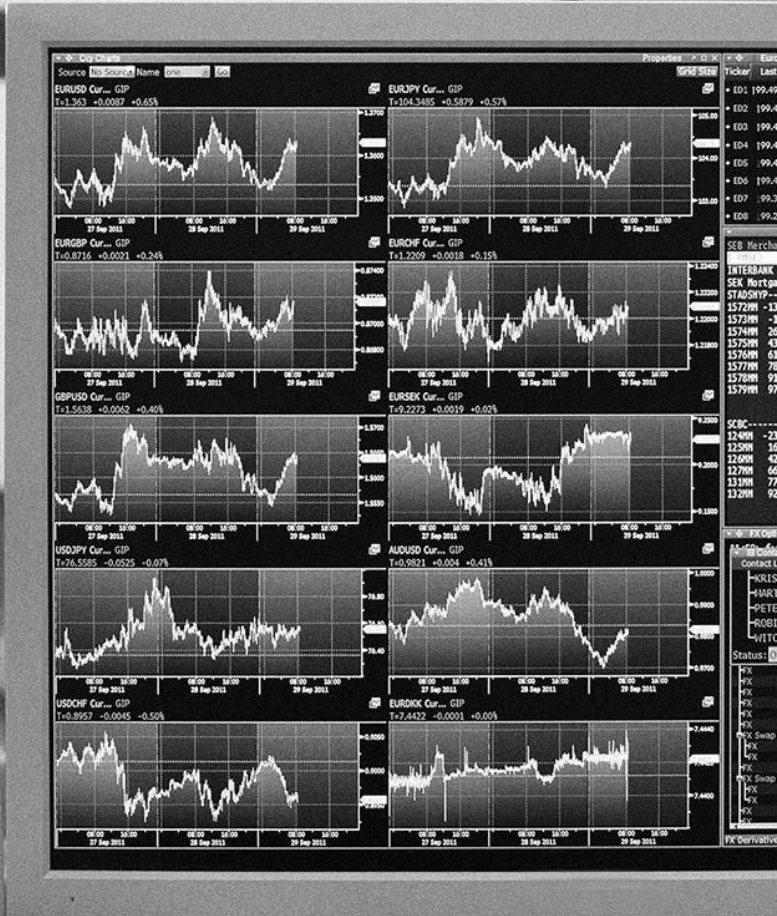
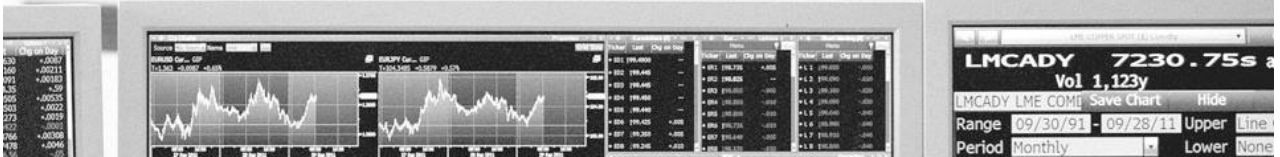


PFA INVEST

NYHEDSBREV – AUGUST 2016





MARKEDSKOMMENTAR

Juli var en stærk måned for risikofyldte aktiver. De højeste afkast kom fra aktiemarkederne, men også kreditobligationer gav høje afkast. Danske stats- og realkreditobligationer gav små positive afkast, mens europæiske statsobligationer gav solide afkast understøttet af faldende renter i blandt andet Sydeuropa.

Drivkræfterne bag opturen i risikofyldte aktiver var en kombination af bedre end ventede nøgletal, forventninger om en meget lempelig global pengepolitik efter Brexit samt det faktum, at mange porteføljeformere har væsentligt mindre risiko i deres porteføljer end normalt, hvilket har presset nogle til at købe i et stigende marked.

Ikke mindst de amerikanske nøgletal er kommet bedre ud end ventet i juli anført af et stærkt beskæftigelsestal fra månedens start. Eneste større skuffelse har været en noget lavere BNP-vækst end ventet, hvilket dog primært skyldes midlertidige faktorer, herunder at virksomhederne har nedbragt lagre.

I Japan vandt premierminister Shinzō Abe en stor sejr ved valget til overhuset. Efterfølgende er der blevet annonceret både finans- og pengepolitiske lempelser i juli. I Europa har de økonomiske nøgletal også overrasket positivt trods briternes beslutning om at forlade EU.

På den politiske front tårner udfordringerne sig dog op og varsler et uroligt efterår på markederne. Det amerikanske præsidentvalg den 8. november vil spille en stigende rolle på markederne. I Europa vil Brexit-forhandlinger, situationen i Tyrkiet samt flygtninge- og terror-situationen være fokusområder. Endelig betyder de pæne data fra USA, at den amerikanske centralbank atter har fået styrket sit alibi for at overveje en renteforhøjelse i andet halvår. Chefen for den amerikanske centralbank, Janet Yellen, holder tale den 26. august på det årlige centralbanksmøde i Jackson Hole, og det bliver meget spændende at høre, hvilke signaler hun og andre ledende medlemmer fra verdens centralbanker sender.



