26,0%, High Yield Bonds 5,2% og Emerging Market Bonds 4,5%.

Aktier havde en positiv måned om end størrelsen på afkastet var mere afdæmpet end i august. Den samlede aktieporteføje gav i august et afkast på 0,9%, hvilket er 0,4%-point mere end afkastet på MSCI World (DKK), der er afdelingens benchmark. Den relative performance er i perioden positivt påvirket af allokeringen til danske aktier, overvægten af europæiske aktier samt aktieudvælgelsen inden for den globale aktieporteføje.

År til dato har aktieporteføljen givet et afkast på -1,4% mod benchmarks 2,1%. Årets underperformance på 3,5%-point kan henføres til overvægten mod europæiske aktier samt aktieudvælgelsen i den globale aktieporteføje. Eksponeringen mod danske aktier har bidraget positivt til performance. Aktieandelen var ultimo august 24,5%, hvilket er en mindre undervægt i forhold til den fastsatte andel i benchmark på 25,0%.



Allokering:

Porteføljens overordnede risikoprofil og niveau er fastholdt gennem august. Dette afspejler sig i en relativt høj andel allokeret til kreditobligationer, herunder High Yield Bonds og Emerging Market Bonds samt aktier. Inden for aktieporteføljen har vi fastholdt overvægten til henholdsvis danske og europæiske aktier.

Kontanter udgør aktuelt cirka 3%.

BALANCE B

På mange områder blev august nærmest en kopi af udviklingen i juli, hvor risikofyldte aktiver dominerede. I august har alle aktivklasser inkluderet i porteføljen således igen givet et positivt afkastbidrag. Stærkest var afkastudviklingen inden for kreditobligationer med lav rating samt aktier fra Emerging Markets.

Indtil videre har de skrækszenarier, der blev tegnet i kølvandet på "Brexit", således ikke materialiseret sig i priserne på finansielle aktiver. Selvom der stadig ikke kan konstateres nogen nævneværdig effekt i de underliggende økonomiske nøgletal, så må dette dog forventes, som tiden går. Således har der allerede været beretninger om udenlandske selskaber, der overvejer at flytte deres virksomhed ud af Storbritannien, ligesom konkrete investeringer/projekter er blevet udskudt eller helt droppet.

Væksten i USA trækkes primært af den amerikanske forbruger, mens andre faktorer trækker bekymrende ned. Arbejdsmarkedet viste robuste stigninger hen over sommeren efter en negativ overraskelse i maj.

Europæisk PMI (mål for styrken i fremstillingssektoren) kom positivt ud i august og har været stigende siden februar. Omvendt har tal for Tyskland været blandede.

I USA har udviklingen i de økonomiske nøgletal hen over sommeren og gennem august skabt grundlaget for, at den amerikanske centralbank – Fed - igen har fået de nødvendige argumenter for at genoptage deres proces med at normalisere renterne. Fokus, på at kommende rentestigninger skal ske gradvist og i en nøje afmålt dosis, har været medvirkende til, at de finansielle aktiver ikke oplever kraftige kursfald. Aktuelt er der 33% sandsynlighed for, at Fed hæver renten allerede i september.

Renterne har ligget stabilt målt over august. Dette dækker over mindre rentefald i den korte og mellemlange del af rentekurven, mens længere renter er steget marginalt. Stats- og realkreditobligationer har i perioden performet på niveau med hinanden.

Markedet for kredit-/virksomhedsobligationer havde endnu en stærk måned. Specielt inden for segmenterne High Yield Bonds og Emerging Market Bonds. Kreditspændet på High Yield Bonds blev indsnævret med 53 bp. i august, mens spændet på Emerging Market Bonds endte måneden 31 bp. lavere. Begge aktivklasser er at finde blandt de bedst performende aktivklasser overhovedet i 2016.

Aktiemarkedet har givet positive, men moderate afkast i august. Målt ved MSCI World (DKK) gav aktier et afkast på 0,6%, hvilket bringer årets afkast på 2,1%. Perioden har været kendetegnet ved en meget homogen udvikling regionalt spændende fra 0,6% - 0,9%. Emerging Market aktier havde en stærk august med et afkast målt ved MSCI Emerging Market på 3,0%. De regionale forskelle for 2016 er signifikante. MSCI World (DKK) har givet 2,1%, mens eksempelvis MSCI Europa (DKK) har givet -3,6%, MSCI Japan (DKK) -1,8% og MSCI Nordamerika (DKK) 4,9%. MSCI Emerging Market (DKK) har givet 11,4% for året.

