

# PFA INVEST

## Nyhedsbrev

NR. 6 - JUNI 2018



# Markedscommentar

## USA igen i førersædet

I maj svingede vækstpendulet og risikoappetitten i retning mod USA og væk fra Europa. De økonomiske nøgletal fra USA overraskede positivt, mens europæiske nøgletal var mere blandede og den politiske uro i Italien pustede midlertidigt til usikkerheden om Italiens fremtidige forhold til det europæiske samarbejde. I markedet kom det til udtryk i en styrkelse af dollaren og en mere positiv fremgang på de amerikanske aktiemarkeder end de europæiske. I Europa steg rentespændet mellem italienske og tyske renter.

Fremadrettet ser vi fortsat et intakt globalt opsving og at aktier vil give højere afkast end obligationer, der ventes at have modvind fra gradvist stigende renter. Risici for en eskalation af gensidige toldsatser og begyndende tegn på overophedning i den amerikanske økonomi kan skabe nye fluktuationer på de finansielle markeder de kommende måneder.

## Arbejdsmarkedet strammer til

I USA steg vækstindikatorer i maj efter et dyk i april. Samlet set ser det ud til at væksten er accelereret i andet kvartal efter et lidt middelmådigt første kvartal. Indikatorerne har haft en tendens til at overdrive den reelle vækst, men aktuelt bakkes de op af robust fremgang i beskæftigelsen, hvilket understøtter privatforbruget og har ført til et fald i arbejdsløsheden til 3,8% (hvilket udover en enkelt måned i 2000 ikke er set lavere siden slutningen af 1960'erne). Kombineret med pæn fremgang i investeringer, et positivt boligmarked og en ekspansiv finanspolitik er der tilstrækkelig med faktorer til at drive opsvinget videre en rum tid endnu. Risikoen for en overophedning - specielt på arbejdsmarkedet - er gradvist stigende, hvilket kan føre til en mere restriktiv pengepolitik fra den amerikanske centralbank, Federal Reserve (Fed). Kommunikation fra ledende Fed-medlemmer tyder dog ikke på, at trenden i løn- og inflationspresset er voldsomt bekymrende og vi vurderer, at Fed vil fortsætte det nuværende tempo, hvor renten hæves en gang i kvartalet. Med et niveau på 1,75% er renten dog stadig lav og vil først i 2019 begynde at dæmpe væksten, såfremt det nuværende tempo fortsættes.

## Politisk uro dominerer

I Europa er billedet mere blandet. Vækstindikatorer ligger

på niveauer, der nogenlunde bekræfter billedet fra første kvartal, hvor BNP-væksten faldt til 0,4% efter 0,7% i slutningen af sidste år. Fremadrettet vurderer vi, at det er mere sandsynligt, at væksten vil stabilisere sig eller øges lidt igen frem for at bremse yderligere op de kommende kvartaler. Der er stadig robust fremgang på arbejdsmarkedet i de fleste europæiske lande, hvilket understøtter privatforbrug, investeringslysten er stigende og den globale økonomi understøtter eksportefterspørgslen. Der er dog risikofaktorer, som er værd at holde øje med, ikke mindst i Italien, hvor problemer med at danne en ny regering i maj førte til betydelige kursfald på italienske statsobligationer (hvor rentespændet overfor tyske obligationer steg til det højeste siden gældskrisen i 2012), og sendte negative dønninger til de finansielle markeder langt udover Italiens grænser. Sidst i maj så brikkerne ud til at falde på plads for en umage koalition af den yderste højre og venstrefløj, hvilket skabte lidt ro på markederne. Det er dog uklart, hvordan den nye regering vil forholde sig til den økonomiske politik og forholdet til Brussel, hvilket kan føre til fortsat forhøjet risikopræmie på italienske obligationer.

Kommunikation fra den Europæiske Centralbank (ECB) tyder stadig på, at opkøbsprogrammet kan blive forlænget yderligere en kort stund efter den nuværende slutdato i september. Kombinationen af politisk usikkerhed og skuffende vækstindikatorer bidrog til at svække euroen overfor dollar og lagde en dæmper på interessen for europæiske aktier i maj.

## Handelskonflikten optrappes

USA besluttede i slutningen af maj at indføre den tidligere fremsatte ekstratold på import af aluminium og stål fra bl.a. Europa og Canada. Det ser ligeledes ud til, at Trump vil gennemføre en ekstratold på varer for 50 mia. dollar fra Kina i juni. Både EU og Kina står klar til at gengælde med ekstratold på en række amerikanske varer og en optrapning af handelskonflikten er dermed en realitet. Indtil videre er de protektionistiske tiltag stadig beskedne set i det store billede (import af stål og aluminium udgør eksempelvis ca. 1,5% af USA's import og tolden vil især ramme Canada). Der dog en risiko for, at situation eskalerer yderligere og bl.a. rammer større industrier som eksempelvis biler, hvilket kan påvirke Tyskland noget hårdere. En sådan eskalation vil være negativt for global vækst og risikoappetit.

## Emerging markets lider under styrket dollar

Udsigten til øgede todsatser på eksportvarer har ikke haft nogen synlig påvirkning af kinesiske tillidsindikatorer, som steg en smule i maj og signalerer, at væksten stadig ligger omkring 6,5%. Emerging market aktieindeks har dog haft to vanskelige måneder og tabt terræn til amerikanske og europæiske aktieindeks. Det er specielt pres fra stigende

renter, en styrket dollar og protektionistisk retorik som tynger aktierne og har blotlagt de svageste økonomier, herunder Tyrkiet og Argentina, hvor valutaerne er kommet under pres. Samtidig holder stigende olie- og råvarepriser hånden under nogle af de mere råvaretunge økonomier som eksempelvis Rusland.

