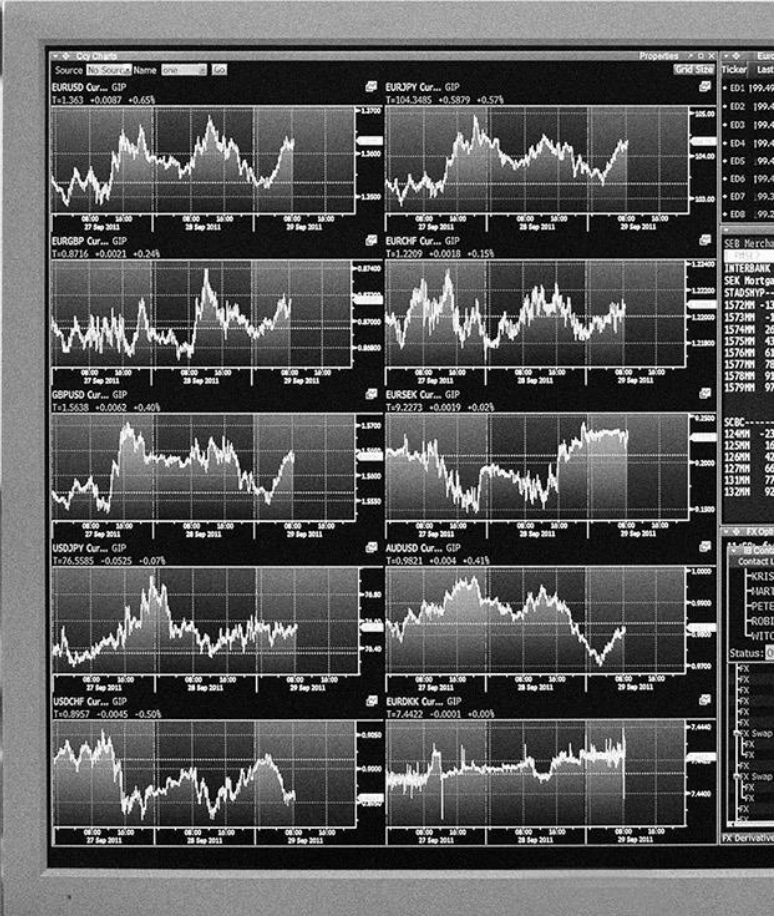
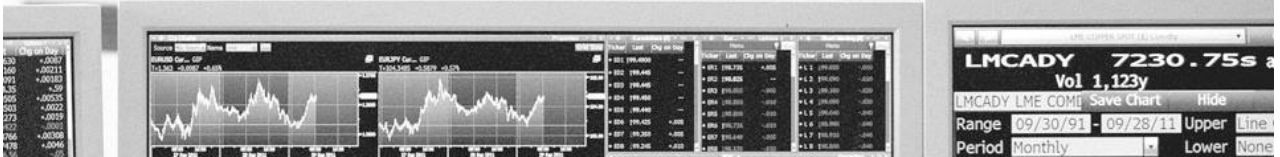


# PFA INVEST

## NYHEDSBREV – JUNI 2016





## MARKEDSKOMMENTAR

I maj bekræftede nøgletal bredt set forventningerne om, at afmatningen i amerikansk vækst kun var midlertidig. Opsvinget og væksten i Europa er stadig moderat, mens offentlige stimulanser holder hånden under væksten i Kina. De mere positive signaler i forhold til vinterens vækstbekymringer har pustet nyt liv i Feds ønske om at hæve renten i løbet af sommeren, hvilket har medført en styrkelse af dollaren.

Samtidig er det værd at bemærke, at olieprisen har fortsat en stigende trend (historisk har en styrket dollar medvirket til faldende oliepriser), ligesom kineserne har styrket yuannen over for dollaren. Olieprisen og valutabevægelserne har gennem en længere periode været kilde til kraftige bevægelser i aktiemarkedene. Specielt bevægelsen i den kinesiske valuta kan, hvis den fortsætter, skabe fornyede bekymringer i de finansielle markeder.

### Amerikansk vækst på vej op igen

De seneste konjunkturindikatorer for stemningen i fremstillings- og servicesektoren har signaleret fremgang i aktiviteten i forhold til de lave vækstniveauer set starten i af året. Hertil kommer en række positive signaler fra boligmarkedet, som tyder på tiltagende aktivitet i bygge- og anlægssektoren. Kombineret med en fortsat robust fremgang på arbejdsmarkedet og i privatforbruget ser USA ud til at være tilbage på vækstsåret efter en midlertidig vækstnedgang omkring årsskiftet. Med forventede vækstrater omkring 2 - 2,5%, har Fed strammet op i retorikken omkring den kommende periodes pengepolitik og signaleret, at økonomien er klar til endnu en renteforhøjelse i løbet af sommeren, hvis nøgletallene fortsætter den nuværende kurs. Udsigten til renteforhøjelser har løftet korte amerikanske renter, ligesom den handelsvægtede dollarkurs er steget 3% i maj.

### Europas vækst i god gænge, mens markedet fokuserer på politiske faktorer

De økonomiske indikatorer går stadig i den rigtige retning i Eurozonen. Privatforbruget vokser i et moderat men robust tempo understøttet af stigende beskæftigelse, lav inflation og meget lave renter. Blandt virksomhederne er der stadig en overvægt af virksomheder med et optimistisk syn på fremtiden. Der er dog visse tegn på, at den europæiske økonomi ikke helt kan bevare det forholdsvis høje aktivitetsniveau fra årets første kvartal, hvor BNP-væksten var 0,6%. En række af de faktorer, der har drevet vækstfremgangen, er således ved at løbet tør for brændstof. Euroen er i 2016 blevet styrket over for de største samhandelspartnere, ligesom råvarepriserne er begyndt at stige fra bunden i februar, hvilket blandt andet har lagt en umiddelbar dæmper på forbrugernes købekraft.

