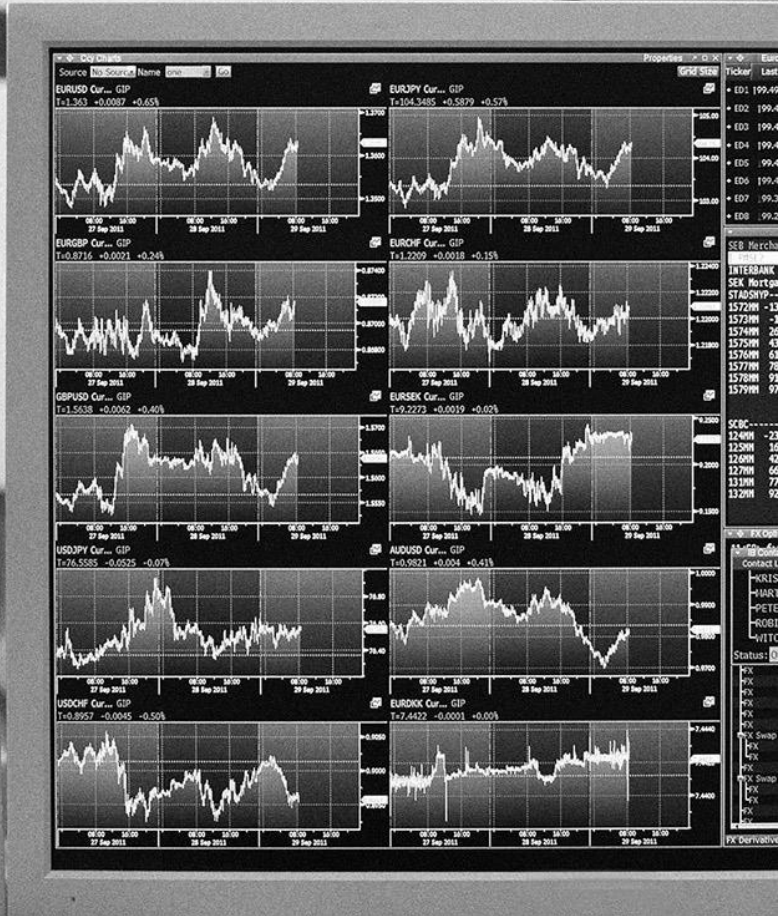
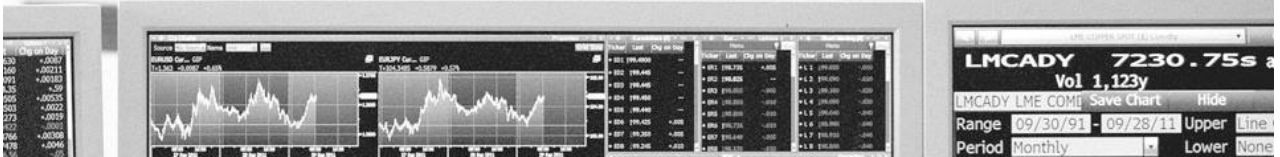


PFA INVEST

NYHEDSBREV – JULI 2016





MARKEDSKOMMENTAR

Økonomiske bekymringer og politisk minefelt

2016 har indtil videre budt på store udsving på de finansielle markeder. Skiftende vinde fra den økonomiske udvikling og det politiske minefelt har resulteret i store forskelle på afkast fra forskellige aktivklasser, set med en dansk investors øjne. Senest medførte briternes beslutning om at forlade EU-samarbejdet store kursfald blandt mere risikofyldte aktiver som aktier, mens "sikker havn" aktiver som obligationer, dollar og yen blev styrket. Den politiske uro kom kort tid efter, at markedet havde fordøjet en kortvarig opblussen af bekymring for en global recession og aftagende amerikansk vækst.

Aktiefald dækker over store forskelle

Globale aktier har givet et lille negativt afkast i DKK på 1,3% i første halvår af 2016, men det beskedne fald dækker over store udsving både mellem regioner, sektorer og over tid. De bedst performende regioner har været Latinamerika, Østeuropa, og Danmark, der klart outperformer Europa. Amerikanske aktier, som udgør cirka halvdelen af globale aktier, har, set med danske briller, givet et lille positivt afkast, til trods for at dollaren er blevet svækket siden årets start. Selvom amerikanske aktier ud fra flere parametre virker dyrt prissat, kommer man dog ikke uden om, at i en usikker verden virker amerikanske aktiver ofte mere attraktive.

Brexit sænker øvre barre i aktiekorridoren

Siden midten af 2015 har aktier bevæget sig i en korridor, hvor den øverste barre var toppene fra 2015 og bunden lå cirka 15% under. Inden for korridoren har der været flere kraftige udsving, blandt andet i starten af året, hvor recessionsfrygten kulminerede drevet af et styrt i olieprisen, og aktiemarkedet faldt med 15% i forhold til ultimo 2015. Efter briternes nej er den politiske usikkerhed i Europa øget betragteligt. Det kan veje negativt på kommende investeringsbeslutninger og dermed lægge en dæmper på væksten.