AFKASTOVERSIGT 2016 - PFA INVEST

PFA INVEST AFDELINGER	Juli	2016	2015	2014	Afkast siden start	Start
PFA Invest Balance A	1,8%	3,3%	7,1%	12,4%	24,4%	28-01-2014
PFA Invest Balance B	2,9%	1,3%	10,3%	15,4%	46,4%	01-10-2012
PFA Invest Balance C	3,5%	-0,2%	-0,9%	N/A	-1,1%	05-05-2015
PFA Invest Globale Aktier (D)	5,0%	-1,6%	17,7%	18,5%	72,8%	01-10-2012

PFA Invest Korte Obligationer	-0,1%	1,0%	-1,4%	2,3%	3,4%	01-10-2012
PFA Invest Mellemlange Obligationer	0,0%	1,2%	N/A	N/A	1,2%	30-03-2016
PFA Invest Lange Obligationer	0,1%	4,7%	-1,1%	5,6%	11,2%	01-10-2012
PFA Invest Kreditobligationer	1,8%	6,9%	7,8%	19,4%	35,7%	01-10-2012
PFA Invest Danske Aktier	3,7%	2,0%	36,4%	17,9%	125,5%	01-10-2012
PFA Invest Højt Udbytte Aktier	2,9%	-5,0%	11,4%	8,2%	37,2%	20-12-2012
PFA Invest Europa Value Aktier	3,9%	-6,1%	14,1%	-0,9%	6,2%	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

De finansielle markeder oplevede en pæn fremgang målt ved risikofyldte aktiver i juli. Dermed ser det ud til, at markederne har lagt det negative syn i kølvandet på den britiske beslutning om at forlade EU-samarbejdet på hylden – i det mindste for en periode. Med samlet set små forskydninger i renterne på statsobligationer og et marginalt udsving i USD mod DKK blev måneden god for den balancerede investor.

Renten på danske statsobligationer sluttede måneden meget tæt på niveauet fra ultimo juni. Den længere del af rentekurven faldt marginalt med nogle få bp., hvorved rentekurven forblev uændret. I perioden har realkreditobligationer klaret sig marginalt bedre end tilsvarende statsobligationer. EUR-denominerede udenlandske statsobligationer klarede sig i juli markant bedre end tilsvarende danske, hvilket primært kan tilskrives større rentefald på især sydeuropæiske statsobligationer.

Kreditobligationer havde generelt en god juli måned på tværs af de forskellige kreditsegmenter. Med relativt stabile renter på statsobligationer oplevede Investment Grade og Emerging Market Bonds begge lavere afkast end såvel amerikanske som europæiske High Yield virksomhedsobligationer. High Yield segmentet fortsætter den flotte udvikling. I juli faldt kreditspændet på amerikansk High Yield med 51 bp. Interessant nok fortsatte den stærke udvikling inden for energi- og råvarerelaterede udstedelser den flotte performance i en måned, hvor olieprisen faldt 15%. Denne udvikling giver anledning til lettere løftede øjenbryn, idet den stærke udvikling tidligere på året er sket samtidig med en stigende oliepris!



Aktiemarkedet leverede solide gevinster i juli. Målt ved MSCI World kan afkastet opgøres til 3,5%. Det globale aktieafkast dækker over en meget ensartet udvikling på tværs af regioner. Japanske aktier (+5,8%) samt aktier fra Emerging Markets (+4,3%) klarede sig bedst, mens nordamerikanske aktier (+3,0%) klarede sig dårligst. Danske aktier gav et afkast i juli på 4,0% målt ved OMX Copenhagen Cap_GI indeks.

Ved udgangen af juli er regnskabsæsonen for andet kvartal skudt i gang. Som det vil kunne huskes fra tidligere rapportering var regnskaberne fra første kvartal generelt skuffende, samtidig med at forventningerne til såvel andet kvartal som resten af 2016 blev reduceret kraftigt. I skrivende stund har cirka 60% af de amerikanske S&P500 selskaber rapporteret, mens 62% af de europæiske selskaber i Stoxx600 har rapporteret. I forhold til forventningerne har de amerikanske selskaber klaret sig bedst. Således har 81% af selskaberne overrasket positivt på EPS. Det tilsvarende tal for europæiske selskaber er 59%. Ser man på EPS-væksten er den opgjort til -4% år-til-år for amerikanske selskaber og -8% for de europæiske. Dette vidner om det lave forventningsniveau, der var forud for rapporteringen. Ser man på forventningerne til eksempelvis 2017, ser de stadig lidt høje ud, hvilket helt sikkert vil blive et tema, der vil blive adresseret af analytikerne hen over efteråret.