# Afkastoversigt 2018 - PFA Invest

PFA Invest afdelinger	Maj	2018	2017	2016	2015	Afkast siden start	Start
PFA Invest Balance AA	0,4%	-0,2%	0,7%	-	-	0,4%	23-06-2017
PFA Invest Balance A	0,9%	0,1%	3,7%	5,2%	7,1%	31,4%	28-01-2014
PFA Invest Balance Akkumulerende	1,2%	0,4%	0,7%	-	-	1,1%	23-06-2017
PFA Invest Balance B	1,6%	0,9%	6,6%	5,4%	10,3%	63,8%	01-10-2012
PFA Invest Balance C	1,9%	1,2%	7,4%	4,9%	-0,9%	13,0%	05-05-2015

PFA Invest Mellemlange Obligationer	0,4%	0,2%	1,0%	1,4%	-	2,6%	30-03-2016
PFA Invest Kreditobligationer	-0,6%	-2,1%	5,9%	8,1%	7,8%	42,4%	01-10-2012
PFA Invest Udenlandske Obligationer	-0,1%	-0,9%	-0,1%	-3,0%	-	-4,0%	21-10-2016
PFA Invest Globale Aktier	3,6%	4,0%	8,9%	5,4%	17,7%	109,5%	01-10-2012
PFA Invest Danske Aktier	-0,6%	-1,1%	14,5%	4,0%	36,4%	160,4%	01-10-2012
PFA Invest Højt Udbytte Aktier	-0,8%	-2,2%	8,8%	-0,6%	11,4%	52,7%	20-12-2012
PFA Invest Europa Value Aktier	-0,3%	-1,4%	11,2%	3,0%	14,1%	27,8%	07-10-2014
PFA Invest USA Stabile Aktier	4,8%	3,3%	3,0%	5,9%	-	12,6%	21-10-2016

Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast.

I henhold til bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel kan anvendt afkastdata findes i sin fuldstændighed under [www.pfainvest.dk/afdelinger.html](http://www.pfainvest.dk/afdelinger.html).

# Afkastkommentarer

## PFA Invest Balance AA

Performance	Maj	2018
Afdeling	0,4%	-0,2%
Benchmark	0,7%	-0,3%
Merafkast, %-point	-0,3%	0,1%

Maj måned vil blive husket for, at vi igen blev mindet om gældskrisen i Europa. Fra Italien kom nyheden om en ny regeringskonstellation, hvor markedet frygter, at de kan finde på at sende landet ud i en folkeafstemning om det fremtidige euromedlemskab. På baggrund af den nyhed steg italienske obligationsrenter markant i løbet af få dage og trak renterne i de øvrige europæiske periferilande med sig op, hvilket resulterede i faldende europæiske aktier. USD steg 3,5%, bl.a. som følge af uroen i Europa. Efterfølgende er der kommet mere ro på situationen, og fokus har rettet sig mod den italienske økonomi, der i dag har det markant bedre end under finanskrisen.

Globale aktier havde en god måned, målt på afkast i danske kroner. Dette skyldes bl.a. den stigende USD.

Samlet set gav porteføljen et afkast på 0,4% i maj, hvilket var 0,3%-point mindre end benchmark. År til dato er porteføljen faldet -0,2%, hvilket var en spids bedre end benchmark med -0,3%.

## Investeringsstrategi

Opsvinget, der har skabt grobund for de seneste års stigende aktiekurser, er ved at være i den sene fase, men stadigvæk stærkt. For afdelingens investeringer betyder det, at vi fortsat befinder os i vores hovedscenarie med moderat til pæn vækst, så vi er fortsat placeret med en lille overvægt i aktier, men er begyndt at ændre de underliggende investeringer i en mere defensiv retning. Aktieporteføljen er undervægtet i amerikanske og japanske aktier, mens aktier fra Europa og Emerging Market er overvægtet.

Overvægten i aktier er hovedsageligt taget fra placeringen i obligationer. USD er let overvægtet på grund af investeringen i amerikanske virksomhedsobligationer, mens kreditobligationer samlet er undervægtet, men har en overvægt i Europa. Danske

obligationer er undervægtet, og samlet set er porteføljens renterisiko lavere end benchmark.

## Aktier

Aktieinvesteringerne i porteføljen er fordelt mellem PFA Invest afdelingerne Globale Aktier, Danske Aktier, Europa Value Aktier, Højt Udbytte Aktier, USA Stabile Aktier og udvalgte aktier fra USA, Europa og Emerging Markets.

Aktiemarkedene har haft en måned med pæne stigninger, primært trukket af udviklingen i amerikanske aktier og USD, der er steget imod danske kroner. Porteføljens overvægt i europæiske og danske aktier samt aktier fra Emerging Markets har alle underperformet globale aktier (MSCI World), og kun den globale afdeling har kunnet følge med benchmark. Performance på aktieporteføljen underperformede med 1,7% i maj måned, hvilket slår igennem på den samlede portefølje.

I maj gav porteføljen et aktieafkast på 2,4%, hvorimod benchmark gav 4,1%. År til dato har aktieporteføljen givet 2,2%. Vi holder fortsat fast i vores overvægt af Europa og Emerging Markets aktier, da vi mener, at man får mest værdi for pengene i disse regioner, men maj var dyr for denne strategi.

## Obligationer

Obligationsinvesteringerne i porteføljen er fordelt mellem danske og udenlandske stats- og realkreditobligationer samt kreditobligationer. Kreditobligationer dækker over virksomhedsobligationer med høj og lav kreditværdighed samt obligationer fra Emerging Markets lande. Investeringerne i stats- og realkreditobligationer sker gennem PFA Invest afdelingerne Mellemlange Obligationer og Udenlandske Obligationer, mens investeringerne i kreditobligationer sker gennem afdelingen PFA Invest Kreditobligationer. Der er desuden enkeltinvesteringer i danske obligationer og kreditobligationer.

Maj var præget af pænt faldende tyske og danske renter forårsaget af den politiske udvikling i Italien, som fik investorer til at søge mere sikre alternativer. Tyske og danske statsobligationer klarede sig bedst, og danske

realkreditobligationer tabte i forhold til swaps, men dog meget begrænset. Rentevolatiliteten reagerede også på situationen i Italien og endte generelt højere, hvilket havde en negativ effekt på danske realkreditobligationer.