Renterne falder til nye lavpunkter

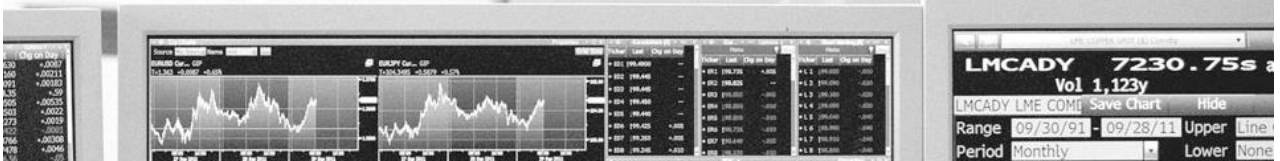
Siden årets start er der blevet skabt pæne afkast blandt statsobligationer i lande med den højeste kreditvurdering – såsom Danmark og Tyskland. De høje afkast skal ses i lyset af den tiltagende usikkerhed om den økonomiske vækst og "sikker havn" effekter, der udspringer fra den politiske usikkerhed. I Tyskland handles en 10-årig statsobligation nu til negative renter for første gang nogensinde og følger dermed Schweiz og Japan.

Kreditobligationer har medvind fra flere fronter

De stigende oliepriser har samtidig lempet presset på olierelaterede virksomheder, som vejer tungt blandt andet i markedet for high yield obligationer og blandt visse råvareproducerende EM lande. Det har betydet indsnævring af kreditspænd overfor mere sikre obligationer og pæne afkast i denne aktivklasse.

Kina flyver under radaren

Mens markedet bruger al sin energi på at vurdere konsekvenserne af briternes nej, er det lykkedes kineserne at koble yuanen fra dollaren, som er blevet styrket. Siden april er yuanen gradvist blevet svækket med knap 3% overfor dollaren. Bevægelsen har været mere gradvis end i august og december 2015, hvor tilsvarende svækkelser var blandt katalysatorerne til kraftige markedsreaktioner. Konjunkturindikatorer fra Kina tyder på en fremgang i væksten efter et svagt første kvartal, hvilket skaber en midlertidig ro omkring udviklingen, men hvis/når den kinesiske økonomi igen begynder at sprutte, vil markedet givetvis igen fokusere på retningen og ikke mindst hastigheden af yuans depreciering.



MARKEDSKOMMENTAR FORTSAT

Brexit er ikke en ny Lehman event

De realøkonomiske effekter af det britiske nej for den globale økonomi er små. Smitten kan dog transmitteres til resten af verden via det finansielle system, men her synes de negative effekter også beskedne. Ganske vist er dollar og kreditspænd steget, og aktierne faldet, men alt i alt har reaktionen på de finansielle markeder været behersket. Vi tror, at det bliver aktierne og "resten af verden" snarere end de britiske og europæiske politikere, der viser vejen ud af Brexit-krisen. Det ser ud til, at den største chokreaktion på Brexit har lagt sig, og at den britiske krise er for "lokal" til at kunne fastholde de finansielle markeder i forhøjet alarmberedskab i en længere periode. Opmærksomheden vil gradvist forskyde sig mod de resterende 96-97% af den globale økonomi.

Fortsat volatile aktiemarkeder

Vi tror også at de finansielle markeder i andet halvår vil blive præget af høj volatilitet. På den ene side vil stødet fra det britiske "nej" gradvist forplante sig i den britiske økonomi, og formentlig også have en vis afdæmpende effekt på de europæiske nøgletal. På den anden side er forventningerne til andet halvår sænket, navnlig i Europa. De globale renter er ligeledes faldet til historisk lave niveauer. Således forventer markederne nu kun én amerikansk renteforhøjelse de næste to år – det, tror vi, er for lidt. Det betyder også, at tegn på stabilisering af væksten, endelige positive overraskelser i USA, Kina eller Europa, kan få investorer til at søge ud af obligationer og ind i risikofyldte aktiver.

Lidt bedre chancer for lysglimt i andet halvår

Første halvår har været præget af lavere risikoappetit, hvilket har betydet stærke obligationsmarkeder og halvsloje aktiemarkeder. Flere faktorer peger på, at aktierne kan få et lidt bedre andet halvår. Brexit har givet aktiekurserne et tryk ned, forventningerne er sænket til et lavt niveau, navnlig i Europa, og der er udsigt til en om muligt endnu mere lempelig global pengepolitik i andet halvår. I modsat retning trækker væksten, der er så moderat, at det er vanskeligt for virksomhederne at løfte deres indtjening, at den syv år lange optur har gjort amerikanske aktier dyre samt en kinesisk økonomi, som kræver stadige stimulanser for at undgå en tiltrængt vækststopbremsning og oprydning. Aktiemarkederne vil derfor fortsat være præget af skiftende med- og modvinde snarere end en stabil optrend som i perioden 2012-2015.



AFKASTOVERSIGT 2016 - PFA INVEST

PFA INVEST AFDELINGER	Juni	2016	2015	2014	Afkast siden start	Start
PFA Invest Balance A	-0,3%	1,5%	7,1%	12,4%	22,2%	28-01-2014
PFA Invest Balance B	-2,2%	-1,5%	10,3%	15,4%	42,3%	01-10-2012
PFA Invest Balance C	-3,6%	-3,5%	-0,9%	N/A	-4,4%	05-05-2015
PFA Invest Globale Aktier (D)	-5,0%	-6,3%	17,7%	18,5%	64,5%	01-10-2012

PFA Invest Korte Obligationer	0,3%	1,1%	-1,4%	2,3%	3,5%	01-10-2012
PFA Invest Mellemlange Obligationer	0,8%	1,3%	N/A	N/A	1,3%	30-03-2016
PFA Invest Lange Obligationer	1,2%	4,6%	-1,1%	5,6%	11,1%	01-10-2012
PFA Invest Kreditobligationer	2,2%	5,0%	7,8%	19,4%	33,3%	01-10-2012
PFA Invest Danske Aktier	-6,0%	-1,7%	36,4%	17,9%	117,5%	01-10-2012
PFA Invest Højt Udbytte Aktier	-4,8%	-7,7%	11,4%	8,2%	33,3%	20-12-2012
PFA Invest Europa Value Aktier	-7,4%	-9,5%	14,1%	-0,9%	2,3%	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.