Periodens afkast kan opgøres til 0,9%, hvilket er 0,2%-point mere end benchmark. År til dato er afkastet 2,2% mod benchmarks 4,3%. Det er primært underperformance inden for aktieporteføljen, der trækker afkastet ned i år.



Porteføljens danske stats- og realkreditobligationer gav i august et afkast på 0,3%, hvilket er på niveau med afkastet på benchmark. For året har danske obligationer givet et afkast på 4,6%, hvilket er 0,7%-point lavere end afkastet på benchmark. Andelen af danske obligationer udgør ultimo august 22,7% mod en andel i benchmark på 25,0%. Undervægten mod traditionelle obligationer har i 2016 kostet performance, da renterne generelt er faldet ganske betydeligt.

Kreditobligationer havde igen i august en stærk udvikling. Porteføljen af kreditobligationer har givet et afkast på 1,6%, svarende til afkastet på det sammenvægtede benchmark. For året har kreditobligationer givet et afkast på 8,9%, hvilket er 0,2%-point mere end benchmark. Kreditsegmenterne High Yield Bonds og Emerging Market Bonds har givet et bedre afkast end Investment Grade. I perioden er den primære afkastkilde for disse to segmenter den markante indsnævring af kreditspændet.

Afkastet på de forskellige kreditsegmenter blev i august: Investment Grade 1,7% (6,0% i 2016), High Yield Bonds 2,2% (11,2% i 2016) og Emerging Market Bonds 2,2% (11,2% i 2016).

Andelen af kreditobligationer udgør samlet 20,3% ultimo perioden og er dermed på niveau med andelen i benchmark. Fordelt på segmenter udgør Investment Grade 10,3%, High Yield Bonds 5,5% og Emerging Market Bonds 4,5%.

Aktier havde en positiv måned om end størrelsen på afkastet var mere afdæmpet end i august. Den samlede aktieporteføje gav i august et afkast på 1,1%, hvilket er 0,5%-point mere end afkastet på MSCI World (DKK), der er afdelingens benchmark. Den relative performance er i perioden positivt påvirket af allokeringen til danske aktier, overvægten af europæiske aktier samt aktieudvælgelsen inden for den globale aktieporteføje.

År til dato har aktieporteføljen givet et afkast på -0,8% mod benchmarks 2,1%. Årets underperformance på 2,9%-point kan henføres til overvægten mod europæiske aktier samt aktieudvælgelsen i den globale aktieporteføje. Eksponeringen mod danske aktier har bidraget positivt til performance. Aktieandelen var ultimo august 51,7%, hvilket udgør en undervægt i forhold til den fastsatte andel i benchmark på 3,3%-point.

Allokering

Porteføljens overordnede risikoprofil og niveau er fastholdt gennem august på et uændret niveau. Dette afspejler sig i en relativt høj andel allokert til kreditobligationer, herunder High Yield Bonds og Emerging Market Bonds samt aktier. Inden for aktieporteføljen har vi fastholdt overvægten til henholdsvis danske og europæiske aktier.

Kontanter udgør aktuelt cirka 5%.

BALANCE C

På mange områder blev august nærmest en kopi af udviklingen i juli, hvor risikofyldte aktiver dominerede. I august har alle aktivklasser inkluderet i porteføljen således igen givet et positivt afkastbidrag. Stærkest var afkastudviklingen inden for kreditobligationer med lav rating samt aktier fra Emerging Markets.

Indtil videre har de skrækscenarier, der blev tegnet i kølvandet på "Brexit", således ikke materialiseret sig i priserne på finansielle aktiver. Selvom der stadig ikke kan konstateres nogen nævneværdig effekt i de underliggende økonomiske nøgletal, så må dette dog forventes, som tiden går. Således har der allerede været beretninger om udenlandske selskaber, der overvejer at flytte deres virksomhed ud af Storbritannien, ligesom konkrete investeringer/projekter er blevet udskudt eller helt droppet.