Periodens afkast kan opgøres til 1,8%, hvilket er 0,4%-point mere end benchmark. År til dato er afkastet 3,3% mod benchmarks 4,7%.

Med baggrund i de samlet set små udsving gav porteføljens andel af traditionelle danske stats- og realkreditobligationer i juli et beskedent afkast på 0,1%, hvilket er på niveau med afkastet på benchmark. For året har danske obligationer givet et afkast på 4,3%, hvilket er 0,8%-point lavere end afkastet på benchmark. Andelen af danske obligationer udgør ultimo juli 35,0% mod en andel i benchmark på 40,0%.

Kreditobligationer, på tværs af ratingsegmenter, havde en stærk udvikling i juli. Stærkest var udviklingen dog i High Yield segmentet. Afkastet på porteføljens andel af kreditobligationer kan opgøres til 1,7%, hvilket er 0,6%-point mere end afkastet for det sammenvægtede benchmark. For året har kreditobligationer givet et afkast på 6,8%, hvilket er 0,5%-point mere end benchmark. Perioden bød på en markant indsnævring af kreditspændet på High Yield obligationer, mens udviklingen inden for Investment Grade og Emerging Market Bonds var mere behersket.

Afkastet på de forskellige kreditsegmenter blev i juli: Investment Grade 2,0%, High Yield Bonds 2,2% og Emerging Market Bonds 1,1%. Andelen af kreditobligationer udgør samlet 36,1% ultimo perioden fordelt med Investment Grade 18,1%, High Yield Bonds 8,7% og Emerging Market Bonds 8,9%.

Aktieporteføljen gav samlet set et afkast på 4,7% i juli, hvilket er 1,2%-point mere end benchmark, der målt ved MSCI World (DKK) gav 3,5%. Periodens merperformance kan henføres til allokeringen til danske aktier samt aktieudvælgelsen i globale aktieportefølje. I modsat retning trækker den regionale allokering til europæiske aktier. For året har aktieporteføljen givet et afkast på -2,2% mod et afkast for MSCI World (DKK) på 1,6%. Aktieandelen var ultimo juli 24,7%, hvilket er en marginal undervægt på 0,3%-point i forhold til det opstillede benchmark.

Allokering:

Risikoniveauet er gennem juli generelt fastholdt på et uændret niveau.



BALANCE B

De finansielle markeder oplevede en pæn fremgang målt ved risikofyldte aktiver i juli. Dermed ser det ud til, at markederne har lagt det negative syn i kølvandet på den britiske beslutning om at forlade EU-samarbejdet på hylden – i det mindste for en periode. Med samlet set små forskydninger i renterne på statsobligationer og et marginalt udsving i USD mod DKK blev måneden god for den balancerede investor.

Renten på danske statsobligationer sluttede måneden meget tæt på niveauet fra ultimo juni. Den længere del af rentekurven faldt marginalt med nogle få bp., hvorved rentekurven forblev uændret. I perioden har realkreditobligationer klaret sig marginalt bedre end tilsvarende statsobligationer. EUR-denominerede udenlandske statsobligationer klarede sig i juli markant bedre end tilsvarende danske, hvilket primært kan tilskrives større rentefald på især sydeuropæiske statsobligationer.

Kreditobligationer havde generelt en god juli måned på tværs af de forskellige kreditsegmenter. Med relativt stabile renter på statsobligationer oplevede Investment Grade og Emerging Market Bonds begge lavere afkast end såvel amerikanske som europæiske High Yield virksomhedsobligationer. High Yield segmentet fortsætter den flotte udvikling. I juli faldt kreditspændet på amerikansk High Yield med 51 bp. Interessant nok fortsatte den stærke udvikling inden for energi- og råvarerelaterede udstedelser den flotte performance i en måned, hvor olieprisen faldt 15%. Denne udvikling giver anledning til lettere løftede øjenbryn, idet den stærke udvikling tidligere på året er sket samtidig med en stigende oliepris!

Aktiemarkedet leverede solide gevinster i juli. Målt ved MSCI World kan afkastet opgøres til 3,5%. Det globale aktieafkast dækker over en meget ensartet udvikling på tværs af regioner. Japanske aktier (+5,8%) samt aktier fra Emerging Markets (+4,3%) klarede sig bedst, mens nordamerikanske aktier (+3,0%) klarede sig dårligst. Danske aktier gav et afkast i juli på 4,0% målt ved OMX Copenhagen Cap_GI indeks.