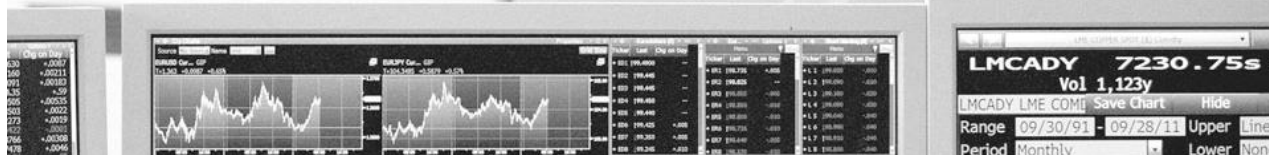
AFKASTKOMMENTARER

BALANCE A

Juni har i stor grad været præget af det britiske nej til EU-medlemskab, som skabte en usikker situation ikke mindst i UK, men også i resten af EU. Aktiemarkederne er foran begivenhederne og allerede to dage efter afstemningen var europæiske aktier faldet med omkring 10%. Drivkraften var frygten for, at det markerer begyndelsen til enden for EU og eurozonen. En undersøgelse viste i timerne umiddelbart efter det britiske nej, at omkring 50% af investorer i Europa frygtede, at det indenfor 12 måneder ville føre til, at et eller flere lande forlod eurozonen. Den frygt er i løbet af de følgende dage reduceret markant. Det illustrerer, at markederne ofte reagerer voldsomt på uventede negative begivenheder, og gradvist stabiliseres i takt med at begivenheden bliver sat i perspektiv og investorerne mentalt går fra forhøjet alarmberedskab mod en normalisering.

For Balance A har konsekvensen desuden været at afdelingen underperformer sit benchmark markant. I ugen efter afstemningen er aktierne kommet pænt igen. Derudover har specielt kredit sammen med obligationer performet ganske pænt og nydt godt af det generelle rentefald.

Det samlede afkast i måneden er på -0,3%, som er 1,2%-point mindre end benchmark. År til dato er afkastet på 1,5%, 1,8%-point mindre end benchmark. Afkastet for måneden er ikke tilfredsstillende.



Aktier har givet et afkast på -5,1% i juni, hvilket er hele 4,2%-point mindre end benchmark. Aktieandelen udgør 25%, og er dermed på niveau med benchmark. År til dato er aktier faldet 6,6%. Danske aktier er faldet med 2,1%, mens europæiske aktier er faldet 7,8% til 9,6% i de to porteføljer (Højt udbytte og Value), amerikanske aktier er steget +1,2% (i DKK) og japanske aktier -8%. Danske og europæiske aktier er overvægtet på bekostning af amerikanske. Ud over negativt bidrag fra regionsfordelingen rammes porteføljen af at markedet er søgt mod stabile "kvalitetsaktier". Der er altså et negativt bidrag fra de 4,1% der er investeret i europæiske aktier, mens de 1,8% i danske aktier trækker op. Det afgørende er dog, at de globale aktier underperformer med 4,6%-point. Fundamentalerne for europæiske aktier er stadigvæk til stede, men den politiske uro kan brede sig, og i det tilfælde vil vi formentligt reducere overvægten.

Renterne er faldet markant i juni. På obligationsdelen udgør danske obligationer 36% og de har givet 1,1% i afkast i juni. Udenlandske kreditobligationer der fylder 37%, gav 2,2%, hvor Emerging Markets har performet bedst (3,7%) sammen med IG obligationer (2,2%). High Yield Bonds har givet 1,2%. Der er en overvægt af europæiske kreditobligationer i porteføljen i forhold til benchmark. År til dato har danske obligationer givet 4,2% og kredit 5%. Statsobligationer har generelt outperformet realkreditobligationer.

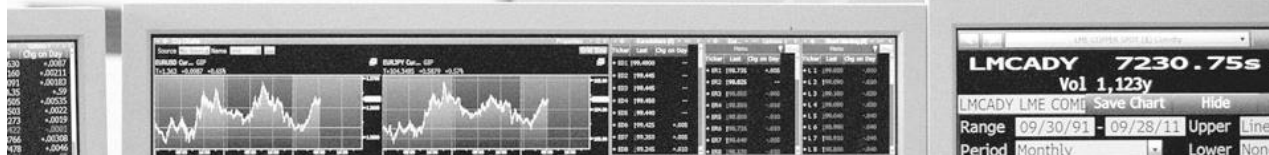
Porteføljen har en eksponering i dollar der steg 0,6% i juni. Positionen udgør 35%, hvilket er 10%-point mindre end dollarandelen i benchmark.

Allokering:

Der er ikke foretaget porteføljetilpasninger i juni med det formål at ændre eksponeringen på tværs af de enkelte aktivklasser.