ECB øgede i marts deres opkøbsprogram til også at dække køb af virksomhedsobligationer. Det er således ikke ventet, at ECB i den kommende periode vil udvide deres ekspansive pengepolitik yderligere. Til efteråret vil man have et bedre indtryk af specielt det seneste tiltag, hvorefter ECB skal begynde at forholde sig til, hvorvidt opkøbsprogrammet skal løbe længere end marts 2017, som tidligere har været annonceret som udløbstidspunktet for deres obligationsopkøbsprogram. Den forholdsvis stabile kurs for økonomien og ECB i en "vent-og-se" rolle, giver markedet mere plads til at rette blikket mod de risici, som er forbundet med EU-afstemningen i Storbritannien den 23. juni.



## AFKASTOVERSIGT 2016 - PFA INVEST

PFA INVEST AFDELINGER	Maj	2016	2015	2014	Siden start	Start
PFA Invest Balance A	2,4%	1,8%	7,1%	12,4%	19,7%	28-01-2014
PFA Invest Balance B	3,4%	0,7%	10,3%	15,4%	40,6%	01-10-2012
PFA Invest Balance C	4,1%	0,1%	-0,9%	N/A	-4,7%	05-05-2015
PFA Invest Globale Aktier (D)	5,3%	-1,4%	17,7%	18,5%	73,1%	01-10-2012

PFA Invest Korte Obligationer	0,2%	0,9%	-1,4%	2,3%	3,2%	01-10-2012
PFA Invest Mellemlange Obligationer	0,5%	0,4%	N/A	N/A	0,4%	30-03-2016
PFA Invest Lange Obligationer	0,9%	3,3%	-1,1%	5,6%	9,7%	01-10-2012
PFA Invest Kreditobligationer	2,7%	2,8%	7,8%	19,4%	30,5%	01-10-2012
PFA Invest Danske Aktier	6,8%	4,6%	36,4%	17,9%	131,4%	01-10-2012
PFA Invest Højt Udbytte Aktier	3,9%	-3,0%	11,4%	8,2%	40,1%	20-12-2012
PFA Invest Europa Value Aktier	3,3%	-2,3%	14,1%	-0,9%	10,5%	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](http://www.pfainvest.dk/afdelinger.html).

## AFKASTKOMMENTARER

### BALANCE A

De finansielle markeder var generelt klædt i "grønt" gennem maj. Kombinationen af positive afkast på tværs af traditionelle obligationer, kreditobligationer og aktier gav et fornuftigt porteføljeafkast for den balancerede investor. Et afkast, der ligeledes, for en dansk investors synspunkt, blev positivt påvirket af den stigende dollarkurs mod danske kroner.

Renten på danske statsobligationer faldt marginalt gennem maj, hvorved porteføljens stabile element endte med at bidrage positivt til periodens afkast. Specielt de længere renter faldt (fra 5 år og ud) i størrelsesorden 10 bp., hvorved rentekurven fladede gennem maj. I perioden klarede realkreditobligationer sig bedre end tilsvarende statsobligationer. EUR-denominerede udenlandske statsobligationer klarede sig på niveau med danske statsobligationer, mens specielt amerikanske og engelske statsobligationer outperformede tilsvarende danske grundet en styrket valuta (dollar og pund) mod danske kroner.

De let faldende renter på statsobligationer sikrede sammen med en stigning i USD mod DKK et positivt afkast på kreditobligationer. Det amerikanske High Yield segment klarede sig bedst, idet det modsat Investment Grade og Emerging Market Bonds ligeledes blev positivt påvirket af en indsnævring i kreditspændet på 28 bp. gennem maj for at slutte måneden i 654 bp. Det er dermed tredje måned i træk, at US High Yield leverer stærke afkast. Amerikansk High Yield outperformede i perioden tilsvarende europæiske udstedelser.



På valutamarkedet blev den amerikanske dollar styrket med cirka 2% - over for såvel euroen som danske kroner gennem maj.

Specielt aktiemarkedet tegnede sig for et flot comeback gennem maj. Interessant nok blev den positive udvikling skabt i kølvandet på en lidt sløj regnskabsæson for første kvartal 2016, hvor såvel væksten i EPS samt Sales på tværs af de regionale aktieindeks var i negativt territorie og på et niveau, der gør kvartalet til et af de absolut dårligste i denne konjunkturcyklus! Eksempelvis endte årsvæksten i EPS efter første kvartal på det amerikanske og europæiske aktiemarked på henholdsvis -8% og -20%.

Analytikerne har generelt haft travlt siden årets start med at nedjustere deres forventninger til såvel indtjenings- som salgsvækst. Det er der i sig selv ikke noget nyt i, da estimerne bliver tilpasset jo tættere på selve regnskabsaflæggelsen man kommer. Specielt situationen inden for Energy og Materials, på baggrund af de faldende priser på olie og råvarer i den første del af året, har fået analytikerne til at reducere deres estimer kraftigt op mod regnskabsaflæggelsen. Det er sandsynligvis noget af denne effekt, der har påvirket aktiemarkederne negativt i årets første måneder.

Forventningerne var derfor helt i bund, da virksomhederne offentliggjorde deres regnskab for første kvartal. Dermed søgte markedet efter tegn på, at "så galt er det heller ikke", for derved at kunne sende aktiekurserne opad.

Målt på årsvæksten i EPS var nogle af de værste sektorer, ud over Energy og Materials, Industrials (-8% i USA, -11% i Europa), Financials (-9% i USA, -32% i Europa). I den positive kategori var Consumer Discretionary (+18% i USA, +2% i Europa), Health Care (+8% i USA, +5% i Europa) samt Telecoms (+16% i USA, +4% i Europa).

Målt ved MSCI World (DKK) gav det globale aktiemarked et afkast på 3,4% i maj. Dette dækker imidlertid over nogle relativt store regionale udsving. Nordamerikanske aktier (+4,3%) klarede sig bedst efterfulgt af Europa (+2,2%) og Japan (+1,8%). Aktier fra Emerging Markets (-1,0%) klarede sig dårligst. Som så ofte før gennem de seneste år, var danske aktier tilbage i førertrøjen med et afkast i maj på 6,0% målt ved OMX Copenhagen Cap\_GI indeks.