Ved udgangen af juli er regnskabssæsonen for andet kvartal skudt i gang. Som det vil kunne huskes fra tidligere rapportering var regnskaberne fra første kvartal generelt skuffende, samtidig med at forventningerne til såvel andet kvartal som resten af 2016 blev reduceret kraftigt. I skrivende stund har cirka 60% af de amerikanske S&P500 selskaber rapporteret, mens 62% af de europæiske selskaber i Stoxx600 har rapporteret. I forhold til forventningerne har de amerikanske selskaber klaret sig bedst. Således har 81% af selskaberne overrasket positivt på EPS. Det tilsvarende tal for europæiske selskaber er 59%. Ser man på EPS-væksten er den opgjort til -4% år-til-år for amerikanske selskaber og -8% for de europæiske. Dette vidner om det lave forventningsniveau, der var forud for rapporteringen. Ser man på forventningerne til eksempelvis 2017, ser de stadig lidt høje ud, hvilket helt sikkert vil blive et tema, der vil blive adresseret af analytikerne hen over efteråret.

Periodens afkast kan opgøres til 2,9%, hvilket er 0,7%-point mere end benchmark. År til dato er afkastet 1,3% mod benchmarks 3,6%.

Med baggrund i de samlet set små udsving måned - måned i juli gav porteføljens andel af traditionelle danske stats- og realkreditobligationer i juli et beskedent afkast på 0,1%, hvilket er på niveau med afkastet på benchmark. For året har danske obligationer givet et afkast på 4,3%, hvilket er 0,8%-point lavere end afkastet på benchmark. Andelen af danske obligationer udgør ultimo juli 21,6% mod en andel i benchmark på 25,0%.

Kreditobligationer, på tværs af ratingsegmenter, havde en stærk udvikling i juli. Stærkest var udviklingen dog i High Yield segmentet. Afkastet på porteføljens andel af kreditobligationer kan opgøres til 1,9%, hvilket er 0,7%-point mere end afkastet for det sammenvægtede benchmark. For året har kreditobligationer givet et afkast på 7,1%, hvilket er 0,1%-point mere end benchmark. Perioden bød på en markant indsnævring af kreditspændet på High Yield obligationer, mens udviklingen inden for Investment Grade og Emerging Market Bonds var mere behersket.

Afkastet på de forskellige kreditsegmenter blev i juli: Investment Grade 2,0%, High Yield Bonds 2,2% og Emerging Market Bonds 1,1%. Andelen af kreditobligationer udgør samlet 21,0% ultimo perioden fordelt med Investment Grade 10,4%, High Yield Bonds 5,4% og Emerging Market Bonds 5,2%.



Aktieporteføljen gav samlet set et afkast på 4,7% i juli, hvilket er 1,2%-point mere end benchmark, der målt ved MSCI World (DKK) gav 3,5%. Periodens merperformance kan henføres til allokeringen til danske aktier samt aktieudvælgelsen i globale aktieportefølje. I modsat retning trækker den regionale allokering til europæiske aktier. For året har aktieporteføljen givet et afkast på -1,8% mod et afkast for MSCI World (DKK) på 1,6%. Aktieandelen var ultimo juli 53,9%, hvilket er en marginal undervægt på 1,1%-point i forhold til det opstillede benchmark.

Allokering

Primo juli blev andelen af Kreditobligationer øget med 2%-point med fokus på High Yield Bonds.

BALANCE C

De finansielle markeder oplevede en pæn fremgang målt ved risikofyldte aktiver i juli. Dermed ser det ud til, at markederne har lagt det negative syn i kølvandet på den britiske beslutning om at forlade EU- samarbejdet på hylden – i det mindste for en periode. Med samlet set små forskydninger i renterne på statsobligationer og et marginalt udsving i USD mod DKK blev måneden god for den balancerede investor.

Renten på danske statsobligationer sluttede måneden meget tæt på niveauet fra ultimo juni. Den længere del af rentekurven faldt marginalt med nogle få bp., hvorved rentekurven forblev uændret. I perioden har realkreditobligationer klaret sig marginalt bedre end tilsvarende statsobligationer. EUR-denominerede udenlandske statsobligationer klarede sig i juli markant bedre end tilsvarende danske, hvilket primært kan tilskrives større rentefald på især sydeuropæiske statsobligationer.

Kreditobligationer havde generelt en god juli måned på tværs af de forskellige kreditsegmenter. Med relativt stabile renter på statsobligationer oplevede Investment Grade og Emerging Market Bonds begge lavere afkast end såvel amerikanske som europæiske High Yield virksomhedsobligationer. High Yield segmentet fortsætter den flotte udvikling. I juli faldt kreditspændet på amerikansk High Yield med 51 bp. Interessant nok fortsatte den stærke udvikling inden for energi- og råvarerelaterede udstedelser den flotte performance i en måned, hvor olieprisen faldt 15%. Denne udvikling giver anledning til lettere løftede øjenbryn, idet den stærke udvikling tidligere på året er sket samtidig med en stigende oliepris!