Strategi:

Juni endte med faldende renter og europæiske aktier, mens amerikanske aktier klarede sig helskindet igennem. Kreditobligationer havde en positiv måned, pga. faldende renter der kunne kompensere for at kreditspænd kørte lidt ud. Dette dækker dog over at eksempelvis finanssektoren har underperformet markant, og der er blevet købt op i stabile aktiver og solgt de mere cykliske og valuebaserede aktiver. Brexit har bidraget til øget usikkerhed oveni Kina problematikken og usikkerhed om specielt amerikanske rentestigninger. Centralbankerne har indtil nu reageret positivt overfor risikofyldte aktiver. Lavrentemiljøet er blevet endnu mere udtalt, og tyske 10-årige statsobligationer handler på -11 bp. Det kan virke lukrativt at mindske varigheden for at vente på en rentestigning, men carry-tabet ved at ligge i den korte ende af rentekurven er ret stort. Danske realkreditobligationer giver fortsat over 2%, hvilket er attraktivt. Vi fastholder overvægt i realkreditobligationer og kredit, i forventning om at de fremadrettet kan performe i forhold til stater. Overvægten i europæiske aktier er til revision, men fastholdes indtil videre.



BALANCE B

Juni har i stor grad været præget af det britiske nej til EU-medlemskab, som skabte en usikker situation ikke mindst i UK, men også i resten af EU. Aktiemarkederne er foran begivenhederne og allerede to dage efter afstemningen var europæiske aktier faldet med omkring 10%. Drivkraften var frygten for, at det markerer begyndelsen til enden for EU og eurozonen. En undersøgelse viste i timerne umiddelbart efter det britiske nej, at omkring 50% af investorer i Europa frygtede, at det indenfor 12 måneder ville føre til, at et eller flere lande forlod eurozonen. Den frygt er i løbet af de følgende dage reduceret markant. Det illustrerer, at markederne ofte reagerer voldsomt på uventede negative begivenheder, og gradvist stabiliseres i takt med at begivenheden bliver sat i perspektiv og investorerne mentalt går fra forhøjet alarmberedskab mod en normalisering.

For Balance B har konsekvensen desuden været at afdelingen underperformer sit benchmark markant. I ugen efter afstemningen er aktierne kommet pænt igen. Derudover har specielt kredit sammen med obligationer performeret ganske pænt og nydt godt af det generelle rentefald.

Det samlede afkast i måneden er på -2,2%, som er 2,5%-point mindre end benchmark. År til dato er afkastet på -1,5%, 2,9%-point mindre end benchmark. Afkastet for måneden er ikke tilfredsstillende.

Aktier har givet et afkast på -5,3% i juni, hvilket er hele 4,4%-point mindre end benchmark. Aktieandelen udgør 53%, og er dermed undervægtet i forhold til benchmark. År til dato er aktier faldet 6,2%. Danske aktier er faldet med 2,1%, mens europæiske aktier er faldet 7,8% til 9,6% i de to porteføljer (Højt udbytte og Value). Amerikanske aktier er steget +1,2% (i DKK) og japanske aktier -8%. Danske og europæiske aktier er overvægtet på bekostning af amerikanske. Ud over negativt bidrag fra regionsfordelingen rammes porteføljen af at markedet er søgt mod stabile "kvalitetsaktier". Der er altså et negativt bidrag fra de 10% der er investeret i europæiske aktier, mens de 3,7% i danske aktier trækker op. Det afgørende er dog, at de globale aktier underperformer med 4,2%. Fundamentalene for europæiske aktier er stadig til stede, men den politiske uro kan brede sig, og i det tilfælde vil vi formentligt reducere overvægten.

Renterne er faldet markant i juni. På obligationsdelen udgør danske obligationer 23% og de har givet 1,1% i afkast i juni. Udenlandske kreditobligationer der fylder 20%, gav 2,2%, hvor Emerging Markets har performeret bedst (3,7%) sammen med IG obligationer (2,2%). High Yield Bonds har givet 1,2%. År til dato har danske obligationer givet 4,2% og kredit 5,1%. Statsobligationer har generelt outperformet realkreditobligationer.

Porteføljen har en eksponering i dollar der er steget 0,6% i juni. Positionen udgør 42%, hvilket er 10%-point mindre end dollarandelen i benchmark.

Allokering:

Der er ikke foretaget porteføljetilpasninger i juni med det formål at ændre eksponeringen på tværs af de enkelte aktivklasser.

Strategi:

Juni endte med faldende renter og europæiske aktier, mens amerikanske aktier klarede sig helskindet igennem. Kreditobligationer havde en positiv måned, pga. faldende renter der kunne kompensere for at kreditspænd kørte lidt ud. Dette dækker dog over at eksempelvis finanssektoren har underperformet markant, og der er blevet købt op i stabile aktiver og solgt de mere cykliske og valuebaserede aktiver. Brexit har bidraget til øget usikkerhed oveni Kina problematikken og usikkerhed om specielt amerikanske rentestigninger. Centralbankerne har indtil nu reageret positivt for risikofyldte aktiver. Lavrentemiljøet er blevet endnu mere udtalt, og tyske 10-årige statsobligationer handler på -11 bp. Det kan virke lukrativt at mindske varigheden for at vente på en rentestigning, men carry-tabet ved at ligge i den korte ende af rentekurven er ret stort. Danske realkreditobligationer giver fortsat over 2%, hvilket er attraktivt. Vi fastholder overvægt i realkreditobligationer og kredit, i forventning om at de fremadrettet kan performe i forhold til stater. Overvægten i europæiske aktier er til revision, men fastholdes indtil videre.