Periodens afkast kan opgøres til 2,4%, hvilket er 0,4%-point mere end benchmark. År til dato er afkastet 1,8% mod benchmarks 2,1%. Periodens afkast er positivt påvirket af stigningen i dollar mod danske kroner på 2,6%. Eksponeringen mod dollar udgør 35% af porteføljen, hvilket er 10%-point mindre end dollarandelen i benchmark.

Med baggrund i faldende renter på specielt de lidt længere løbende statsobligationer gav porteføljens andel af traditionelle danske stats- og realkreditobligationer i maj et afkast på 0,9%, hvilket er på niveau med afkastet på benchmark. For året har danske obligationer givet et afkast på 3,1%, hvilket er på niveau med benchmark. Andelen af danske obligationer udgør ultimo maj 35,1% mod en andel i benchmark på 40,0%.

Kreditobligationer, på tværs af ratingsegmenter, havde en stærk udvikling i maj. Understøttet af dels faldende renter samt en stigende kurs på dollar. Afkastet på porteføljens andel af kreditobligationer kan opgøres til 2,1%, hvilket er 0,3%-point mindre end afkastet for det sammenvægtede benchmark. For året har kreditobligationer givet et afkast på 3,1%, hvilket er 0,2%-point mere end benchmark. Perioden bød på en marginal udvidelse af kreditspændet på Investment Grade og Emerging Market Bonds, mens spændet på amerikanske High Yield obligationer blev indsnævret med hele 28 bp.

Afkastet på de forskellige kreditsegmenter blev i maj: Investment Grade 2,3%, High Yield Bonds 3,6% og Emerging Market Bonds 2,6%. 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 5,1% i maj, hvilket er 1,7%-point mere end benchmark, der målt ved MSCI World (DKK) gav 3,4%. Periodens merperformance kan henføres til allokeringen til danske aktier (+6,8%) samt aktieudvælgelsen i såvel den europæiske som den globale aktieportefølje. For året har aktieporteføljen givet et afkast på -1,6% mod et afkast for MSCI World (DKK) på -1,0%. Aktieandelen var ultimo maj 25,7%, hvilket er en marginal overvægt på 0,7%-point i forhold til det opstillede benchmark.

### Allokering:

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

### Strategi:

Maj blev endnu en positiv måned for aktiemarkedene - den tredje i træk målt ved MSCI World (DKK). Den tumultagtige start på året er dermed ved at være udlignet. På den baggrund at konkludere, at problemer er forsvundet, vil nok være lidt for optimistisk. Således er risikofaktorer som kinesisk devaluering, EU-afstemning i Storbritannien, olieprisen, det globale vækstbillede, rentestigninger i USA, gældssituationen i visse sydeuropæiske lande etc. trådt i baggrund. Forsvundet/løst er de dog ikke! Rundt omkring hver faktor kan der således udspille sig scenarier, der igen vil kunne udfordre situationen og det aktuelt positive billede for risikofyldte aktiver.

På rentesiden er det ikke vores primære scenarie, at renterne - herunder specielt de lange renter - vil stige voldsomt i den kommende tid. Dette selvom Fed har et udtalt ønske om at genoptage deres officielle renteforhøjelser. De længere renter er imidlertid mere påvirket af den økonomiske aktivitet og inflationen. En moderat væksthistorie kan således godt udspille sig uden stigende inflation.

I den traditionelle obligationsportefølje fastholder vi derfor eksponeringen til lange obligationer med god carry.

Ovenstående vil ligeledes understøtte markedet for kreditobligationer på tværs af rating segmenter. Forventningen er, at kreditspændene kan indsnævres yderligere, hvorved kreditobligationer forventes at outperforme tilsvarende stats- og realkreditobligationer.

Vi vælger for nuværende at fastholde porteføljen relativt høje eksponering til aktier. Specielt har vi fortsat fokus på danske og europæiske aktier frem for amerikanske aktier, hvor vi vurderer, at prisfæsttelsen er lidt mere anstrengt. Baggrunden for fastholdelsen af aktieeksponeringen er ikke mindst, at vi fortsat tror på, at virksomhederne i de kommende kvartaler kan overraske positivt. Dette efter en mildest talt elendig rapportering for første kvartal. Ligeledes er analytikernes estimater og forventninger til de kommende kvartaler allerede justeret en del ned.



## BALANCE B

De finansielle markeder var generelt klædt i "grønt" gennem maj. Kombinationen af positive afkast på tværs af traditionelle obligationer, kreditobligationer og aktier gav et fornuftigt porteføljeafkast for den balancerede investor. Et afkast, der ligeledes, for en dansk investors synspunkt, blev positivt påvirket af den stigende dollarkurs mod danske kroner.

Renten på danske statsobligationer faldt marginalt gennem maj, hvorved porteføljens stabile element endte med at bidrage positivt til periodens afkast. Specielt de længere renter faldt (fra 5 år og ud) i størrelsesorden 10 bp., hvorved rentekurven fladede gennem maj. I perioden klarede realkreditobligationer sig bedre end tilsvarende statsobligationer. EUR-denominerede udenlandske statsobligationer klarede sig på niveau med danske statsobligationer, mens specielt amerikanske og engelske statsobligationer outperformede tilsvarende danske grundet en styrket valuta (dollar og pund) mod danske kroner.

De let faldende renter på statsobligationer sikrede sammen med en stigning i USD mod DKK et positivt afkast på kreditobligationer. Det amerikanske High Yield segment klarede sig bedst, idet det modsat Investment Grade og Emerging Market Bonds ligeledes blev positivt påvirket af en indsnævring i kreditspændet på 28 bp. gennem maj for at slutte måneden i 654 bp. Det er dermed tredje måned i træk, at US High Yield leverer stærke afkast. Amerikansk High Yield outperformede i perioden tilsvarende europæiske udstedelser.