Aktiemarkedet leverede solide gevinster i juli. Målt ved MSCI World kan afkastet opgøres til 3,5%. Det globale aktieafkast dækker over en meget ensartet udvikling på tværs af regioner. Japanske aktier (+5,8%) samt aktier fra Emerging Markets (+4,3%) klarede sig bedst, mens nordamerikanske aktier (+3,0%) klarede sig dårligst. Danske aktier gav et afkast i juli på 4,0% målt ved OMX Copenhagen Cap_GI indeks.

Ved udgangen af juli er regnskabs sæsonen for andet kvartal skudt i gang. Som det vil kunne huskes fra tidligere rapportering var regnskaberne fra første kvartal generelt skuffende, samtidig med at forventningerne til såvel andet kvartal som resten af 2016 blev reduceret kraftigt. I skrivende stund har cirka 60% af de amerikanske S&P500 selskaber rapporteret, mens 62% af de europæiske selskaber i Stoxx600 har rapporteret. I forhold til forventningerne har de amerikanske selskaber klaret sig bedst. Således har 81% af selskaberne overrasket positivt på EPS. Det tilsvarende tal for europæiske selskaber er 59%. Ser man på EPS-væksten er den opgjort til -4% år-til-år for amerikanske selskaber og -8% for de europæiske. Dette vidner om det lave forventningsniveau, der var forud for rapporteringen. Ser man på forventningerne til eksempelvis 2017, ser de stadig lidt høje ud, hvilket helt sikkert vil blive et tema, der vil blive adresseret af analytikerne hen over efteråret.



Periodens afkast kan opgøres til 3,5%, hvilket er 0,7%-point mere end benchmark. År til dato er afkastet -0,2% mod benchmarks 2,7%.

Med baggrund i de samlet set små udsving måned - måned i juli gav porteføljens andel af traditionelle danske stats- og realkreditobligationer i juli et beskedent afkast på 0,1%, hvilket er på niveau med afkastet på benchmark. For året har danske obligationer givet et afkast på 4,1%, hvilket er 0,9%-point lavere end afkastet på benchmark. Andelen af danske obligationer udgør ultimo juli 13,7% mod en andel i benchmark på 15,0%.

Kreditobligationer, på tværs af ratingsegmenter, havde en stærk udvikling i juli. Stærkest var udviklingen dog i High Yield segmentet. Afkastet på porteføljens andel af kreditobligationer kan opgøres til 1,8%, hvilket er 0,5%-point mere end afkastet for det sammenvægtede benchmark. For året har kreditobligationer givet et afkast på 6,9%. Perioden bød på en markant indsnævring af kreditspændet på High Yield obligationer, mens udviklingen inden for Investment Grade og Emerging Market Bonds var mere behersket.

Afkastet på de forskellige kreditsegmenter blev i juli: Investment Grade 2,0%, High Yield Bonds 2,2% og Emerging Market Bonds 1,1%. Andelen af kreditobligationer udgør samlet 11,9% ultimo perioden fordelt med Investment Grade 5,8%, High Yield Bonds 3,1% og Emerging Market Bonds 3,0%.

Aktieporteføljen gav samlet set et afkast på 4,6% i juli, hvilket er 1,1%-point mere end benchmark, der målt ved MSCI World (DKK) gav 3,5%. Periodens merperformance kan henføres til allokeringen til danske aktier samt aktieudvælgelsen i globale aktieportefølje. I modsat retning trækker den regionale allokering til europæiske aktier. For året har aktieporteføljen givet et afkast på -1,7% mod et afkast for MSCI World (DKK) på 1,6%. Andelen af aktier var ultimo juli 72,2%, hvilket er en undervægt på 2,8%-point i forhold til det opstillede benchmark.

Allokering

Primo juli blev andelen af Kreditobligationer øget med 2%-point med fokus på High Yield Bonds.



KORTE OBLIGATIONER

Afkastet i juli blev -0,1%, hvorved årets afkast kan opgøres til 1,0%, hvilket er 0,3%-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 juli var dog yderst behersket med små bevægelser på de fleste løbetider langs rentekurven.

Spændet mellem stat- og konverterbare realkreditobligationer blev generelt udvidet, mens spændet på rentetilpasningsobligationer og højt forrentede konverterbare forblev uændret til lavere. 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 juli blev 0,0%, hvorved årets afkast kan opgøres til 1,2%, hvilket er lidt under afkastet for benchmark, der har givet 1,4%.

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 juli var dog yderst behersket med små bevægelser på de fleste løbetider langs rentekurven. 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 juli blev 0,1%, hvorved årets afkast kan opgøres til 4,7%, hvilket er 0,4%-point under 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 juli var dog yderst behersket med små bevægelser på de fleste løbetider langs rentekurven. 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 overvægtet af statsobligationer. Overvægtene er modsvaret af en undervægt i rentetilpasningsobligationer. Afdelingen har i perioden haft en lidt mindre renterisiko i forhold til benchmark - dog fortsat med en overvægt til det mellemlange rentesegment.