BALANCE C

Juni har i stor grad været præget af det britiske nej til EU-medlemskab, som skabte en usikker situation ikke mindst i UK, men også i resten af EU. Aktiemarkederne er foran begivenhederne og allerede to dage efter afstemningen var europæiske aktier faldet med omkring 10%. Drivkraften var frygten for, at det markerer begyndelsen til enden for EU og eurozonen. En undersøgelse viste i timerne umiddelbart efter det britiske nej, at omkring 50% af investorer i Europa frygtede, at det indenfor 12 måneder ville føre til, at et eller flere lande forlod eurozonen. Den frygt er i løbet af de følgende dage reduceret markant. Det illustrerer, at markederne ofte reagerer voldsomt på uventede negative begivenheder, og gradvist stabiliseres i takt med at begivenheden bliver sat i perspektiv og investorerne mentalt går fra forhøjet alarmberedskab mod en normalisering.

For Balance C har konsekvensen desuden været at afdelingen underperformer sit benchmark markant. I ugen efter afstemningen er aktierne kommet pænt igen. Derudover har specielt kredit sammen med obligationer performet ganske pænt og nydt godt af det generelle rentefald.

Det samlede afkast i måneden er på -3,6%, som er 3,4%-point mindre end benchmark. År til dato er afkastet på -3,5%, 3,4%-point mindre end benchmark. Afkastet for måneden er ikke tilfredsstillende.

Aktier har givet et afkast på -5,4% i juni, hvilket er hele 4,5%-point mindre end benchmark. Aktieandelen udgør 73%, og er dermed undervægtet i forhold til benchmark. År til dato er aktier faldet 6,1%. Danske aktier er faldet med 2%, mens europæiske aktier er faldet 7,9% til 9,6% i de to porteføljer (Højt udbytte og Value). Amerikanske aktier er steget +1,2% (i DKK) og japanske aktier -8%. Danske og europæiske aktier er overvægtet på bekostning af amerikanske. Ud over negativt bidrag fra regionsfordelingen rammes porteføljen af at markedet er søgt mod stabile "kvalitetsaktier". Der er altså et negativt bidrag fra de 17% der er investeret i europæiske aktier, mens de 8% i danske aktier trækker op. Det afgørende er dog, at de globale aktier underperformer med 4,3%-point. Fundamentalerne for europæiske aktier er stadig til stede, men den politiske uro kan brede sig, og i det tilfælde vil vi formentligt reducere overvægten.

Renterne er faldet markant i juni. På obligationsdelen udgør danske obligationer 14% og de har givet 1,1% i afkast i juni. Udenlandske kreditobligationer der fylder 11%, gav 2,2%, hvor Emerging Markets har performet bedst (3,7%) sammen med IG obligationer (2,2%). High Yield har givet 1,2%. År til dato har danske obligationer givet 4,1% og kredit 5%. Statsobligationer har generelt outperformet realkreditobligationer.

Porteføljen har en eksponering i dollar der er steget 0,6% i juni. Positionen udgør 41%, hvilket er 15%-point mindre end dollarandelen i benchmark.

Allokering:

Der er ikke foretaget porteføljetilpasninger i juni med det formål at ændre eksponeringen på tværs af de enkelte aktivklasser.

Strategi:

Juni endte med faldende renter og europæiske aktier, mens amerikanske aktier klarede sig helskindet igennem. Kreditobligationer havde en positiv måned, pga. faldende renter der kunne kompensere for at kreditspænd kørte lidt ud. Dette dækker dog over at eksempelvis finanssektoren har underperformet markant, og der er blevet købt op i stabile aktiver og solgt de mere cykliske og valuebaserede aktiver. Brexit har bidraget til øget usikkerhed oveni Kina problematikken og usikkerhed om specielt amerikanske rentestigninger. Centralbankerne har indtil nu reageret positivt overfor risikofyldte aktiver. Lavrentemiljøet er blevet endnu mere udtalt, og tyske 10-årige statsobligationer handler på -11 bp. Det kan virke lukrativt at mindske varigheden for at vente på en rentestigning, men carry-tabet ved at ligge i den korte ende af rentekurven er ret stort. Danske realkreditobligationer giver fortsat over 2%, hvilket er attraktivt. Vi fastholder overvægt i realkreditobligationer og kredit, i forventning om at de fremadrettet kan performe i forhold til stater. Overvægten i europæiske aktier er til revision, men fastholdes indtil videre.



KORTE OBLIGATIONER

Afkastet i juni blev 0,3%, hvorved årets afkast kan opgøres til 1,1%, hvilket er 0,4% mere end afkastet for det opstillede benchmark.

Årets markante rentefald fortsatte i juni. Dels drevet af det fortsat massive opkøb af obligationer fra ECB, som i juni måned også begyndte at inkludere kreditobligationer, men også af efterspørgsel efter sikre aktiver op til månedens helt store begivenhed: Briternes afstemning om at blive eller forlade EU. Det britiske folk besluttede overraskende at forlade EU, og markederne reagerede med betydelige kursfald på aktier og andre risikable aktiver fredag den 24. juni, og yderligere rentefald på kernelandenes statsobligationer. Spændet mellem stat- og realkreditobligationer blev udvidet, og rentekurven 10-30 bp fladere. Efterfølgende er en stor del af den negative reaktion reverseret, men renteniveauet er dog forblevet på de lave niveauer.