På valutamarkedet blev den amerikanske dollar styrket med cirka 2% - over for såvel euroen som danske kroner gennem maj.

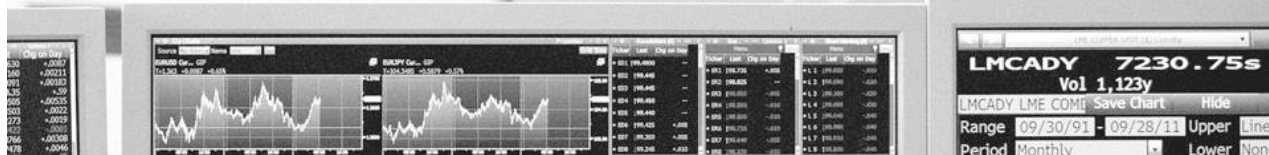
Specielt aktiemarkedet tegnede sig for et flot comeback gennem maj. Interessant nok blev den positive udvikling skabt i kølvandet på en lidt sløj regnskabsæson for første kvartal 2016, hvor såvel væksten i EPS samt Sales på tværs af de regionale aktieindeks var i negativt territorie og på et niveau, der gør kvartalet til et af de absolut dårligste i denne konjunkturcyklus! Eksempelvis endte årsvæksten i EPS efter første kvartal på det amerikanske og europæiske aktiemarked på henholdsvis -8% og -20%.

Analytikerne har generelt haft travlt siden årets start med at nedjustere deres forventninger til såvel indtjenings- som salgsvækst. Det er der i sig selv ikke noget nyt i, da estimerne bliver tilpasset jo tættere på selve regnskabsaflæggelsen man kommer. Specielt situationen inden for Energy og Materials, på baggrund af de faldende priser på olie og råvarer i den første del af året, har fået analytikerne til at reducere deres estimer kraftigt op mod regnskabsaflæggelsen. Det er sandsynligvis noget af denne effekt, der har påvirket aktiemarkedene negativt i årets første måneder.

Forventningerne var derfor helt i bund, da virksomhederne offentliggjorde deres regnskab for første kvartal. Dermed søgte markedet efter tegn på, at "så galt er det heller ikke", for derved at kunne sende aktiekurserne opad.

Målt på årsvæksten i EPS var nogle af de værste sektorer, ud over Energy og Materials, Industrials (-8% i USA, -11% i Europa), Financials (-9% i USA, -32% i Europa). I den positive kategori var Consumer Discretionary (+18% i USA, +2% i Europa), Health Care (+8% i USA, +5% i Europa) samt Telecoms (+16% i USA, +4% i Europa).

Målt ved MSCI World (DKK) gav det globale aktiemarked et afkast på 3,4% i maj. Dette dækker imidlertid over nogle relativt store regionale udsving. Nordamerikanske aktier (+4,3%) klarede sig bedst efterfulgt af Europa (+2,2%) og Japan (+1,8%). Aktier fra Emerging Markets (-1,0%) klarede sig dårligst. Som så ofte før gennem de seneste år, var danske aktier tilbage i førertrøjen med et afkast i maj på 6,0% målt ved OMX Copenhagen Cap\_GI indeks.



Periodens afkast kan opgøres til 3,4%, hvilket er 0,9%-point mere end benchmark. År til dato er afkastet 0,7% mod benchmarks 1,0%. Periodens afkast er positivt påvirket af stigningen i dollar mod danske kroner på 2,6%. Eksponeringen mod dollar udgør 35% af porteføljen, hvilket er 9%-point mindre end dollarandelen i benchmark.

Med baggrund i faldende renter på specielt de lidt længere løbende statsobligationer gav porteføljens andel af traditionelle danske stats- og realkreditobligationer i maj et afkast på 0,9%, hvilket er på niveau med afkastet på benchmark. For året har danske obligationer givet et afkast på 3,1%, hvilket er på niveau med benchmark. Andelen af danske obligationer udgør ultimo maj 23,0% mod en andel i benchmark på 25,0%.

Kreditobligationer, på tværs af ratingsegmenter, havde en stærk udvikling i maj. Understøttet af dels faldende renter samt en stigende kurs på dollar. Afkastet på porteføljens andel af kreditobligationer kan opgøres til 2,7%, hvilket er på niveau med afkastet for det sammenvægtede benchmark. For året har kreditobligationer givet et afkast på 2,9%, hvilket er 0,6%-point mindre end benchmark. Perioden bød på en marginal udvidelse af kreditspændet på Investment Grade og Emerging Market Bonds, mens spændet på amerikanske High Yield obligationer blev indsnævret med hele 28 bp.

Afkastet på de forskellige kreditsegmenter blev i maj: Investment Grade 2,3%, High Yield Bonds 3,6% og Emerging Market Bonds 2,6%. Andelen af kreditobligationer udgør samlet 36,1% ultimo perioden fordelt med Investment Grade 9,5%, High Yield Bonds 5,0% og Emerging Market Bonds 5,0%.

Aktieporteføljen gav samlet set et afkast på 5,0% i maj, hvilket er 1,6%-point mere end benchmark, der målt ved MSCI World (DKK) gav 3,4%. Periodens merperformance kan henføres til allokeringen til danske aktier (+6,8%) samt aktieudvælgelsen i såvel den europæiske som den globale aktieporteføje. For året har aktieporteføljen givet et afkast på -1,0% mod et afkast for MSCI World (DKK) på -1,0%. Aktieandelen var ultimo maj 54,8%, hvilket er på niveau med andelen i det opstillede benchmark.

### Allokering:

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

### Strategi:

Maj blev endnu en positiv måned for aktiemarkedene - den tredje i træk målt ved MSCI World (DKK). Den tumultagtige start på året er dermed ved at være udlignet. På den baggrund at konkludere, at problemer er forsvundet, vil nok være lidt for optimistisk. Således er risikofaktorer som kinesisk devaluering, EU-afstemning i Storbritannien, olieprisen, det globale vækstbillede, rentestigninger i USA, gældssituationen i visse sydeuropæiske lande etc. trådt i baggrund. Forsvundet/løst er de dog ikke! Rundt omkring hver faktor kan der således udspille sig scenarier, der igen vil kunne udfordre situationen og det aktuelt positive billede for risikofyldte aktiver.