KREDOBBLIGATIONER

Juli måned var igen præget af stærk søgning efter risikofyldte aktiver og foreningen gav et afkast på 1,8%, hvilket udgjorde et stærkt merafkast på 0,5%-point i forhold til benchmark, som gav 1,3%. Dermed har foreningen givet et afkast på 6,9% år til dato, hvilket er på niveau med afkastet for benchmark.

Efterdønningerne fra folkeafstemningen i Storbritannien fortog sig relativt hurtigt og søgningen efter risikofyldte aktiver fortsatte i juli. Siden juni har der samtidig været en betydelig stigning i nettoinvesteringer til især Emerging Market og High Yield, målt på EPFR's tal for globale offentlige investeringsforeninger. Det vil tage tid inden den nye politiske og økonomiske usikkerhed omkring udviklingen i Storbritannien viser sig i de økonomiske nøgletal. Samtidig blev opgøret omkring det politiske lederskab i Storbritannien hurtigt afsluttet, hvilket hjalp med at bringe usikkerheden ned. De ledende renter i Europa og USA oplevede derimod en foreløbig bund i juli. Renteniveauet er dog fortsat at finde på rekordlave niveauer. Samlet set var juli en stærk måned for kreditobligationsmarkedet, der oplevede en indsnævring af kreditspændet på tværs af alle aktivklasser. Stærkest var udviklingen inden for High Yield obligationer. Alle kreditklasser har haft solide positive afkast for året.

Porteføljen af Investment Grade gav et afkast på 2,0% (1,1%-point bedre end benchmark). High Yield Bonds gav et afkast på 2,2% (0,2%-point bedre end benchmark) og Emerging Markets gav et afkast på 1,1%, hvilket er på niveau med benchmark. På tværs af kreditsegmenter var det primært papirudvælgelsen, der bidrog positivt til performance i måneden.

For Investment Grade blev juli endnu en stærk måned. Markedet rystede hurtigt Brexit-resultatet af sig, og kreditspændet indsnævredes til et lavere niveau end før UK afstemningen! Indsnævringen af kreditspændet var således den primære kilde til det solide månedsafkast. På sektorniveau var det især de cykliske industriselskaber, der bidrog positivt, mens banker generelt underperformede op til European Banking Authority's stress test i slutningen af måneden.

High Yield segmentet havde en stærk måned, selvom der var enkelte segmenter som fremstod en smule svagere. Energi-sektoren var en af underperformerne på sektorbasis. Vi har tidligere nævnt, at olieprisen sandsynligvis havde nået et loft på omkring \$50. I løbet af måneden så vi et kraftigt fald i olieprisen på cirka 15% til under \$40 trukket af høje lagerbeholdninger. De øvrige råvaresektorer havde derimod endnu en stærk måned. I den modsatte ende var der generelt svaghed i banksektoren på baggrund af negative nyheder omkring Europæiske banker samt EBA's stress test sidst på måneden.

Månedens absolut største begivenhed inden for Emerging Markets var kupforsøget i Tyrkiet, som en del af militæret havde startet. Kupforsøget mislykkedes, hvilket er meget positivt. Men at det overhovedet kom så langt er negativt for segmentet. Den politiske usikkerhed i Emerging Markets er gennem en årrække faldet, men gennem de seneste par år er der en tendens til, at den er blevet forøget i en række lande. Mange Emerging Markets lande har fortsat svagere politiske og økonomiske institutioner i forhold til Vestlige lande, der ligeledes kan fremvise eksempler på politisk opbrud, jævnfør senest valget i Storbritannien. Samtidig er det blevet væsentligt sværere at opretholde et højt vækstniveau i mange lande, som føder ind i en højere politisk utilfredshed både i Emerging Markets og i den vestlige verden. Det er dog vigtigt at holde sig for øje, at Emerging Markets generelt set er langt rigere og mere udviklet end for 15-20 år siden, ligesom gruppen af lande, der bevæger sig i den positive retning er stigende. Den politiske risiko har altid være en del af det, at investere i Emerging Markets, hvorfor det er et centralt vurderingspunkt, når investeringens risiko skal vurderes. Porteføljen har været defensivt positioneret i Tyrkiet, idet vi ikke vurderede, at kursniveauerne afspejlede den risiko, som investeringerne havde. Isoleret set gav undervægtten i Tyrkiet et mindre positivt bidrag til den del af porteføljen, der er allokert til Emerging Markets i måneden.