Porteføljen har i perioden fastholdt sin overvægt til konverterbare realkreditobligationer og floaters mod en tilsvarende undervægt i rentetilpasningsobligationer samt statsobligationer. Afdelingen har i perioden købt renterisiko op til den Britiske afstemning og dermed reduceret sin undervægt.

MELLEMLANGE OBLIGATIONER (etableret 30.03.2016)

Afkastet i juni blev 0,8%, hvorved årets afkast kan opgøres til 1,3%, hvilket er lidt under afkastet for benchmark.

Årets markante rentefald fortsatte i juni. Dels drevet af det fortsat massive opkøb af obligationer fra ECB, som i juni måned også begyndte at inkludere kreditobligationer, men også af efterspørgsel efter sikre aktiver op til månedens helt store begivenhed: Briternes afstemning om at blive eller forlade EU. Det britiske folk besluttede overraskende at forlade EU, og markederne reagerede med betydelige kursfald på aktier og andre risikable aktiver fredag den 24. juni, og yderligere rentefald på kernelandenes statsobligationer. Spændet mellem stat- og realkreditobligationer blev udvidet, og rentekurven 10-30 bp fladere. Efterfølgende er en stor del af den negative reaktion reverseret, men renteniveauet er dog forblevet på de lave niveauer.

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

LANGE OBLIGATIONER

Afkastet i juni blev 1,2%, hvorved årets afkast kan opgøres til 4,6%, hvilket er 0,3%-point under afkastet for det opstillede benchmark.

Årets markante rentefald fortsatte i juni. Dels drevet af det fortsat massive opkøb af obligationer fra ECB, som i juni måned også begyndte at inkludere kreditobligationer, men også af efterspørgsel efter sikre aktiver op til månedens helt store begivenhed: Briternes afstemning om at blive eller forlade EU. Det britiske folk besluttede overraskende at forlade EU, og markederne reagerede med betydelige kursfald på aktier og andre risikable aktiver fredag den 24. juni, og yderligere rentefald på kernelandenes statsobligationer. Spændet mellem stat- og realkreditobligationer blev udvidet, og rentekurven 10-30 bp fladere. Efterfølgende er en stor del af den negative reaktion reverseret, men renteniveauet er dog forblevet på de lave niveauer.

Porteføljen har i perioden fastholdt sin primære overvægt af konverterbare realkreditobligationer mod en tilsvarende undervægt i rentetilpasningsobligationer. Afdelingen har i perioden købt renterisiko op til den Britiske afstemning og dermed reduceret sin undervægt - dog fortsat med en overvægt til det mellemlange rentesegment.



KREDOBBLIGATIONER

Til trods for meget store udsving, gav foreningen et afkast for juni på 2,2% hvilket er på niveau med benchmark. Dermed har foreningen givet et meget højt afkast på 5,01% imod benchmark 5,66% for halvåret.

Ved udgangen af maj blev foreningen tildelt endnu en stjerne i Morningstars rating, og har nu opnået de maksimale 5 stjerner, hvilket skyldes det høje risikjusterede afkast siden opstarten af foreningen. Foreningen har leveret et stærkt afkast for sin kategori i Morningstar de seneste 3 år. Vi er meget glade for, at foreningens gode resultater er blevet anerkendt.

Juni måned blev endnu en gang en måned med betydelige udsving, der i høj grad blev præget af afstemningen i Storbritannien. Forventningerne i markedet i dagene op til afstemningen var overvejende rettet imod en forbliven i den Europæiske union, hvorfor udfaldet gav et større frasalg af risikofyldte aktiver, herunder alle typer kreditobligationer. Men udvidelsen af kreditspændet blev stort set indhentet ved slutningen måneden og gav en meget stærk afslutning på halvåret. Det absolutte afkast blev hjulpet af stærkt på vej af et faldende renteniveau for de toneangivende renter. Renten på en 10-årig tysk statsobligation gik under nul midt i juni, og den udvikling blev yderligere forstærket efter folkeafstemningen. Endvidere sluttede halvåret med renten på amerikanske statsobligationer marginalt over de rekordlave niveauer under Eurokrisen i midten af 2012. Det absolutte afkast i juni og år til dato har været betydeligt understøttet af de faldende renter, men samtidig har både High Yield og Emerging Markets oplevet betydeligt indsnævring af kreditspændet og dermed et stærkt kreditafkast.

Porteføljen af Investment Grade gav et afkast på 2,15% (0,15%-point bedre end benchmark), High Yield Bonds gav 1,22% (0,1%-point bedre end benchmark), mens Emerging Market Bonds gav et afkast på 3,72% (0,11% bedre end benchmark). Det var papirudvælgelsen indenfor alle kreditklasser som bidrog positivt til performance i måneden.

ECB begyndte opkøbet af Investment Grade virksomhedsobligationer i juni, hvilket fik kreditspændet til at indsnævres. Centralbankens tal viser at ECB indtil videre har købt i meget stort omfang (knap EUR 10 mia. på månedsbasis), hvilket har overgået markedets forventninger. Til gengæld blev kreditpræmierne øget kraftigt da Storbritannien stemte for at forlade EU den 23. juni. Dette ramte dog mest UK-banker, mens obligationer som opfylder ECBs kriterier næsten ikke bevægede sig. Dette illustrerer hvordan opkøbsprogrammet fikserer kreditspænd og forbedrer risk/reward på trods af lave niveauer. På samme tid udskød Fed'en en ny rentestigning på baggrund af blandt andet usikkerhed omkring økonomien og Brexit-afstemningen i Europa, hvilket understøttede afkastet.