På rentesiden er det ikke vores primære scenarie, at renterne - herunder specielt de lange renter - vil stige voldsomt i den kommende tid. Dette selvom Fed har et udtalt ønske om at genoptage deres officielle renteforhøjelser. De længere renter er imidlertid mere påvirket af den økonomiske aktivitet og inflationen. En moderat væksthistorie kan således godt udspille sig uden stigende inflation.

I den traditionelle obligationsporteføje fastholder vi derfor eksponeringen til lange obligationer med god carry.

Ovenstående vil ligeledes understøtte markedet for kreditobligationer på tværs af rating segmenter. Forventningen er, at kreditspændene kan indsnævres yderligere, hvorved kreditobligationer forventes at outperforme tilsvarende stats- og realkreditobligationer.



Vi vælger for nuværende at fastholde porteføljens relativt høje eksponering til aktier. Specielt har vi fortsat fokus på danske og europæiske aktier frem for amerikanske aktier, hvor vi vurderer, at prisfestsættelsen er lidt mere anstrengt. Baggrunden for fastholdelsen af aktieeksponeringen er ikke mindst, at vi fortsat tror på, at virksomhederne i de kommende kvartaler kan overraske positivt. Dette efter en mildest talt elendig rapportering for første kvartal. Ligeledes er analytikernes estimater og forventninger til de kommende kvartaler allerede justeret en del ned.

## BALANCE C

De finansielle markeder var generelt klædt i "grønt" gennem maj. Kombinationen af positive afkast på tværs af traditionelle obligationer, kreditobligationer og aktier gav et fornuftigt porteføljeafkast for den balancerede investor. Et afkast, der ligeledes, for en dansk investors synspunkt, blev positivt påvirket af den stigende dollarkurs mod danske kroner.

Renten på danske statsobligationer faldt marginalt gennem maj, hvorved porteføljens stabile element endte med at bidrage positivt til periodens afkast. Specielt de længere renter faldt (fra 5 år og ud) i størrelsesorden 10 bp., hvorved rentekurven fladede gennem maj. I perioden klarede realkreditobligationer sig bedre end tilsvarende statsobligationer. EUR-denominerede udenlandske statsobligationer klarede sig på niveau med danske statsobligationer, mens specielt amerikanske og engelske statsobligationer outperformede tilsvarende danske grundet en styrket valuta (dollar og pund) mod danske kroner.

De let faldende renter på statsobligationer sikrede sammen med en stigning i USD mod DKK et positivt afkast på kreditobligationer. Det amerikanske High Yield segment klarede sig bedst, idet det modsat Investment Grade og Emerging Market Bonds ligeledes blev positivt påvirket af en indsnævring i kreditspændet på 28 bp. gennem maj for at slutte måneden i 654 bp. Det er dermed tredje måned i træk, at US High Yield leverer stærke afkast. Amerikansk High Yield outperformede i perioden tilsvarende europæiske udstedelser.

På valutamarkedet blev den amerikanske dollar styrket med cirka 2% - over for såvel euroen som danske kroner gennem maj.

Specielt aktiemarkedet tegnede sig for et flot comeback gennem maj. Interessant nok blev den positive udvikling skabt i kølvandet på en lidt sløj regnskabsæson for første kvartal 2016, hvor såvel væksten i EPS samt Sales på tværs af de regionale aktieindeks var i negativt territorie og på et niveau, der gør kvartalet til et af de absolut dårligste i denne konjunkturcyklus! Eksempelvis endte årsvæksten i EPS efter første kvartal på det amerikanske og europæiske aktiemarked på henholdsvis -8% og -20%.

Analytikerne har generelt haft travlt siden årets start med at nedjustere deres forventninger til såvel indtjenings- som salgsvækst. Det er der i sig selv ikke noget nyt i, da estimaterne bliver tilpasset jo tættere på selve regnskabsaflæggelsen man kommer. Specielt situationen inden for Energy og Materials, på baggrund af de faldende priser på olie og råvarer i den første del af året, har fået analytikerne til at reducere deres estimater kraftigt op mod regnskabsaflæggelsen. Det er sandsynligvis noget af denne effekt, der har påvirket aktiemarkederne negativt i årets første måneder.

Forventningerne var derfor helt i bund, da virksomhederne offentliggjorde deres regnskab for første kvartal. Dermed søgte markedet efter tegn på, at "så galt er det heller ikke", for derved at kunne sende aktiekurserne opad.

Målt ved MSCI World (DKK) gav det globale aktiemarked et afkast på 3,4% i maj. Dette dækker imidlertid over nogle relativt store regionale udsving. Nordamerikanske aktier (+4,3%) klarede sig bedst efterfulgt af Europa (+2,2%) og Japan (+1,8%). Aktier fra Emerging Markets (-1,0%) klarede sig dårligst. Som så ofte før gennem de seneste år, var danske aktier tilbage i førertrøjen med et afkast i maj på 6,0% målt ved OMX Copenhagen Cap\_GI indeks.





Periodens afkast kan opgøres til 4,1%, hvilket er 1,2%-point mere end benchmark. År til dato er afkastet 0,1%, hvilket er identisk med benchmark. Periodens afkast er positivt påvirket af stigningen i dollar mod danske kroner på 2,6%. Eksponeringen mod dollar udgør 41% af porteføljen, hvilket er 15%-point mindre end dollarandelen i benchmark.

Med baggrund i faldende renter på specielt de lidt længere løbende statsobligationer gav porteføljens andel af traditionelle danske stats- og realkreditobligationer i maj et afkast på 0,8%, hvilket er på niveau med afkastet på benchmark. For året har danske obligationer givet et afkast på 3,0%, hvilket er på niveau med benchmark. Andelen af danske obligationer udgør ultimo maj 13,3% mod en andel i benchmark på 15,0%.