DANSKE AKTIER

Det danske aktiemarked kom hurtigt igen efter den umiddelbare uro i kølvandet på Brexit. Danske aktier steg 4,0% i juli målt ved OMX Copenhagen Cap_GI. Dermed har danske aktier givet 2,0% i 2016. Porteføljen gav i juli et afkast på 3,7%, hvilket bringer årets afkast på 2,0%. Årets afkast er 0,4%-point lavere end for det opstillede benchmark.

Trods markedets sommerstemning var der gennem juli en del selskabsspecifikke nyheder.

TDC steg 7% efter selskabet bekræftede, at der var en kapitalfond, der havde interesse i et købstilbud på selskabet.

Bankerne steg med det øvrige marked og var præget af regnskaber fra Danske Bank og Nordea. Indtjeningen er presset af de lave renter, hvilket understregede, at bankerne ikke er vækstvirksomheder, men mere skal ses som udbytteselskaber der udbetaler deres overskudskapital til aktionærerne.

ALK, der laver produkter mod allergi, faldt 18%, da en samarbejdspartner opsagde aftalen med ALK på det amerikanske marked.

Pandora var også blandt de få selskaber, der faldt i juli. Årsagen var dels at sølvprisen steg samtidig med, at det ser ud til at antal besøgende i de amerikanske indkøbscentre er aftagende.

Ganske få danske selskaber har aflagt regnskab i juli, så det er endnu for tidligt at sige noget mere generelt om tendensen.

De største bidragsydere for første halvår var AP Møller Mærsk, Torm og Genmab, mens Lundbeck, Simcorp og Nordea bidrog negativt.

GLOBALE AKTIER

Afdeling Globale Aktier gav i juli et afkast på 5,0%, hvilket er 1,5%-point bedre end MSCI World (DKK). For året har afdelingen givet et afkast på -1,6 %, hvilket er 3,2%-point lavere end MSCI World (DKK), der er afdelingens benchmark.

Efter Brexit har aktiemarkedet rettet sig overraskende hurtigt - særligt i USA, hvor S&P500 satte en ny All-Time-High i løbet af juli. Forventningsdannelsen op til afstemningen var meget afdæmpet, og trods Brexit-resultatet, var afklaringen i sig selv en lettelse for aktieinvestorerne. Samtidig har de økonomiske nøgletal samt regnskabsresultaterne generelt været positive og dermed medvirkende til opdriften på aktiemarkederne. Det skal dog i den sammenhæng fremhæves, at analytikerne i årets første måneder nedjusterede forventningerne til de kommende regnskabsresultater betydeligt. For året som helhed er det dog fortsat de defensive og stabile selskaber, og dermed også de dyre aktier, der har klaret sig bedst. Porteføljen er undervægtet i de defensive og dyre aktier, hvorfor aktieafkastet i år ikke indtil videre har kunnet følge med markedsafkastet.

Afdelingens selskaber er generelt kommet med gode regnskaber, der har overrasket aktiemarkedet positivt. Blandt andet var regnskaberne fra teknologiselskaberne SAP, Apple, Amazon og Google alle bedre end forventet. Fødevarer-selskabet Danone og producenten af luksusvarer Kering, der blandt andet står bag Gucci og Yves Saint Laurent, og som begge blev tilføjet porteføljen i juni, aflagde begge særdeles gode regnskaber. Estimaterne for disse selskaber var begge blevet nedjusteret betydeligt i årets første del.

Porteføljens cykliske forbrugsselskaber som Volkswagen og Continental, der er underleverandører til bilindustrien samt Norwegian Cruise Line, har alle haft et usædvanligt svært år og handles aktuelt til priser i forhold til forventet indtjening på henholdsvis 5,5, 11,1 og 8,4 - trods fortsatte gode resultater. Det er vores vurdering, at disse selskaber repræsenterer en større værdi end markedet pt. tillægger disse. Volkswagen og Continental er eksempelvis begge kommet med bedre regnskaber end forventet.

Positive bidragsydere i juli var S&P Global, SAP og Synchrony Financial, mens Aetna og Pandora bidrog negativt.



HØJT UDBYTTE AKTIER

Juli var en stærk måned for risikofyldte aktiver, herunder aktier. Europæiske aktier klarede sig på niveau med globale aktier i perioden, men underperformer markant år til dato. De europæiske aktiemarkeder gav således et afkast på 3,5% i juli måned og -4,3% for året målt ved MSCI Europe. Til sammenligning gav porteføljen henholdsvis 2,9% og -4,3%.

Drivkræfterne bag opturen i risikofyldte aktiver var en kombination af bedre end ventede nøgletal samt forventninger om en meget lempelig global pengepolitik efter Brexit. Endelig har man fra engelsk side også allerede indikeret, at man vil bekæmpe økonomisk afmatning med nye finans- og pengepolitiske tiltag.