Juni blev en positiv måned for High Yield på trods af høj volatilitet. Energi- og råvaresektorerne var fortsat de vigtigste drivers bag det høje afkast, mens banksektoren trak ned på baggrund af blandt andet Brexit samt Fed's årlige stresstest af banker, hvor Deutsche Bank og Santander ikke kom igennem nåleøjet. Vi forventer desuden fortsat at olieprisen har nået et loft på omkring de nuværende \$50, hvor prisen også har ligget den seneste måned. Selvom Brexit havde en negativ effekt på kreditspændet, sluttede måneden med en lille spændindsnævring. Effekten på rentesiden var mere merkant efter at Fed'en udskød en ny rentestigning.

Det positive marked for Emerging Markets fortsatte i juni understøttet af rebalanceringen af de eksterne balancer som nu virker indenfor rækkevidde. Vi forventer fortsat en stabilisering af EM-økonomierne i 2016 til gavn for aktiver i Emerging Markets, hvilket samtidig understøttes af de meget lave renter. En noget overset hændelse i måneden var den kinesiske centralbanks beslutning om at lade den kinesiske valuta svækkes yderligere. Såfremt det giver anledning til yderligere kapitalflugt fra Kina, kan det risikere at være negativt for aktiver i Emerging Markets, hvorfor udviklingen bør følges. Delporteføljen af Emerging Markets performede bedre end benchmark i juni og har givet et godt merafkast på 0,31% år til dato. Bidraget til merafkastet er kommet fra fokus på de større økonomier der har oplevet en betydelig forbedring i den økonomiske stabilitet blandt andet via rebalancering af de eksterne balancer.



DANSKE AKTIER

Aktiemarkedet var drevet af en ting i juni – usikkerheden om Breain eller Brexit. I starten af juni kom der meningsmålinger der viste at Brexit og aktierne faldt. Senere kom der meningsmålinger der viste en føring til Breain siden og aktierne steg igen. På vej ind i afstemningen var markedet overbevidst om at det blev et Breain, og markedet faldt derfor kraftigt dagen efter afstemningen.

Samlet set endte det danske aktiemarked med et fald på 4,4% i juni og 3,6% for første halvår.

Selvom der var stor fokus på den engelske afstemning var der enkelte selskabsnyheder. Nordea var i fokus på baggrund af en avisartikel om deres kapitalbehov, hvilket fik aktien til at falde. Hos Mærsk gik CEO Nils Smedegaard af, hvilket skabte forventning om opsplitting af selskabet. Aktien steg, men faldt efterfølgende tilbage efter den engelske afstemning. Senere på måneden kom det frem at Mærsk tabte budrunden om Qatar oilefeltet. I starten af måneden blev DONG børsnoteret på kurs 235 og aktien ligger nu i 240.

Porteføljen gav i juni et afkast på -6,0%, hvilket bringer årets afkast på -1,7%. Til sammenligning har MSCI Europa (DKK) givet -7,5% år til dato. Årets resultat er på niveau med afkastet for det opstillede benchmark.

De største bidragsydere for første halvår var AP Møller Mærsk og Pandora, mens Simcorp, Bavarian, Nordea og Sydbank bidrog negativt.

GLOBALE AKTIER

PFA Invest Globale Aktier gav i juni et afkast på -5,0 %, hvilket er 4,1%-point lavere end MSCI World (DKK). For året har afdelingen givet et afkast på -6,3 %, hvilket er -4,4%-point lavere end MSCI World (DKK), der er afdelingens benchmark.

Juni var præget af en kraftig aftagende risikoappetit hos investorerne som følge af først skuffende arbejdsmarkedstal fra USA tidligt i juni og senere den skelsættende Brexit afstemning i Storbritannien. Forventningen til den globale vækst er som følge blevet forværret, og investorerne har søgt mod defensive og stabile selskaber som stabile forbrugsselskaber, forsyningsselskaber og lignende. Porteføljen er undervægtet i disse dyrere selskaber og modsat overvægtet i mere cykliske selskaber som diskretionært forbrug og forbrugskredit/bank, hvor prisfastsættelse vurderes attraktiv. Denne kraftige rotation i markedet har ramt afdelingen hårdt, og porteføljens overvægt i sikre sundhedsselskaber har kun begrænset bidraget positivt til performance.

Afdelingens negative merafkast har ikke været foranlediget af selskabsspecifikke nyheder, og de makroøkonomiske data antyder også en fortsat robust økonomi, om end væksten er lavere end tidligere og usikkerheden er steget, og særligt i USA har forbrugeren fortsat en positiv opfattelse af deres egen økonomi. Synchrony Financial, der er den største udbyder af 'privat label'-kreditkort i USA, meddelte dog i måneden, at de forventede tab på udlån ville blive 0,2% - 0,3% højere end forventet. Til trods for at denne forventede stigning kun har medført en sænkning af de forventede indtjeningsestimater på 3% til 6%, er aktien blevet handlet 20% ned og handler nu på en pris i forhold til indtjeningen i 2017 på 8,5. Selskaber forventer at indlede et stort tilbagekøb af egne aktier i denne måned.