Væksten i USA trækkes primært af den amerikanske forbruger, mens andre faktorer trækker bekymrende ned. Arbejdsmarkedet viste robuste stigninger hen over sommeren efter en negativ overraskelse i maj.

Europæisk PMI (mål for styrken i fremstillingssektoren) kom positivt ud i august og har været stigende siden februar. Omvendt har tal for Tyskland været blandede.

I USA har udviklingen i de økonomiske nøgletal hen over sommeren og gennem august skabt grundlaget for, at den amerikanske centralbank – Fed - igen har fået de nødvendige argumenter for at genoptage deres proces med at normalisere renterne. Fokus, på at kommende rentestigninger skal ske gradvist og i en nøje afmålt dosis, har været medvirkende til, at de finansielle aktiver ikke oplever kraftige kursfald. Aktuelt er der 33% sandsynlighed for, at Fed hæver renten allerede i september.

Renterne har ligget stabilt målt over august. Dette dækker over mindre rentefald i den korte og mellemlange del af rentekurven, mens længere renter er steget marginalt. Stats- og realkreditobligationer har i perioden performet på niveau med hinanden.

Markedet for kredit-/virksomhedsobligationer havde endnu en stærk måned. Specielt inden for segmenterne High Yield Bonds og Emerging Market Bonds. Kreditspændet på High Yield Bonds blev indsnævret med 53 bp. i august, mens spændet på Emerging Market Bonds endte måneden 31 bp. lavere. Begge aktivklasser er at finde blandt de bedst performende aktivklasser overhovedet i 2016.

Aktiemarkedet har givet positive, men moderate afkast i august. Målt ved MSCI World (DKK) gav aktier et afkast på 0,6%, hvilket bringer årets afkast på 2,1%. Perioden har været kendetegnet ved en meget homogen udvikling regionalt spændende fra 0,6% - 0,9%. Emerging Market aktier havde en stærk august med et afkast målt ved MSCI Emerging Market på 3,0%. De regionale forskelle for 2016 er signifikante. MSCI World (DKK) har givet 2,1%, mens eksempelvis MSCI Europa (DKK) har givet -3,6%, MSCI Japan (DKK) -1,8% og MSCI Nordamerika (DKK) 4,9%. MSCI Emerging Market (DKK) har givet 11,4% for året.

Periodens afkast kan opgøres til 0,9%, hvilket er 0,3%-point mere end benchmark. År til dato er afkastet 0,8% mod benchmarks 3,3%. Det er primært underperformance inden for aktieporteføljen, der trækker afkastet ned i år.

Porteføljens danske stats- og realkreditobligationer gav i august et afkast på 0,3%, hvilket er på niveau med afkastet på benchmark. For året har danske obligationer givet et afkast på 4,4%, hvilket er 0,9%-point lavere end afkastet på benchmark. Andelen af danske obligationer udgør ultimo august 14,1% mod en andel i benchmark på 15,0%. Undervægten mod traditionelle obligationer har i 2016 kostet performance, da renterne generelt er faldet ganske betydeligt.

Kreditobligationer havde igen i august en stærk udvikling. Porteføljen af kreditobligationer har givet et afkast på 1,6%, svarende til afkastet på det sammenvægtede benchmark. For året har kreditobligationer givet et afkast på 8,6%, hvilket er på niveau med benchmark. Kreditsegmenterne High Yield Bonds og Emerging Market Bonds har givet et bedre afkast end Investment Grade. I perioden er den primære afkastkilde for disse to segmenter den markante indsnævring af kreditspændet.

Afkastet på de forskellige kreditsegmenter blev i august: Investment Grade 1,7% (6,0% i 2016), High Yield Bonds 2,2% (11,2% i 2016) og Emerging Market Bonds 2,2% (11,2% i 2016).

Andelen af kreditobligationer udgør samlet 11,6% ultimo perioden og er dermed overvægtet med 1,6%-point i forhold til benchmark. Fordelt på segmenter udgør Investment Grade 6,0%, High Yield Bonds 3,0% og Emerging Market Bonds 2,6%.