Regnskabssæsonen i Europa er startet og der har generelt været tale om regnskaber, der lever op til eller overrasker positivt i forhold til markedets reducerede forventninger, hvilket også har bidraget til den positive stemning.

Ved udgangen af juli er regnskabssæsonen for andet kvartal skudt i gang. Som det vil kunne huskes fra tidligere rapportering, var regnskaberne fra første kvartal generelt skuffende, samtidig med at forventningerne til såvel andet kvartal som resten af 2016 blev reduceret kraftigt. I skrivende stund har cirka 60% af de amerikanske S&P500 selskaber rapporteret, mens 62% af de europæiske selskaber i Stoxx600 har rapporteret. I forhold til forventningerne har de amerikanske selskaber klaret sig bedst. Således har 81% af selskaberne overrasket positivt på EPS. Det tilsvarende tal for europæiske selskaber er 59%. Ser man på EPS-væksten er den opgjort til -4% år-til-år for amerikanske selskaber og -8% for de europæiske. Dette vidner om det lave forventningsniveau, der var forud for rapporteringen. Ser man på forventningerne til eksempelvis 2017, ser de stadig lidt høje ud, hvilket helt sikkert vil blive et tema, der vil blive adresseret af analytikerne hen over efteråret.

På sektorniveau inden for MSCI Europa kom det bedste afkast fra de konjunkturfølsomme sektorer som Industri og Consumer Discretionary samt Finans og IT. I Finans har der været stor fokus på offentliggørelsen af den europæiske stresstest af banker, der blev offentliggjort på månedens sidste dag. Den var dog uden de store overraskelser eller konsekvenser. Performance i IT var drevet af gode regnskaber fra flere selskaber. Især sektorens største selskab, SAP, overraskede positivt og sluttede måneden 11% højere.

Porteføljens afkast kan i juli opgøres til 2,9% mod benchmarks 3,5%. For året har porteføljen givet et afkast på -5,0% svarende til en underperformance på 0,7% i forhold til afkastet for MSCI Europa (DKK).

Performance i juli er påvirket af vores undervægt i de cykliske sektorer som Consumer Discretionary, Industri og Materials, der alle outperformede i juli måned oven på Brexit. I Materials er performance yderligere påvirket af vores overvægt i BASF og Syngenta, der begge kom med lidt skuffende resultater. Der har generelt været lidt pres på selskaber med eksponering inden for agrochemicals, hvor især Bayer og BASF kom med skuffende regnskaber. Det største positive performancebidrag på sektorniveau kom fra Cons. Staples, hvor det var selskaberne Ahold Delhaize og Tate & Lyle, der bidrog positivt.

På selskabsniveau var det overordnet set Microsoft, Cap Gemini og Synchrony der bidrog positivt til performance. Microsoft kom med et flot regnskab der stort set overraskede positivt på alle punkter. Performance i Synchrony var en funktion af et fornuftigt regnskab oven på sidste måneds dårlige performance. Selskabet bekræftede, at de annoncerede hensættelser, som aktien faldt på i juli, kommer, fordi niveauet for hensættelser er historisk lavt. Dermed er der ikke umiddelbart tegn på unaturlig forværring af kreditkvaliteten.



EUROPA VALUE AKTIER

Europæiske aktier kom stærkt igen efter den britiske EU-afstemning i juni.

Porteføljen har i juli givet et afkast på 3,9%. For året er porteføljeafkastet -6,1%. Til sammenligning gav MSCI Europa (DKK) et afkast på hhv. 3,5% og -4,3%.

Efter en massiv rotation ind i defensive sektorer i juni, allokerede investorerne mere ind i de cykliske sektorer, der oplevede pæne stigninger i juli. Således var der god performance i cyklisk forbrug, IT og råvareselskaber bortset fra energi, der faldt i juli.

Normalt vil bankaktier også stige i et sådant scenarior, men lave renter kombineret med kapitalproblemer i specielt de sydeuropæiske banker, lagde en dæmper på aktiekurserne inden for finanssektoren. De kvantitative pengepolitiske lempelser fra den europæiske centralbank, ECB, er ikke ubetinget godt nyt for banksektoren, idet formålet hermed er at presse renterne endnu længere ned.

Det cykliske rally vi så på aktiemarkedet i juli, indsnævrede noget af den ekstra præmie som investorerne betaler for defensive aktier. Det ændrer dog ikke på vurderingen af, at defensive aktier med lave udsving i indtjeningen, fortsat ser dyre ud.

Porteføljen har en neutral sektoreksponering i forhold til benchmark, hvorfor det relative afkast i mindre grad påvirkes af disse sektor rotationer.

På selskabsniveau var de største bidragsydere i porteføljen for første halvår Arkema, 3i samt Atos, mens Easy Jet, mens selskaberne ITV og NN Group bidrog negativt.

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.