Danske stats- og realkreditobligationer gav positivt afkast på 0,4%. Den 10-årige danske statsrente faldt 20bp i maj. Udenlandske statsobligationer har en højere rentefølsomhed og har været ramt af, at europæiske periferilandes rentespænd til de "sikre havne", som Tyskland og Danmark, er steget i maj. År til dato har danske obligationer givet 0,2% mens udenlandske statsobligationer har givet -0,9%.

Kreditobligationer gav et afkast på -0,3% i maj. Betingelserne er dog positive for kreditobligationer, der normalt performer godt i en økonomi som den nuværende, der oplever vækst. År til dato var afkastet -1,2%, hvilket er 1,8%-point bedre end benchmark.

Fordeling	Afdeling	Benchmark	Relativt
Aktier	12,1%	10,0%	2,1%
Kreditobligationer	29,5%	30,0%	-0,5%
Obligationer	56,0%	60,0%	-4,0%
Kontant	2,4%	0,0%	2,4%

## PFA Invest Balance A

Performance	Maj	2018
Afdeling	0,9%	0,1%
Benchmark	1,2%	0,0%
Merafkast, %-point	-0,3%	0,1%

Maj måned vil blive husket for, at vi igen blev mindet om gældskrisen i Europa. Fra Italien kom nyheden om en ny regeringskonstellation, hvor markedet frygter, at de kan finde på at sende landet ud i en folkeafstemning om det fremtidige euromedlemsskab. På baggrund af den nyhed steg italienske obligationsrenter markant i løbet af få dage og trak renterne i de øvrige europæiske periferilande med sig op, hvilket resulterede i faldende europæiske aktier. USD steg 3,5%, bl.a. som følge af uroen i Europa. Efterfølgende er der kommet mere ro på situationen, og fokus har rettet sig mod den italienske økonomi, der i dag har det markant bedre end under finanskrisen.

Globale aktier havde en god måned, målt på afkast i danske kroner. Dette skyldes bl.a. den stigende USD.

Samlet set gav porteføljen et afkast på 0,9% i maj, hvilket var 0,3%-point mindre end benchmark. År til dato er porteføljen steget 0,1% hvilket er en anelse over benchmark med 0,0%.

## Investeringsstrategi

Opsvinget, der har skabt grobund for de seneste års stigende aktiekurser, er ved at være i den sene fase, men stadigvæk stærkt. For afdelingens investeringer betyder det, at vi fortsat befinder os i vores hovedscenarie med moderat til pæn vækst, så vi er fortsat placeret med en lille overvægt i aktier, men er begyndt at ændre de underliggende investeringer i en mere defensiv retning. Aktieporteføljen er undervægtet i amerikanske og japanske aktier, mens aktier fra Europa og Emerging Market er overvægtet.

Overvægten i aktier er hovedsageligt taget fra placeringen i kreditobligationer. USD er let overvægtet på grund af investeringen i amerikanske virksomhedsobligationer, mens kreditobligationer samlet er undervægtet, men har en overvægt i Europa. Danske obligationer er undervægtet, og samlet set er porteføljens renterisiko lavere end benchmark.

## Aktier

Aktieinvesteringerne i porteføljen er fordelt mellem PFA Invest afdelingerne Globale Aktier, Danske Aktier, Europa Value Aktier, Højt Udbytte Aktier, USA Stabile Aktier og udvalgte aktier fra USA, Europa og Emerging Markets.

Aktiemarkedene har haft en måned med pæne stigninger, primært trukket af udviklingen i amerikanske aktier og USD, der er steget imod danske kroner. Porteføljens overvægt i europæiske og danske aktier samt aktier fra Emerging Markets har alle underperformet globale aktier (MSCI World), og kun den globale afdeling har kunnet følge med benchmark. Performance på aktieporteføljen underperformede 1,6% i maj måned, hvilket slår igennem på den samlede portefølje.

I maj gav porteføljen et aktieafkast på 2,5%, hvorimod benchmark gav 4,1%. År til dato har aktieporteføljen givet 2,0%. Vi holder fortsat fast i vores overvægt af Europa og Emerging Markets aktier, da vi mener, at man får mest værdi for pengene i disse regioner, men maj var dyr for denne strategi.

## Obligationer

Obligationsinvesteringerne i porteføljen er fordelt mellem danske og udenlandske stats- og realkreditobligationer samt kreditobligationer. Kreditobligationer dækker over virksomhedsobligationer med høj og lav kreditværdighed samt obligationer fra Emerging Markets lande. Investeringerne i stats- og realkreditobligationer sker gennem PFA Invest afdelingerne Mellemlange Obligationer og Udenlandske Obligationer, mens investeringerne i kreditobligationer sker gennem afdelingen PFA Invest Kreditobligationer. Der er desuden enkeltinvesteringer i danske obligationer og kreditobligationer.

Maj var præget af pænt faldende tyske og danske renter forårsaget af den politiske udvikling i Italien, som fik investorer til at søge mere sikre alternativer. Tyske og danske statsobligationer klarede sig bedst, og danske realkreditobligationer tabte i forhold til swaps, men dog meget begrænset. Rentevolatiliteten reagerede også på situationen i Italien og endte generelt højere, hvilket havde en negativ effekt på danske realkreditobligationer.

Danske stats- og realkreditobligationer gav positivt afkast på 0,4%. Den 10-årige danske statsrente faldt 20bp i maj. Udenlandske statsobligationer har en højere rentefølsomhed og har været ramt af, at europæiske periferilandes rentespænd til de "sikre havne", som Tyskland og Danmark, er steget i maj. År til dato har danske obligationer givet 0,2% mens udenlandske statsobligationer har givet -0,9%.

Kreditobligationer gav et afkast på 0,2% i maj. Betingelserne er fortsat positive for kreditobligationer, der normalt performer godt i en økonomi som den nuværende, der oplever vækst. År til dato er afkastet -1,1%, hvilket er 1,8%-point bedre end benchmark.