Kreditobligationer, på tværs af ratingsegmenter, havde en stærk udvikling i maj. Understøttet af dels faldende renter samt en stigende kurs på dollar. Afkastet på porteføljens andel af kreditobligationer kan opgøres til 2,7%, hvilket er på niveau med afkastet for det sammenvægtede benchmark. For året har kreditobligationer givet et afkast på 2,8%, hvilket er 0,6%-point mindre end benchmark. Perioden bød på en marginal udvidelse af kreditspændet på Investment Grade og Emerging Market Bonds, mens spændet på amerikanske High Yield obligationer blev indsnævret med hele 28 bp.

Afkastet på de forskellige kreditsegmenter blev i maj: Investment Grade 2,3%, High Yield Bonds 3,6% og Emerging Market Bonds 2,6%. Andelen af kreditobligationer udgør samlet 10,8% ultimo perioden fordelt med Investment Grade 5,4%, High Yield Bonds 2,7% og Emerging Market Bonds 2,7%.

Aktieporteføljen gav samlet set et afkast på 5,1% i maj, hvilket er 1,7%-point mere end benchmark, der målt ved MSCI World (DKK) gav 3,4%. Periodens merperformance kan henføres til allokeringen til danske aktier (+6,8%) samt aktieudvælgelsen i såvel den europæiske som den globale aktieportefølje. For året har aktieporteføljen givet et afkast på -0,7% mod et afkast for MSCI World (DKK) på -1,0%. Aktieandelen var ultimo maj 74,3%, hvilket er marginalt mindre end andelen i det opstillede benchmark.

### Allokering:

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

### Strategi:

Maj blev endnu en positiv måned for aktiemarkedene - den tredje i træk målt ved MSCI World (DKK). Den tumultagtige start på året er dermed ved at være udglignet. På den baggrund at konkludere, at problemer er forsvundet, vil nok være lidt for optimistisk. Således er risikofaktorer som kinesisk devaluering, EU-afstemning i Storbritannien, olieprisen, det globale vækstbillede, rentestigninger i USA, gældssituationen i visse sydeuropæiske lande etc. trådt i baggrund. Forsvundet/løst er de dog ikke! Rundt omkring hver faktor kan der således udspille sig scenarier, der igen vil kunne udfordre situationen og det aktuelt positive billede for risikofyldte aktiver.

På rentesiden er det ikke vores primære scenarie, at renterne - herunder specielt de lange renter - vil stige voldsomt i den kommende tid. Dette selvom Fed har et udtalt ønske om at genoptage deres officielle renteforhøjelser. De længere renter er imidlertid mere påvirket af den økonomiske aktivitet og inflationen. En moderat væksthistorie kan således godt udspille sig uden stigende inflation.

I den traditionelle obligationsportefølje fastholder vi derfor eksponeringen til lange obligationer med god carry.

Ovenstående vil ligeledes understøtte markedet for kreditobligationer på tværs af rating segmenter. Forventningen er, at kreditspændene kan indsnævres yderligere, hvorved kreditobligationer forventes at outperforme tilsvarende stats- og realkreditobligationer.



Vi vælger for nuværende at fastholde porteføljens relativt høje eksponering til aktier. Specielt har vi fortsat fokus på danske og europæiske aktier frem for amerikanske aktier, hvor vi vurderer, at prisfastsættelsen er lidt mere anstrengt. Baggrunden for fastholdelsen af aktieeksponeringen er ikke mindst, at vi fortsat tror på, at virksomhederne i de kommende kvartaler kan overraske positivt. Dette efter en mildest talt elendig rapportering for første kvartal. Ligeledes er analytikernes estimater og forventninger til de kommende kvartaler allerede justeret en del ned.

## KORTE OBLIGATIONER

Afkastet i maj blev 0,2%, hvorved årets afkast kan opgøres til 0,9%, hvilket er 0,4% mere end afkastet for det opstillede benchmark.

Maj måned bød generelt på faldende renter. Specielt segmentet fra 5 år og ud oplevede rentefald i størrelsesorden 10 bp. Rentekurven udtrykt ved spændet mellem 10-30 årige renter var stort set uforandret, men vi så en fladning af rentekurven, idet renter under 5 års segmentet sluttede måneden uændret. Spændet på konverterbare realkreditobligationer var stabilt med tendens til en mindre indsnævring. Spændet på rentetilpasningsobligationer blev indsnævret.

Porteføljen har i perioden fastholdt sin overvægt til konverterbare realkreditobligationer og floaters mod en tilsvarende undervægt i rentetilpasningsobligationer samt statsobligationer. Afdelingen har i perioden haft en lidt lavere renterisiko relativt til sig benchmark.

## MELLEMLANGE OBLIGATIONER (etableret 30.03.2016)

Afkastet i maj blev 0,5%, hvorved årets afkast kan opgøres til 0,4%, hvilket er identisk med afkastet for benchmark. 0,4% mere end afkastet for det opstillede benchmark.

Maj måned bød generelt på faldende renter. Specielt segmentet fra 5 år og ud oplevede rentefald i størrelsesorden 10 bp. Rentekurven udtrykt ved spændet mellem 10-30 årige renter var stort set uforandret, men vi så en fladning af rentekurven, idet renter under 5 års segmentet sluttede måneden uændret. Spændet på konverterbare realkreditobligationer var stabilt med tendens til en mindre indsnævring. Spændet på rentetilpasningsobligationer blev indsnævret.

Porteføljen har i perioden været marginalt overvægtet 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 maj blev 0,9%, hvorved årets afkast kan opgøres til 3,4%, hvilket er 0,1%-point mere end afkastet for det opstillede benchmark.