Positive bidragsydere i juni var Aetna, der er et stort amerikansk sundhedsforsikrings selskab og Nestle. Synchrony Financial, Norwegian Cruise Lines og ING Financial har bidraget negativt.

Afdelingen er overvægtet defensive sundhedsselskaber, som de amerikanske sundhedsforsikrings-selskaber Aetna og United Health, Allergan samt Novo og Roche i Europa. Denne eksponering er valgt over mere traditionelle stabilt forbrugsselskaber grundet deres generelt lavere værdifastsættelse. I kølvandet på Brexit har efterspørgslen i markedet efter sundhedsselskaber dog på ingen måde været på niveau med stabile selskaber som Nestle og Reckitt Benckiser, der også indgår i porteføljen.



HØJT UDBYTTTE AKTIER

De europæiske markeder havde en ekstrem volatil måned i juni, der primært var præget af den engelske afstemning om EU medlemskab. De europæiske aktiemarkeder faldt 4,2% i juni og år til dato er markedet nu faldet 7,5%.

Optakten til Brexit afstemningen førte til nervøsitet og kursfald fra starten af juni og indtil omkring midten af måneden, hvorefter en vending i meningsmålingerne til fordel for at blive i EU fik markederne til at stige frem mod afstemningen den 23. juni. Resultatet af afstemningen blev som bekendt et flertal for at forlade EU og førte initialt til kursfald på 9% på det engelske marked samt en svækkelse af det engelske pund med næsten 8%. Aktiemarkedet har efterfølgende rettet sig til et niveau der ligger marginalt over udgangspunktet fra dagen før afstemningen målt i lokal valuta.

Afstemningen har generelt ført til en stigning i risikopræmien på den korte bane både i England og Europa, hvorimod resten af verden ikke er påvirket i samme grad.

Frygten for recession i England, ovenpå afstemningen samt den heraf følgende negativ udvikling i både renteniveauet og kreditkvaliteten lagde et kæmpe pres på især engelske- men også europæiske banker, der ubetinget var månedens dårligst performende sektor med et fald på næsten 15%.

De sektorer der klarede sig bedst i måneden var Energi, Stabilt Forbrug, Telekom og Utilities, der alle på nær Energi kan betegnes som defensive sektorer.

Porteføljens afkast kan i juni opgøres til -4,8% mod benchmarks -4,2%. For året har porteføljen givet et afkast på -7,7% svarende til en underperformance på 0,2% i forhold til afkastet for MSCI Europa (DKK).

Performance i juni er præget af udviklingen i England efter resultatet af Brexit afstemningen, hvilket betyder at de mest positive bidragsydere til performance kommer fra defensive selskaber som Johnson & Johnson, National Grid og Unilever. Det største negative bidrag til den relative performance kom fra eksponeringen til den finansielle sektor, på selskabsniveau var det vores vægte i Synchrony, ABN Amro samt vores nulvægt i BP der trak ned i performance. Synchrony meddelte først på måneden, at man grundet historisk lave hensættelsesniveauer og en marginal forværring af kreditkvaliteten ville øge sine hensættelser, hvilket udløste et kursfald på 13%. Vi har aktien fordi selskabet har en høj kvalitet i sin portefølje og forventes at iværksætte udbytte udbetaling og aktietilbagekøb i løbet af andet halvår.

BP og oliesektoren generelt havde en god måned, med et svækket GBP og de fleste aktiver i USD relaterede valutaer.



EUROPA VALUE AKTIER

Aktiemarkedet var stort set kun påvirket af den engelske afstemning. På de europæiske aktiemarkeder skabte usikkerheden om afstemningen og også det endelige resultat store rotationer til defensive sektorer. Kigger man på investeringsstile var kvalitet den bedste stil på grund af den usikkerhed den engelske afstemning skabte. Hvis man ser på forskellen mellem valuation af dyre defensive aktier og billige aktier, er det den største den har været siden år 2000.

Ser man på de sektorer der har klaret sig dårligst i juni falder bankerne i øjnene. Ikke kun de engelske banker faldt efter afstemningen, men også de europæiske. En af grundene til dette er at meget lave renter gør det svært at tjene penge som bank. Herudover bliver bankerne presset af ECBs opkøb af virksomhedsobligationer. Det medfører at de virksomheder der har udstedet obligationer får en lavere rente. Denne lave rente kommer bankerne til dels til at matche, når de skal udlåne penge til sammenlignelige virksomheder der ikke udsteder virksomhedsobligationer.

Porteføljen har en neutral sektoreksponering i forhold til benchmark, hvorfor det relative afkast i mindre grad påvirkes af disse sektor rotationer. Dermed kommer aktieudvælgelsen i fokus. Porteføljestrategien har fokus på at opretholde eksponering mod de faktorer, der historisk har skabt merafkast - det vil sige "billige" aktier, hvor aktier med den absolut laveste kvalitet dog er sorteret fra. Et andet element i strategien er, at selskaberne i porteføljen er omtrent ligevægtet, hvilket historisk set også har bidraget positivt.

Porteføljen har i juni givet et afkast på -7,4%, hvilket er 3,2%-point mindre end benchmark. For året er porteføljefkastet -9,5% mod et afkast for MSCI Europa (DKK) på -7,5%.

På selskabsniveau var de største bidragsydere i porteføljen for første halvår Arkema, Barclays og Cellulosa, mens Easy Jet, ITV og TUI 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.