Fordeling	Afdeling	Benchmark	Relativt
Aktier	28,2%	25,0%	3,2%
Kreditobligationer	32,5%	35,0%	-2,5%
Obligationer	38,5%	40,0%	-1,5%
Kontant	0,8%	0,0%	0,8%

## PFA Invest Balance B

Performance	Maj	2018
Afdeling	1,6%	0,9%
Benchmark	2,3%	1,4%
Merafkast, %-point	-0,7%	-0,4%

Maj måned vil blive husket for, at vi igen blev mindet om gældskrisen i Europa. Fra Italien kom nyheden om en ny regeringskonstellation, hvor markedet frygter, at de kan finde på at sende landet ud i en folkeafstemning om det fremtidige euromedlemskab. På baggrund af den nyhed steg italienske obligationsrenter markant i løbet af få dage og trak renterne i de øvrige europæiske periferilande med sig op, hvilket resulterede i faldende europæiske aktier. USD steg 3,5%, bl.a. som følge af uroen i Europa. Efterfølgende er der kommet mere ro på situationen, og fokus har rettet sig mod den italienske økonomi, der i dag har det markant bedre end under finanskrisen.

Globale aktier havde en god måned, målt på afkast i danske kroner. Dette skyldes bl.a. den stigende USD.

Samlet set gav porteføljen et afkast på 1,6% i maj, hvilket var 0,7%-point mindre end benchmark. År til dato er porteføljen steget 0,9% hvilket var 0,4% mindre end benchmark.

## Investeringsstrategi

Opsvinget, der har skabt grobund for de seneste års stigende aktiekurser, er ved at være i den sene fase, men stadigvæk stærkt. For afdelingens investeringer betyder det, at vi fortsat befinder os i vores hovedscenarie med moderat til pæn vækst, så vi er fortsat placeret med en lille overvægt i aktier, men er begyndt at ændre de underliggende investeringer i en mere defensiv retning. Aktieporteføljen er undervægtet i amerikanske og japanske aktier, mens aktier fra Europa og Emerging Market er overvægtet.

Overvægten i aktier er hovedsageligt taget fra placeringen i kreditobligationer. Kreditobligationer var samlet set undervægtet. Danske obligationer var undervægtet, og samlet set var porteføljens renterisiko lavere end benchmark.

## Aktier

Aktieinvesteringerne i porteføljen er fordelt mellem PFA Invest afdelingerne Globale Aktier, Danske Aktier, Europa Value Aktier, Højt Udbytte Aktier, USA Stabile

Aktier og udvalgte aktier fra USA, Europa og Emerging Markets.

Aktiemarkederne har haft en måned med pæne stigninger, primært trukket af udviklingen i amerikanske aktier og USD, der er steget imod danske kroner. Porteføljens overvægt i europæiske og danske aktier samt aktier fra Emerging Markets har alle underperformat globale aktier (MSCI World), og kun den globale afdeling har kunnet følge med benchmark. Performance på aktieporteføljen underperformede 1,3% i maj måned, hvilket slår igennem på den samlede portefølje.

I maj gav porteføljen et aktieafkast på 2,8%, hvorimod benchmark gav 4,1%. År til dato har aktieporteføljen givet 2,3%. Vi holder fortsat fast i vores overvægt af Europa og Emerging Markets aktier, da vi mener, at man får mest værdi for pengene i disse regioner, men maj var dyr for denne strategi.

### Obligationer

Obligationsinvesteringerne i porteføljen er fordelt mellem danske og udenlandske stats- og realkreditobligationer samt kreditobligationer. Kreditobligationer dækker over virksomhedsobligationer med høj og lav kreditværdighed samt obligationer fra Emerging Markets lande. Investeringerne i stats- og realkreditobligationer sker gennem PFA Invest afdelingerne Mellemlange Obligationer og Udenlandske Obligationer, mens investeringerne i kreditobligationer sker gennem afdelingen PFA Invest Kreditobligationer. Der er desuden enkeltinvesteringer i danske obligationer og kreditobligationer.

Maj var præget af pænt faldende tyske og danske renter forårsaget af den politiske udvikling i Italien, som fik investorer til at søge mere sikre alternativer. Tyske og danske statsobligationer klarede sig bedst, og danske realkreditobligationer tabte i forhold til swaps, men dog meget begrænset. Rentevolatiliteten reagerede også på situationen i Italien og endte generelt højere, hvilket havde en negativ effekt på danske realkreditobligationer.

Danske stats- og realkreditobligationer gav positivt afkast på 0,4%. Den 10-årige danske statsrente faldt 20bp i maj. Udenlandske statsobligationer har en højere rentefølsomhed og har været ramt af, at europæiske periferilandes rentespænd til de "sikre havne", som Tyskland og Danmark, er steget i maj. År til dato har danske obligationer givet 0,2% mens udenlandske statsobligationer har givet -0,9%.

Kreditobligationer gav et afkast på -0,5% i maj. Betingelserne er dog positive for kreditobligationer, der

normalt performer godt i en økonomi som den nuværende, der oplever vækst. År til dato er afkastet -1,8%, hvilket er 1,3%-point bedre end benchmark.

Fordeling	Afdeling	Benchmark	Relativt
Aktier	57,4%	55,0%	2,4%
Kreditobligationer	17,8%	20,0%	-2,2%
Obligationer	23,7%	25,0%	-1,3%
Kontant	1,1%	0,0%	1,1%

### PFA Invest Balance C

Performance	Maj	2018
Afdeling	1,9%	1,2%
Benchmark	3,1%	2,3%
Merafkast, %-point	-1,2%	-1,1%

Maj måned vil blive husket for, at vi igen blev mindet om gældskrisen i Europa. Fra Italien kom nyheden om en ny regeringskonstellation, hvor markedet frygter, at de kan finde på at sende landet ud i en folkeafstemning om det fremtidige euromedlemskab. På baggrund af den nyhed steg italienske obligationsrenter markant i løbet af få dage og trak renterne i de øvrige europæiske periferilande med sig op, hvilket resulterede i faldende europæiske aktier. USD steg 3,5%, bl.a. som følge af uroen i Europa. Efterfølgende er der kommet mere ro på situationen, og fokus har rettet sig mod den italienske økonomi, der i dag har det markant bedre end under finanskrisen.

Globale aktier havde en god måned, målt på afkast i danske kroner. Dette skyldes bl.a. den stigende USD.