Aktier havde en positiv måned om end størrelsen på afkastet var mere afdæmpet end i august. Den samlede aktieportefølje gav i august et afkast på 1,1%, hvilket er 0,5%-point mere end afkastet på MSCI World (DKK), der er afdelingens benchmark. Den relative performance er i perioden positivt påvirket af allokeringen til danske aktier, overvægten af europæiske aktier samt aktieudvælgelsen inden for den globale aktieportefølje.

År til dato har aktieporteføljen givet et afkast på -0,7% mod benchmarks 2,1%. Årets underperformance på 2,8%-point kan henføres til overvægten mod europæiske aktier samt aktieudvælgelsen i den globale aktieportefølje. Eksponeringen mod danske aktier har bidraget positivt til performance. Aktieandelen var ultimo august 71,4%, hvilket udgør en undervægt i forhold til den fastsatte andel i benchmark på 3,6%-point.

Allokering

Porteføljens overordnede risikoniveau er øget marginalt gennem august. Dette afspejler sig i en relativt høj andel allokeret til kreditobligationer, herunder High Yield Bonds og Emerging Market Bonds samt aktier. Inden for aktieporteføljen har vi fastholdt overvægten til henholdsvis danske og europæiske aktier.

Konter udgør aktuelt cirka 3%.

KORTE OBLIGATIONER

Afkastet i august blev et rundet "nul", hvorved årets afkast kan opgøres til 1,0%, hvilket er 0,2%-point mere end afkastet for det opstillede benchmark.

Året har været præget af rentefald drevet af blandt andet det fortsat massive opkøb af obligationer fra ECB, men også understøttet af begrænsede forventninger til vækst og inflation. Udviklingen i august var dog yderst behersket med små bevægelser på de fleste løbetider langs rentekurven.

Spændet mellem stat- og konverterbare realkreditobligationer udviklede sig til fordel for konverterbare realkreditobligationer. Rentekurven udtrykt ved forskellen mellem 10- og 30-årige renter forblev stort set uændret.

Porteføljen har i perioden fastholdt sin overvægt til konverterbare realkreditobligationer og floaters mod en tilsvarende undervægt i rentetilpasningsobligationer samt statsobligationer. Afdelingen har i perioden været marginalt undervægtet renterisiko i forhold til benchmark.

MELLEMLANGE OBLIGATIONER (etableret 30.03.2016)

Afkastet i august blev 0,2%, hvorved årets afkast kan opgøres til 1,5%, hvilket er lidt under afkastet for benchmark, der har givet 1,6%.

Året har været præget af rentefald drevet af blandt andet det fortsat massive opkøb af obligationer fra ECB, men også understøttet af begrænsede forventninger til vækst og inflation. Udviklingen i august var dog yderst behersket med små bevægelser på de fleste løbetider langs rentekurven.

Spændet mellem stat- og konverterbare realkreditobligationer udviklede sig til fordel for konverterbare realkreditobligationer. Rentekurven udtrykt ved forskellen mellem 10- og 30-årige renter forblev stort set uændret.

Porteføljen har i perioden været overvægtet af konverterbare realkreditobligationer mod en tilsvarende undervægt i statsobligationer og rentetilpasningsobligationer. Afdelingen har haft en renterisiko svarende til benchmark - dog med en overvægt til det mellemlange rentesegment.



LANGE OBLIGATIONER

Afkastet i august blev 0,3%, hvorved årets afkast kan opgøres til 5,0%, hvilket er 0,3%-point under afkastet for det opstillede benchmark.

Spændet mellem stat- og konverterbare realkreditobligationer udviklede sig til fordel for konverterbare realkreditobligationer. Rentekurven udtrykt ved forskellen mellem 10- og 30-årige renter forblev stort set uændret.

Porteføljen har i perioden fastholdt sin primære overvægt af konverterbare realkreditobligationer samt etableret en overvægt af statsobligationer. Overvægtene er modsvaret af en undervægt i rentetilpasningsobligationer. Afdelingen har i perioden haft en lidt mindre renterisiko end benchmark - dog fortsat med en overvægt til det mellemlange rentesegment.

KREDITOBLIGATIONER

August var en meget stærk måned for kreditobligationer generelt og bød på markant indsnævring af kreditspændet på alle aktivklasserne. Porteføljen gav et afkast på 1,6% hvilket er en smule højere end benchmarket på 1,5%. Dermed har foreningen givet et afkast på imponerende 8,6% år til dato, hvilket identisk med afkastet på benchmark.