Maj måned bød generelt på faldende renter. Specielt segmentet fra 5 år og ud oplevede rentefald i størrelsesorden 10 bp, hvilket har haft en positiv indflydelse på periodens afkast. Rentekurven udtrykt ved spændet mellem 10-30 årige renter var stort set uforandret, men vi så en fladning af rentekurven, idet renter under 5 års segmentet sluttede måneden uændret. Spændet på konverterbare realkreditobligationer var stabilt med tendens til en mindre indsnævring. Spændet på rentetilpasningsobligationer blev indsnævret.

Porteføljen har i perioden fastholdt sin primære overvægt af konverterbare realkreditobligationer mod en tilsvarende undervægt i rentetilpasningsobligationer. Afdelingen har haft en lavere renterisiko end sit benchmark i perioden - dog med en overvægt til det mellemlange rentesegment.



## KREDITOBLIGATIONER

Afdelingens afkast kan i maj opgøres til 2,7%, hvilket er 0,1%-point bedre end afkastet på det opstillede benchmark, der gav 2,6%. Dermed har afdelingen givet et afkast på 2,8% for året i forhold til 3,4% for benchmark.

Efter to stærke måneder blev maj kendetegnet ved et mere sidelæns marked, hvor kreditspændet for de fleste aktivklasser sluttede måneden omtrent, hvor de startede. En undtagelse hertil var dog udviklingen inden for US High Yield Bonds, hvor kreditspændet alene i maj blev indsnævret med 28 bp.

Kreditspændet har dog år til dato fortsat oplevet en indsnævring på alle aktivklasser inden for kredit.

Det absolutte afkast i maj er samtidig påvirket af en stigning på 2,6% af amerikanske dollar over for danske kroner. De ledende amerikanske renter oplevede kun marginale ændringer, hvorfor udviklingen i afkastet primært har været drevet af kreditspændet/carry. Det er fortsat de globale faktorer, som er de primære drivere for kreditspændet, herunder usikkerheden omkring timingen for yderligere pengepolitiske stramning fra den amerikanske centralbank, udvidelsen af støtteopkøbene fra den Europæiske Centralbank etc. Herudover har den kommende folkeafstemning i Storbritannien omkring tilslutningen til EU en vis bevågenhed grundet usikkerheden om udfaldet og konsekvenserne heraf.

Porteføljen af Investment Grade gav i maj et afkast på 2,3% (0,1%-point bedre end benchmark), High Yield Bonds gav 3,6% (0,2%-point bedre end benchmark), mens Emerging Market Bonds gav et afkast på 2,6% (identisk med benchmark). Det var papirudvælgelsen inden for High Yield og Investment Grade som bidrog positivt i måneden.

Investment Grade markedet var generelt afventende i løbet af måneden. De fleste investorer ser frem mod, at ECB skal starte sit opkøbsprogram af virksomhedsobligationer i juni. Dermed var der heller ikke stor varians i afkastet på tværs af de forskellige sektorer.

Eksposeringen i High Yield porteføljen er fortsat defensiv, hvilket bl.a. er udtrykt ved en lav eksposering mod de råvarerelaterede industrier, hvor vi forventer en række konkurser. Vi forventer desuden, at den stigende oliepris vil have nået et loft på omkring de nuværende USD 50 per tønde. Dette understreges af, at rig-count for US borerigge for første gang i lang tid blev øget. Da disse olieselskaber er marginalproducenter, vil det påvirke udbuddet af olie.

Emerging fortsætter den positive udvikling imod en stabilisering oven på en flerårig rebalancering af økonomierne. I maj overraskede væksten positivt i Brasilien for første gang i flere år, hvilket ses som et tegn på, at økonomien har fundet en foreløbig bund. Størstedelen af landene i Emerging Markets har siden 2013 oplevet et betydeligt fald i overskuddet på kapitalbalancen, som normalt er gået til opkøb af værdipapirer, långivning eller investering i virksomheder. Mange af økonomierne har samtidig haft betydelige underskud på betalingsbalancens løbende poster på grund af især negative indkomstbalancer og mindre handelsoverskud. Valutaen har derfor været en nødvendig sikkerhedsventil for at tvinge underskuddet på de løbende poster ned, gøre import af udenlandske varer dyrere og indkomstoverførsler mindre attraktive. Denne rebalancering ser ud til at nå sin afslutning for de fleste lande, hvilket samtidig skaber fundamentet for et mere positivt vækstbillede.



## DANSKE AKTIER

Det danske aktiemarked oplevede en stærk maj. Med en stigning, målt ved OMX Copenhagen Cap\_GI indeks, på 6,0% fortsatte danske aktier deres positive udvikling fra april, ligesom danske aktier har outperformat de traditionelle regionale og globale aktieindeks fra MSCI.

Porteføljen gav i maj et afkast på 6,8%, hvilket bringer årets afkast på 4,6%. Til sammenligning har eksempelvis MSCI World (DKK) og MSCI Europa (DKK) givet henholdsvis -1,0% og -3,4% år til dato. Årets resultat er 1,3%-point bedre end afkastet for det opstillede benchmark.

Markedet har tidligere på året været nervøs for bl.a. resultatet af den forestående EU-afstemningen i Storbritannien. Der synes dog at være en stigende tro i markedet på, at det bliver et "ja" ved afstemningen den 23. juni. Samtidig var der gode makroøkonomiske nøgletal for eurozonen.

På selskabsniveau var der stigninger i bl.a. Genmab, Lundbeck og Pandora.

Genmab steg på virkelig flotte overlevelsedata på et af deres kræftprodukter. Data var så flotte, at man stoppede studiet før tid. Lundbeck steg efter offentliggørelse af et flot regnskab fulgt af en opjustering af forventningerne for året. Pandora leverede ligeledes et flot regnskab, der målt på såvel produktkategorier og geografier, var bedre end ventet af markedet.

Overvægten i Pandora og Torm samt undervægten i Mærsk har bidraget positivt til periodens relative performance, mens undervægten i Lundbeck og DFDS samt overvægten i Simcorp har bidraget negativt.