Samlet set gav porteføljen et afkast på 1,9% i maj, hvilket var 1,2%-point mindre end benchmark. År til dato er porteføljen steget 1,2% hvilket var 1,1% mindre end benchmark.

### Investeringsstrategi

Opsvinget, der har skabt grobund for de seneste års stigende aktiekurser, er ved at være i den sene fase, men stadigvæk stærkt. For afdelingens investeringer betyder det, at vi fortsat befinder os i vores hovedscenarie med moderat til pæn vækst, så vi er fortsat placeret med en lille overvægt i aktier, men er begyndt at ændre de underliggende investeringer i en

mere defensiv retning. Aktieporteføljen er undervægtet i amerikanske og japanske aktier, mens aktier fra Europa og Emerging Market er overvægtet.

Overvægten i aktier var hovedsageligt taget fra placeringen i obligationer. Kreditobligationer var samlet set lidt undervægtet. Danske obligationer var undervægtet, og samlet set var porteføljens renterisiko lavere end benchmark.

## Aktier

Aktieinvesteringerne i porteføljen er fordelt mellem PFA Invest afdelingerne Globale Aktier, Danske Aktier, Europa Value Aktier, Højt Udbytte Aktier, USA Stabile Aktier og udvalgte aktier fra USA, Europa og Emerging Markets.

Aktiemarkederne har haft en måned med pæne stigninger, primært trukket af udviklingen i amerikanske aktier og USD, der er steget imod danske kroner. Porteføljens overvægt i europæiske og danske aktier samt aktier fra Emerging Markets har alle underperformet globale aktier (MSCI World), og kun den globale afdeling har kunnet følge med benchmark. Performance på aktieporteføljen underperformede 1,6% i maj måned, hvilket slår igennem på den samlede portefølje.

I maj gav porteføljen et aktieafkast på 2,5%, hvorimod benchmark gav 4,1%. År til dato har aktieporteføljen givet 2,1%. Vi holder fortsat fast i vores overvægt af Europa og Emerging Markets aktier, da vi mener, at man får mest værdi for pengene i disse regioner, men maj var dyr for denne strategi.

## Obligationer

Obligationsinvesteringerne i porteføljen er fordelt mellem danske og udenlandske stats- og realkreditobligationer samt kreditobligationer. Kreditobligationer dækker over virksomhedsobligationer med høj og lav kreditværdighed samt obligationer fra Emerging Markets lande. Investeringerne i stats- og realkreditobligationer sker gennem PFA Invest afdelingerne Mellemlange Obligationer og Udenlandske Obligationer, mens investeringerne i kreditobligationer sker gennem afdelingen PFA Invest Kreditobligationer. Der er desuden enkeltinvesteringer i danske obligationer og kreditobligationer.

Maj var præget af pænt faldende tyske og danske renter forårsaget af den politiske udvikling i Italien, som fik investorer til at søge mere sikre alternativer. Tyske og danske statsobligationer klarede sig bedst, og danske

realkreditobligationer tabte i forhold til swaps, men dog meget begrænset. Rentevolatiliteten reagerede også på situationen i Italien og endte generelt højere, hvilket havde en negativ effekt på danske realkreditobligationer.

Danske stats- og realkreditobligationer gav positivt afkast på 0,4%. Den 10-årige danske statsrente faldt 20bp i maj. Udenlandske statsobligationer har en højere rentefølsomhed og har været ramt af, at europæiske periferilandes rentespænd til de "sikre havne", som Tyskland og Danmark, er steget i maj. År til dato har danske obligationer givet 0,1% mens udenlandske statsobligationer har givet -0,9%.

Kreditobligationer gav et afkast på -0,6% i maj. Betingelserne er fortsat positive for kreditobligationer, der normalt performer godt i en økonomi som den nuværende, der oplever vækst. År til dato er afkastet -1,8%, hvilket er 1,3%-point bedre end benchmark.

Fordeling	Afdeling	Benchmark	Relativt
Aktier	77,6%	75,0%	2,6%
Kreditobligationer	9,5%	10,0%	-0,5%
Obligationer	12,3%	15,0%	-2,7%
Kontant	0,6%	0,0%	0,6%

## PFA Invest Balance Akkumulerende

Performance	Maj	2018
Afdeling	1,2%	0,4%
Benchmark	1,7%	0,7%
Merafkast, %-point	-0,5%	-0,2%

Maj måned vil blive husket for, at vi igen blev mindet om gældskrisen i Europa. Fra Italien kom nyheden om en ny regeringskonstellation, hvor markedet frygter, at de kan finde på at sende landet ud i en folkeafstemning om det fremtidige euromedlemskab. På baggrund af den nyhed steg italienske obligationsrenter markant i løbet af få dage og trak renterne i de øvrige europæiske periferilande med sig op, hvilket resulterede i faldende europæiske aktier. USD steg 3,5%, bl.a. som følge af uroen i Europa. Efterfølgende er der kommet mere ro på situationen, og fokus har rettet sig mod den italienske økonomi, der i dag har det markant bedre end under finanskrisen.



Globale aktier havde en god måned, målt på afkast i danske kroner. Dette skyldes bl.a. den stigende USD.

Samlet set gav porteføljen et afkast på 1,2% i maj, hvilket var 0,5%-point mindre end benchmark. År til dato er porteføljen steget 0,4%, hvilket var lige under benchmark med 0,7%.

## Investeringsstrategi

Opsvinget, der har skabt grobund for de seneste års stigende aktiekurser, er ved at være i den sene fase, men stadigvæk stærkt. For afdelingens investeringer betyder det, at vi fortsat befinder os i vores hovedscenarie med moderat til pæn vækst, så vi er fortsat placeret med en lille overvægt i aktier, men er begyndt at ændre de underliggende investeringer i en mere defensiv retning. Aktieporteføljen er undervægtet i amerikanske og japanske aktier, mens aktier fra Europa og Emerging Market er overvægtet.