Al snak omkring Brexit er efterhånden tvunget noget i baggrunden og markedet var i august præget af faldende omsætning og en begrænset udstedelse af nye virksomhedsobligationer. Den begrænsede udstedelsesaktivitet er ganske typisk for august, som traditionelt er en feriemåned for størstedelen af Europa og USA. Begrænset udstedelsesaktivitet kombineret med stor efterspørgsel fra investorerne afstedkom en ganske markant indsnævring af kreditspændet på tværs af de forskellige kreditsegmenter. Eksempelvis blev spændet på henholdsvis amerikanske High Yield Bonds og Emerging Market Bonds indsnævret med henholdsvis 53 bp. og 31 bp. Da udsvingene i såvel USD og renten på statsobligationer var begrænsede i august, resulterede det i rigtig flotte absolutte afkast.

Den engelske centralbank, Bank of England, meddelte, at de vil køle vandet på det britiske "nej" til EU ville åbne et nyt opkøbsprogram, hvor de vil opkøbe virksomhedsobligationer fra selskaber med fokus på engelsk vækst. Dette må betragtes som et markant signal og havde da også samme effekt som en direkte pengepolitisk lempelse.

Porteføljen af Investment Grade gav et afkast på 1,2% (0,6%-point bedre end benchmark), High Yield Bonds gav 2,2% (benchmark på 2,6%), mens Emerging Market Bonds gav et afkast på 2,2% (på niveau med benchmark). I segmenterne Investment Grade og High Yield var der positive bidrag fra papirudvælgelsen, mens den relativt konservative sammensætning af High Yield porteføljen bidrog negativt i den stærke afkastmåned.

På sektorbasis var det især de råvarerrelaterede sektorer, der blev de store vindere. Dette på baggrund af den seneste tids stigning i olieprisen. Udsvingene er dog både ganske store og i begge retninger. Vi mener fortsat, at olieprisen på kort sigt har et loft på omkring de nuværende USD 50 per tønde.

Markedet for Emerging Markets obligationer fortsatte ligeledes den opadgående kurstrend fra de forgående måneder. Det midlertidige set-back i forbindelse med kupforsøget i Tyrkiet hen over sommeren, er dermed stort set forsvundet ud af markedet. Det tekniske billede for Emerging Markets er fortsat fornuftigt, da den beherskede mængde nyudstedelser i år nemt opluges af den stigende efterspørgsel. De eksterne balancer i Emerging Markets er fortsat i bedring i de fleste lande. Det er vores forventning, at vækstbilledet begynder at vise forbedringer i år efter flere år med faldende vækst i mange lande. Det er dog fortsat vigtigt at holde øje med situationen i Kina, som er afgørende for udviklingen i resten af Emerging Markets. Indtil videre ser det ud til, at myndighederne har haft held med at begrænse kapitalflugten, hvilket er afgørende for stabiliteten af det finansielle system. Den høje og fortsat stigende gældssætning er dog bekymrende.



DANSKE AKTIER

Sammen med de øvrige europæiske aktiemarkeder steg danske aktier i august. Stigningen var 1,3% målt ved OMX Copenhagen Cap_GI. Dermed har det danske aktiemarked givet 3,6% i 2016. Porteføljen gav i august et afkast på 2,1%, hvilket bringer årets afkast på 4,1%.

På selskabsfronten var månedens klart største nyhed nedjusteringen fra Novo Nordisk. Der er over de seneste år sket en konsolidering blandt de større kunder i USA, hvilket har medført et større end forventet pres på priserne i de forhandlinger, der har fundet sted inden for diabetes for 2017. Tidligere har Novo Nordisk været i stand til at hæve priserne en del over den generelle udvikling i inflationen, men meldingen i regnskabet skaber usikkerhed om, hvorvidt det kun er et 2016/2017 fænomen. Dette øger presset på Novo Nordisk om at få patienterne over på de nyere generationer af produkter, hvor der er lidt mindre priskonkurrence. Novo Nordisk faldt 17% i august. Efter månedsskiftet skiftede Novo Nordisk ud på direktørposten, hvor Lars Fruergaard Jørgensen overtager direktørstolen efter Lars Rebien Sørensen.