## GLOBALE AKTIER

Porteføljen gav i maj et afkast på 5,3%, hvilket er 1,9%-point mere end MSCI World (DKK). For året har porteføljen givet et afkast på -1,4%, hvilket er 0,4%-point lavere end MSCI World (DKK), der er afdelingens benchmark.

En fortsat forbedret og positiv stemning på aktiemarkedet blev bl.a. understøttet af, at regnskaberne for første kvartal ikke var så dårlige som frygtet. Cykliske og højbeta-aktier, der år til dato havde gjort det dårligere end de defensive sektorer, som stabilt forbrug, forsyning og telekom, steg mest, hvilket har medvirket til porteføljens outperformance.

Positive bidragsydere i maj var Pandora, Allegan og Amazon.

Pandoras regnskab for første kvartal var bedre end forventet med en omsætningsvækst på 35%. Op til regnskabet havde en stigende sølpris givet anledning til bekymringer hos investorerne, og aktien steg derfor markant efterfølgende. Eksponeringen til Pandora er løbende øget.

Allegan, der i april måtte opgive fusionen med Pfizer, og som efterfølgende faldt markant, aflagde ligeledes et flot regnskab. Samtidig annoncerede selskabet, at de tilbagekøber mere end 10% af deres egne aktier. Dette samt udtalelser om en stærk forventning til egne produkters styrke, gav investorerne tiltro til ledelsen og aktien, der er steget mere end 20% siden bunden midt i maj. Eksponering til Allegan er øget på attraktive niveauer gennem måneden.

På den negative side faldt Norwegian Cruise Line yderligere gennem maj. Selskabet handles til en P/E regnet på forventet indtjening i 2017 på ni gange. Dette afspejler en forventning i aktiemarkedet om, at der vil ske en kraftig forværring af krydstogtsmarkedet i den kommende periode drevet primært af overkapacitet. Vi ser markedets bekymring som overdrevet, og kan i særlig grad lide Norwegians ledende position i luksus/premium segmentet, der er det mest profitable segment. Samtidig har selskabet den mest moderne krydstogtsflåde af de tre store.



## HØJT UDBYTTE AKTIER

Maj var endnu en god måned for de europæiske aktier, der sluttede i plus efter en lidt udfordrende start.

Porteføljens afkast kan i maj opgøres til 3,9% mod et afkast for MSCI Europa (DKK) på 2,2%. For året har porteføljen givet et afkast på -3,0% svarende til en merperformance på 0,4%-point i forhold til afkastet for MSCI Europa (DKK).

På nyhedsfronten har der primært været fokus på den kommende afstemning om EU medlemskab i Storbritannien samt afslutningen af regnskabssæsonen. Ingen af delene har dog givet anledning til de store kursbevægelser isoleret set.

Maj bød på stigninger i samtlige sektorer på nær Energy og Materials, der som nævnt i sidste måned, har været på en næsten ubrudt stigning siden markedet bundede i februar. Olien fortsatte med at vise styrke og testede i maj 50 USD, hvorimod eksempelvis jernmalm oplevede et fald på næsten 20%.

Markedsmæssigt var de bedst performende sektorer IT og Telekom, hvilket især var drevet af positive kursbevægelser i nogle af de største selskaber. Herunder SAP, der aflagde regnskab i slutningen af april, ligesom de afholdt deres Sapphire konference i maj. Ligeledes aflagde Vodafone regnskab i maj. Vodafone indgår i porteføljen og har været præget af større udsving gennem det seneste halve år, grundet spekulationer om fusion/opkøb/overtagelse af Liberty Global. Aktien har en attraktiv dividende yield på 5%.

De største relative performancebidrag kom i maj fra overvægten i Finans samt undervægten i Materials. I Finans har performance været god på de fleste parametre. Vores overvægt i de defensive banker har bidraget positivt, hvilket også er tilfældet for porteføljens undervægt mod de mere cykliske banker. Endelig oplevede vores amerikanske eksponering en positiv udvikling på forventninger om en snarlig stigning i de korte renter.

Performance i Materials blev trukket dels af vores position i CRH, der er eksponeret mod amerikansk økonomi samt i særdeleshed vores undervægt i råvareselskaberne, der havde en hård måned med større kursfald.

På selskabsniveau kommer de største positive bidrag fra vores nulvægt i Bayer samt overvægten i Microsoft, mens overvægtene i Iberdrola og Matas påvirker det relative afkast negativt.



## EUROPA VALUE AKTIER

Europæiske aktier steg for tredje måned i træk på baggrund af fornuftige nøgletal for eurozonen samt mindre bekymring for resultatet af den kommende afstemning om EU afstemning i Storbritannien.

Porteføljen har i maj givet et afkast på 3,3%, hvilket er 1,1%-point mere end benchmark. For året er porteføljeafkastet -2,3% mod et afkast for MSCI Europa (DKK) på -3,4%.

Den kraftige sektorrotation, der har været tidligere på året, har kun i begrænset omfang ramt porteføljen, da en del af strategien er, at være rimelig neutral vægtet på sektorniveau. Porteføljestrategien har fokus på at opretholde eksponering mod de faktorer, der historisk har skabt merafkast dvs. "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.

På selskabsniveau var de største positive bidrag i porteføljen fra 3i Group, Royal Mail og Societe Generale.

3i, der er et kapitalforvaltningsselskab, havde stort inflow af nye midler og offentliggjorde endvidere et flot regnskab.

Royal Mail leverede et bedre end ventet regnskab, hvilket fik aktien til at stige.

Den franske bank Societe Generale, har tidligere på året haft det lidt svært grundet de lave renter. Regnskabet var ikke så slemt som frygtet og viste, at såvel udlånsvækst og tab på udlån var bedre end forventet. Ligeledes var bankens eksponering til oliesektoren fornuftig, hvilket der ellers havde været spekuleret i. Aktiekursen steg i maj.

Aktier, der trak det samlede porteføljeafkast ned var: Rio Tinto, Adecco og Gas Natural.

# 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](http://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.