Overvægten i aktier er hovedsageligt taget fra placeringen i obligationer. USD er let overvægtet på grund af investeringen i amerikanske virksomhedsobligationer, mens kreditobligationer samlet er undervægtet, men har en overvægt i Europa. Danske obligationer er undervægtet, og samlet set er porteføljens renterisiko lavere end benchmark.

## Aktier

Aktiemarkederne har haft en måned med pæne stigninger, primært trukket af udviklingen i amerikanske aktier og USD, der er steget imod danske kroner. Porteføljens overvægt i europæiske og danske aktier samt aktier fra Emerging Markets har alle underperformet globale aktier (MSCI World), og kun den globale afdeling har kunnet følge med benchmark. Performance på aktieporteføljen underperformede 1,5% i maj måned, hvilket slår igennem på den samlede portefølje.

I maj gav porteføljen et aktieafkast på 3,0%, hvorimod benchmark gav 4,1%. År til dato gav aktieporteføljen 2,3%. Vi holder fortsat fast i vores overvægt af Europa og Emerging Markets aktier, da vi mener, at man får mest værdi for pengene i disse regioner, men maj var dyr for denne strategi.

## Obligationer

Obligationsinvesteringerne i porteføljen er fordelt mellem danske og udenlandske stats- og realkreditobligationer samt kreditobligationer. Kreditobligationer dækker over

virksomhedsobligationer med høj og lav kreditværdighed samt obligationer fra Emerging Markets lande. Investeringerne i stats- og realkreditobligationer sker gennem PFA Invest afdelingerne Mellemlange Obligationer og Udenlandske Obligationer, mens investeringerne i kreditobligationer sker gennem afdelingen PFA Invest Kreditobligationer. Der er desuden enkeltinvesteringer i danske obligationer og kreditobligationer.

Maj var præget af pænt faldende tyske og danske renter forårsaget af den politiske udvikling i Italien, som fik investorer til at søge mere sikre alternativer. Tyske og danske statsobligationer klarede sig bedst, og danske realkreditobligationer tabte i forhold til swaps, men dog meget begrænset. Rentevolatiliteten reagerede også på situationen i Italien og endte generelt højere, hvilket havde en negativ effekt på danske realkreditobligationer.

Danske stats- og realkreditobligationer gav positivt afkast på 0,4%. Den 10-årige danske statsrente faldt 20bp i maj. Udenlandske statsobligationer har en højere rentefølsomhed og har været ramt af, at europæiske periferilandes rentespænd til de "sikre havne", som Tyskland og Danmark, er steget i maj. År til dato har danske obligationer givet 0,1% mens udenlandske statsobligationer har givet -0,9%.

Kreditobligationer gav et afkast på -0,3% i maj. Betingelserne er fortsat positive for kreditobligationer, der normalt performer godt i en økonomi som den nuværende, der oplever vækst. År til dato var afkastet -1,5%, hvilket er 1,6%-point bedre end benchmark.

Fordeling	Afdeling	Benchmark	Relativt
Aktier	42,5%	40,0%	2,5%
Kreditobligationer	26,7%	27,5%	-0,8%
Obligationer	30,8%	32,5%	-1,7%
Kontant	0,0%	0,0%	0,0%

## PFA Invest Mellemlange Obligationer

Afdelingen gav et afkast efter omkostninger på 0,4% i maj, hvilket var på niveau med benchmark.

Maj var præget af pænt faldende tyske og danske renter forårsaget af den politiske udvikling i Italien, som fik investorer til at søge mere sikre alternativer. Tyske og danske statsobligationer klarede sig bedst og danske realkreditobligationer tabte i forhold til swaps, men dog meget begrænset. Rentevolatiliteten reagerede også på

situationen i Italien og endte generelt højere, hvilket havde en negativ effekt på danske realkreditobligationer.

Afdelingen ligger undervægtet renterisiko, hvilket havde en negativ effekt i maj.

### **PFA Invest Udenlandske Obligationer**

Afdelingen gav et afkast på -0,1% efter omkostninger i maj, hvilket er på niveau med benchmark. Afkastet år til dato er således -0,9% efter omkostninger mod et benchmarkafkast på -1,0%.

Det var i høj grad Italien, der løb med opmærksomheden i maj måned. Store udfordringer med dannelse af en ny regering førte til betydelige kursfald på italienske statsobligationer, hvor rentespændet til tyske obligationer i rekordfart steg til det højeste niveau siden gældskrisen i 2011. Sidst i maj så brikkerne ud til at falde på plads for en umage koalition imellem de to populistiske partier, hvilket for nu reducerer sandsynligheden for et genvalg. Det er uklart, hvordan den nye regering vil forholde sig til den økonomiske politik og forholdet til Brussel, hvilket forventeligt vil føre til fortsat forhøjet risikopræmie på italienske obligationer.

Den politiske uro i Italien fik investorer til at søge mod sikrere havne, hvorfor tyske og amerikanske renter faldt i løbet af måneden. De øvrige eurolande underperformede derfor Tyskland, og Italien var månedens største taber. Afdelingen har ligget undervægtet i Italien, hvilket har bidraget positivt til relativ performance.

Kommunikation fra den Europæiske Centralbank (ECB) tyder stadig på, at opkøbsprogrammet kan blive forlænget yderligere en kort stund efter den nuværende slutdato i september. Centralbanken holder dog fast i den forsigtige retorik, og der synes stadig langt hen til den første renteforhøjelse fra ECB. Markedet forventer nu den første renteforhøjelse omkring september 2019.

### **PFA Invest Kreditobligationer**

Afdelingen gav et afkast på -0,6% i maj, hvilket var 0,2% efter benchmark. For 2018 er afkastet på -2,1%, hvilket er 1,0% bedre end benchmark.

Risikofyldte aktiver havde en svag måned på baggrund af geopolitisk uro omkring den nye italienske regeringskoalition, mistillidsvotum for den spanske statsminister samt indførelse af nye handelstariffer i USA. Dette førte ligeledes til højere kreditpræmier.

For Investment Grade obligationer virkede faldende statsrenter som modvægt til højere kreditpræmier. Det var især italienske bankobligationer som reagerede negativt på den politiske situation i Italien. Moody's satte desuden landets kreditrating på observation for nedjustering. Kreditspænd-kurverne stejlede og bank- og forsyningssektorerne klarede sig dårligst mens teknologisektoren klarede sig bedst.