DSV overtog tidligere på året amerikanske Uti. Der er derfor fokus på, hvorledes integrationen gik. DSV overgik alle forventninger. Integrationen er foran planen og samtidig vinder DSV markedsandele i de eksisterende markeder. Aktien steg 12% i august.

Mærsk-aktien var også i fokus i august. Selskabet fremlægger en ny strategisk plan ultimo tredje kvartal. I markedet er der store forventninger til planen, og aktien steg allerede i august 11% på forventningen om en større ændring. En af de ting, der gættes på er, at selskabet opsplittes i to – en transport og en oliedivision – med henblik på at gøre forretningen mere fokuseret og transparent. Porteføljen er undervægtet Mærsk, idet markederne for Mærsk divisioner fortsat afspejler en grad af afmatning.

En anden af månedens højdespringere var Vestas, der steg 19%. Stigningen kom på baggrund af et regnskab, der viste fremgang på en lang række centrale parametre.

De største bidragsydere til årets performance har været Vestas (overvægtet), Torm (undervægtet) og Jyske Bank (overvægt), mens Københavns Lufthavne (undervægt), Novo Nordisk (overvægt) og Bavarian (overvægt) bidrog negativt.

GLOBALE AKTIER

Afdeling Globale Aktier gav i august et afkast på 0,8%, hvilket er 0,2%-point bedre end MSCI World (DKK). For året har afdelingen givet et afkast på -0,8 %, hvilket er 2,9%-point lavere end MSCI World (DKK), der har givet 2,1%.

August har været præget af et stabilt aktiemarked. De makroøkonomiske indikatorer har peget mod fortsat moderat vækst og en øget sandsynlighed for en amerikansk rentestigning senere på året. På den baggrund var der stærk performance for specielt de finansielle aktier, der ellers gennem året har underperformet det generelle aktiemarked markant. Modsat klarede selskaber inden for de mere defensive sektorer som Telecom og forsyning sig dårligere end det generelle aktiemarked. Sundhedssektoren havde også en svær august. Dette var på baggrund af den politiske retorik i USA mod de høje medicinalpriser.

Regnskaber for første halvår prægede særligt i starten af august porteføljens performance. Særligt regnskabet fra Novo Nordisk var skuffende, idet prispresset på selskabets insulinprodukter i USA er større end hidtil signaleret fra selskabets side i februar 2016, hvor selskabet fremlagde de finansielle mål frem til 2020. Prisforhandlingerne med en række af de vigtigste kunder menes at have resulteret i, at Novo har måttet acceptere en prisnedsættelse på deres moderne basal insulin startende i 2017. Tidligere var forventningerne, at der kunne gennemføres prisstigninger på det amerikanske marked. I markedet er der således nu en udbredt frygt for, at prisreduktioner kan blive nødvendige i årene fremover, såfremt Novo fortsat skal have adgang til markedet i USA for basal insulin. Historisk er Novo-aktien blevet handlet til en præmie i forhold til resten af sektoren. Dette har været begrundet i generelt højere vækst samt selskabets kvaliteter. Denne præmie er kommet betragteligt ned i forbindelse med udfordringerne på det amerikanske marked.



På den positive side leverede det kinesiske internetselskab Alibaba et meget stærkt regnskab. Aktien er steget fra omkring USD 80 til lige under USD 100. Væksten i Alibaba er fortsat meget høj, og selskabets marginer på salget over dets hjemmesider, T-mall og Taobao, er voksende. Samtidig er det tydeligt, at Alibaba står stærkere og stærkere på de nye områder som Medier, Maps og Cloud computing i Kina. Områder, der traditionelt er domineret af amerikanske selskaber.

Det amerikanske biotekselskab Medivation, der længe har været ombejlet af blandt andet de store medicinalsselskaber, offentliggjorde endelig at selskabet bliver overtaget af Pfizer til en pris på USD 14 mia. Selskabet er dermed det bedst performende selskab i porteføljen med en stigning på 67% i år!

Positive bidragsydere i august var Alibaba, Ally Financial og Medivation, mens Norwegian Cruise Line, Novo Nordisk og Allagan bidrog negativt.