High Yield oplevede en betydelig stigning i volatiliteten. Kreditspændet i USD kørte moderat ud med 24bp imens EUR spændet var under signifikant pres med en udvidelse på 75bp. OPEC aftalen om produktionsbegrænsning kan ophøre tidligere end ventet, hvilket sendte olien ned med 4% over måneden og 10% fra toppen i maj. På trods heraf klarede Energi-sektoren sig bedst, hvilket samtidig betød at obligationer med den laveste kreditkvalitet klarede sig bedst. Anden Industri og Transport klarede sig dårligst. Mængden af nyudstedelser nåede et nyt lavpunkt med blot USD 16,5 mia. mod normalt USD 40,7 mia. for måneden. Konkursraten er uændret på 2,3% eller blot 1,5% eksklusiv den længe ventede iHeart konkurs.

Emerging Markets fulgte den generelt svage stemning, men to lande skilte sig ud. Argentina har været markedets darling siden valget af præsident Macri i slutningen af 2015. Men landet har fortsat en svag økonomi og i maj begyndte markedet for alvor at stille spørgsmålstejn ved den meget langsomme reformproces. Det andet land er Tyrkiet, der med en lignende svag betalingsbalance, oplevede et betydeligt frasal, hvilket vi anvendte til at forøge positionen. Nye nettoinvesteringer til Emerging Markets har udvist en vis svaghed, hvilket ligeledes har presset markedet igennem maj. Det åbner dog gradvist for interessante muligheder i udvalgte kreditter.

### **PFA Invest Danske Aktier**

Afdelingen gav et afkast på -0,6% mod et afkast for benchmark på 1,4%.

I maj rapporterede langt den største del af de danske selskaber regnskaber for første kvartal. Kendetegnende for regnskabssæsonen var kraftige kursreaktioner på såvel positive overraskelser som på skuffelser.

Lundbeck leverede et stærkt regnskab for første kvartal, hvor omsætningen var højere end ventet og omkostningerne lavere end ventet. Den største positive bidragsyder til omsætningsvæksten var dog produktet Onfi, der rammes af patentudløb i oktober 2018.

Ambu kom med et stærkt kvartalsregnskab, hvor den

organiske vækst blev opjusteret til 14-15% (fra 13%), og hvor marginen ligeledes var stærk. Prisen på Ambu afspejler en markant vækst og meget høje markedsandele indenfor engangs-endoscooper.

Pandoras regnskab for Q1 skuffede på salg ud af butikkerne, hvor det især var Kina der markant tabte momentum. Aktien blev straffet hårdt og faldt 27% i maj.

Også Maersk skuffede markedet med et regnskab der var under forventningerne og øget risiko for at selskabet ikke når i mål på forventningerne for 2018.

Relativt til benchmark trak porteføljens undervægte i Lundbeck og Ambu samt overvægten i Pandora ned. På positivsiden var porteføljens undervægt i Maersk samt overvægt i Vestas.

### **PFA Invest Globale Aktier**

Afdelingen Globale Aktier gav et afkast på 3,6% i maj, hvilket er 0,4%-point lavere end dets benchmark, MSCI World. I 2018 er afkastet 4,0%, hvilket er 0,7%-point bedre end benchmark.

Det lavere afkast for måneden afspejler til dels nogle regnskaber, der ikke levede op til investorenes forventninger, og samtidig har porteføljens europæiske overvægt trukket ned i afkastet grundet den faldende euro.

Regnskaber fra Pandora, Cognizant, CVS Health og Vodafone levede ikke helt op til investorenes forventninger og måtte efterfølgende se deres aktiekurs falde. Særligt Pandora bidrog negativt til periodens afkast, da regnskabet ikke formåede at forsikre markedet om fornyet fremgang. Tværtimod bidrog det med fornyet usikkerhed – denne gang omkring Kina. Vores tiltro til selskabet er dog fortsat positiv, og vi har på baggrund af kursfaldet valgt at øge i selskabet på attraktive kursniveauer.

En række selskaber som Sabre, MasterCard, S&P Global og Centene leverede rigtigt gode regnskaber, og der er en klar tendens til at de gode selskaber fortsætter med at levere stærke resultater, hvilket bl.a. teknologiselskaberne er et stærkt vidnesbyrd om. Selskaber som MasterCard, S&P Global og Centene for at nævne nogle, er på denne baggrund steget markant de seneste år, og det kunne for mange være fristende at sælge for at tage gevinsten hjem. Vi vurderer dog, at selskabernes forretningsmodeller er så stærke, at de kan fortsætte denne stærke resultathistorik, og vi er derfor fortsat meget varsomme med at tage profit i selskaberne – også set i lyset af at markedet synes fortsat at ville belønne disse stærke selskaber.

Omvendt er en række af porteføljens value-orienterede selskaber ikke særligt velanset af aktiemarkedet i øjeblikket, da de i et vist omfang oplever et strukturelt pres. Dette drejer sig blandt andet om selskaber som CVS Health, Mylan, Pandora, Ally Financial og eBay. Vi vurderer dog, at alle selskaber på længere sigt har gode muligheder for at ende som respektive vindere i deres industrier, og samtidig er værdifastsættelsen pt. så attraktiv for disse selskaber, at det risikoujusterede afkast er særdeles attraktivt.

I maj har de største bidrag været fra Sabre, Centene og MasterCard, mens de største negative bidrag har været fra Pandora, Vodafone og CVS.

### **PFA Invest Europa Value Aktier**

Afdelingen gav et afkast på -0,3% i maj og har givet -1,4% i afkast i 2018.

Ser man kun på nyhedsflowet med politisk ustabilitet i Italien og Spanien og de daglige bevægelser i aktiemarkedet, ville man ikke tro at det globale aktiemarked endte maj med en stigning på 0,1%.

Tele- og Finans-sektorerne med banker i spidsen klarede sig dårligst, idet banker af natur har mange statsobligationer, som var påvirkede af uroen i Sydeuropa. Den bedste sektor var IT med en stigning på 7%. Hvis vi ser på investeringsstile, har Value været den dårligste stil med -2,4%, mens Vækst og Kvalitet var de bedste stile med stigninger på hver 2,5%. Dette er det typiske mønster ved uro, da investorerne her går efter kvalitet.

De største positive bidrag til afkastet i år er kommet fra Moncler (luksusgoder), BATS (tobak) - den er ikke i porteføljen og Ashtead (industri). De negative bidrag er kommet fra bpost (distribution), Lufthansa (transport), Tate & Lyle (ingredienser).

### **PFA Invest Højt Udbytte Aktier**

I maj gav afdelingen et afkast på -0,8% mod et afkast for benchmark på 0,0% målt ved afkastet på MSCI Europa (DKK). For hele året gav afdelingen et afkast på -2,2% sammenlignet med benchmarkafkast på 0,2%.

I porteføljen var det IT og Stabilt Forbrug, der bidrog mest positivt til performance på sektorniveau. IT var domineret af afdelingens eksponering til Microsoft og Amadeus, der begge kom med meget stærke resultater. Microsoft er igen drevet af succes på Office 365 og Cloud, men generelt stærkt på alle parametre. I Stabilt Forbrug var det Tate & Lyle, der var regskabsaktuel, som

stod for performancebidraget samt nulvægten af tobakselskaber. På den negative side var det porteføljens undervægt af Materials, samt overvægten af Telekom, der var den dårligst performende sektor i indekset. Det var især de to britiske selskaber Vodafone og BT, som bidrog negativt ovenpå selskabsspecifikke nyheder. Regnskabsaktuelle Deutsche Post trak ned ovenpå et resultat der lå til den bløde side, drevet af en fortsat tilbagegang i brevmængden, som over tid gerne skal kompenseres af øget E-handel og deraf afledt pakkepost.

De to hollandske banker ING og ABN Amro er begge påvirket af investorernes skuffelse over en mindre udskydelse af et forventet løft i dividenden.

### **PFA Invest USA Stabile Aktier**

Afdelingen USA Stabile Aktier gav et absolut afkast målt i danske kroner på 4,8% i maj, hvilket var 1,1%-point lavere end benchmark. For året har afdelingen leveret et afkast målt i danske kroner på 3,3% mod 4,9% for benchmark. Måler man afdelingens afkast i forhold til sammenlignelige indeks (f.eks. MSCI USA Minimum Volatility indekset), er afkastet for årets fem første måneder højere.

I maj svingede vækstpendulet og risikoappetitten i retning mod USA og væk fra Europa. De økonomiske nøgletal fra USA overraskede positivt, mens europæiske nøgletal var mere blandede. Den politiske uro i Italien pustede midlertidigt til usikkerheden om Italiens fremtidige forhold til det europæiske samarbejde. I USA steg vækstindikatorer i maj efter et dyk i april. Samlet set ser det ud til at væksten er accelereret i andet kvartal efter et lidt middelmådigt første kvartal. Indikatorerne har haft en tendens til at overdrive den reelle vækst, men aktuelt bakkes de op af robust fremgang i beskæftigelsen, hvilket understøtter privatforbruget og har ført til et fald i arbejdsløsheden til 3,8 pct., hvilket udover en enkelt måned i 2000, ikke er set lavere siden slutningen af 1960'erne. Kombineret med pæn fremgang i investeringer, et positivt boligmarked og en ekspansiv finanspolitik er der tilstrækkelig med faktorer til at drive

opsvinget videre en rum tid endnu. Risikoen for en overophedning, specielt på arbejdsmarkedet, er gradvist stigende, hvilket kan føre til en mere restriktiv pengepolitik fra den amerikanske centralbank.

USA besluttede i slutningen af maj at indføre den tidligere fremsatte ekstratold på import af aluminium og stål fra bl.a. Europa og Canada. Det ser ligeledes ud til, at Trump vil gennemføre en ekstratold på varer for 50 mia. USD fra Kina i juni. Både EU og Kina står klar til at gengælde med ekstratold på en række amerikanske varer og en optrapning af handelskonflikten er dermed en realitet. Indtil videre er de protektionistiske tiltag stadig beskedne set i det store billede (import af stål og aluminium udgør eksempelvis ca. 1,5 pct. af USA's import og tolden vil især ramme Canada). Der er dog risiko for, at situation eskalerer yderligere og rammer større industrier som eksempelvis biler, hvilket kan påvirke Tyskland noget hårdere. En sådan eskalation vil være negativt for global vækst og risikoappetit.

Afdelingen fokuserer på stabile aktier, og konstrueres ud fra et ønske om en lavere risiko og en mere stabil kursudvikling end markedet. Afdelingen har derfor en naturlig overvægt af mere stabile og ikke-cykliske aktier, og afdelingen vil derfor typisk klare sig lidt dårligere end markedet, når det går godt i økonomien. Omvendt vil afdelingen klare sig bedre når der er modvind i økonomien og på markederne. I USA er fremgangen i økonomien fortsat bredt baseret på tværs af sektorer. Der er positivt momentum i økonomien, renterne er lave og virksomhedernes indtjening er stigende. Dette har øget risikoappetitten på finansmarkederne og ført til stigende aktiekurser, og år til dato har cykliske og mere vækstorienterede aktier outperformet mere defensive og stabile aktier, hvilket er den primære årsag til at afdelingen har leveret et lavere afkast end markedet.

På selskabsniveau kom de største positive bidrag til afkastudviklingen for måneden fra Automatic Data Processing (IT), Medtronic (Sundhedsvæsen) og Paychex (IT), mens Facebook (IT), Johnson & Johnson (Sundhedsvæsen) og CVS Caremark (Sundhedsvæsen) var største negative bidragsydere.

## **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.

**PFA Asset Management**  
Sundkrogsgade 4  
2100 København  
+45 39 17 50 00  
[pfaassetmanagement.dk](http://pfaassetmanagement.dk)

**PFA**  
INVESTERINGSFORENINGEN  
P F A I N V E S T