HØJT UDBYTTET AKTIER

August måned fortsatte juli månedens positive takter omend i et lidt lavere tempo. Målt ved MSCI Europa gav de europæiske aktiemarkeder således et afkast på 0,8% i august måned og har år til dato givet et afkast på -3,6%. Til sammenligning gav porteføljen et afkast på 1,1% i august, hvilket giver et afkast for året på -3,9%.

Sommerens europæiske nøgletal har i store træk tegnet et fortsat moderat vækstbillede for Eurozonen. Der er således stadig ikke tegn på, at det overraskende britiske "nej-tak" til EU har påvirket virksomhederne negativt overordnet set. Den forholdsvis stabile udvikling i Eurozonen skyldes dels, at den indenlandske efterspørgsel driver væksten, ligesom der er tegn på, at den globale vækst har lagt vinterens recessionsfrygt bag sig og igen begynder at vise vækstfremgang. Omvendt er der dog heller ikke tegn på, at væksten er på vej op i markant højere gear.

På sektorniveau var august lidt mere af det samme fra måneden før, hvor det igen primært var de konjunkturfølsomme sektorer og især Financials, der leverede positive afkast. De engelske banker har performet på baggrund af den svækkede GBP og dermed håb om, at en recession udsættes eller undgås efter Brexit. I bund og grund er det samme udvikling, som vi har set i Europa om end i en lidt mildere grad. Tendensen er den samme i Consumer Discretionary, Industrials og Materials.

I den modsatte ende af spektret har vi Healthcare og Utilities med negative afkast. Healthcare er fortsat presset af udviklingen omkring prisfastsættelse på det amerikanske marked, det amerikanske valg samt udviklingen i Novo Nordisk. Utilities bliver generelt lidt pressede, når der er tro på en bedring af økonomien og mulighed for stigende renter. Sektoren anvendes derfor ofte som funding til køb af mere cyklisk følsomme aktier.

Performance i august er positivt påvirket af porteføljens dels overvægt til især Financials, men i særdeleshed vores selektion inden for sektoren, hvor vi som tidligere nævnt har en koncentration inden for mere defensive banker med traditionel bankdrift. Det er ING, ABN AMRO og Danske Bank, der bidrager mest til performance, uden at det i stor stil er selskabsspecifikke begivenheder, der har drevet udviklingen.

På selskabsniveau i øvrigt bidrog to af vores selskaber i Materials - Syngenta og CRH - positivt til performance. Førstnævnte efter US Security Panel godkendte ChemChinas overtagelse af selskabet og CRH på baggrund af et godt regnskab.



EUROPA VALUE AKTIER

Porteføljen gav et afkast på 1,0% i august. For året kan afkastet opgøres til -5,1%. Til sammenligning har afkastet for MSCI Europa (DKK) været 0,8% og -3,6%.

Trods mindre udsving på brede marked, var der betydelige udsving på tværs af de enkelte sektorer.

Specielt havde aktier inden for Finans en god måned. Finans har haft det svært i første del af året blandet andet grundet de lave renter. Gode økonomiske nøgletal har øget forventning til, at rente-bunden er nået, hvilket fik investorerne til at købe sig ind i bankerne. Ligeledes har det været en faktor, at der er faldet lidt mere ro omkring specielt de italienske banker, der tidligere i kvartalet var i fokus grundet deres spinkle kapitalgrundlag.

Aktierne i de defensive sektorer som Telecom, Utilities og Health Care havde en udfordrende måned. Ud over de generelle defensive karakteristika, var Health Care aktier under pres efter udtalelser fra de amerikanske sundhedsmyndigheder, der ønsker at reducere de samlede udgifter til medicin.

Markedet oplevede et mini cyklisk rally i august med rotationen ind i mere cykliske sektorer.

Selvom der er roteret ud af defensive og stabile aktier, ser den relative prissætning mellem defensive og cykliske aktier fortsat noget anstrengt ud. Således er en række investorer villige til at betale en endog meget høj pris for sikkerhed i det fremtidige cashflow.

Med Finans i førertrøjen er periodens bedste absolutte og relative performance skabt af henholdsvis NN Group (forsikring) og Danske Bank. Endvidere bidrog det engelske selskab Persimon (husbyggeri) positivt. Selskabet er kommet stærkt igen efter Brexit. De negative bidragsydere var Merck (sundhed) og Heineken (stabil forbrug).

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.