

PFA INVEST

Nyhedsbrev

NR. 9 - SEPTEMBER 2018



Markedskommentar

Amerikanske aktier løber fra resten af verden

August har generelt været en risk-on måned, hvor aktier har klaret sig godt og givet højere afkast end obligationer. Det er dog hovedsageligt amerikanske aktier, som er løbet fra europæiske og Emerging Markets aktier, godt hjulpet på vej af en robust amerikansk økonomi og stærke regnskaber. Europa var i løbet af august negativt påvirket af udviklingen i Italien og Tyrkiet, mens de økonomiske nøgletal tyder på, at væksten har stabiliseret sig på et moderat niveau. I Kina er økonomien understøttet af stimulus fra myndighederne, mens aktierne har bevæget sig dybere ned i et bearbejdet siden toppen i januar. Handelskonflikten mellem USA og Kina kan eskalere yderligere i september, mens det ser ud til, at forholdet mellem USA på den ene side og EU og Naftalændene på den anden er sat på pause / ved at blive løst.

Europa kan stå på egne ben

I august signalerede vækstindikatorer, at det europæiske opsving er intakt, men noget stækket i forhold til den optimisme, som spredte sig omkring årsskiftet. Der er robust fremgang i den indenlandske økonomi og tilliden blandt servicevirksomhederne ligger på et højt leje. Fremgang i beskæftigelse, privatforbrug, boligmarkeder og i bankernes udlån er tydelig på tværs af eurolændene, hvilket styrker tilliden til, at opsvinget fortsætter en rum tid endnu. De mere eksportorienterede fremstillingsvirksomheder har det imidlertid stadig vanskeligt og vækstindikatorerne faldt i august til det laveste niveau siden slutningen af 2016. Her spiller situationen i Tyrkiet givetvis ind (Tyrkiet er EU's 4. største eksportmarked og som følge af den usikre situation er valutaen svækket med 25% i august), mens der omvendt var klar fremgang at spore i tilliden blandt tyske bilproducenter efter at mødet mellem Juncker og Trump i juli lagde låg på truslerne om ekstratold på europæisk eksport af biler til USA indtil videre.

Hvad kan løfte europæiske aktier

Siden årsskiftet har det amerikanske MSCI-aktieindeks givet 9,4% i merafkast ift. det tilsvarende indeks i Eurozonen. Læg hertil en styrkelse af dollaren og merafkastet stiger til 13% for en europæisk investor. Udviklingen har været båret af en positiv nyhedsstrøm i USA, mens den i Eurozonen overvejende har været negativ. I USA har skattelettelser og ekspansiv

finanspolitik løftet væksten og profitabiliteten. Virksomhederne har brugt dette til tilbagekøb af aktier, og en attraktiv teknologisektor får amerikanske aktier til at skinne indbydende. I Europa tynges aktierne af det aftagende vækstmomentum, usikkerhed om Italiens villighed til at følge EU's budgetkrav, krisen i Tyrkiet og den uafklarede situation efter Brexit. Hertil kommer en ulmende handelskonflikt på autoområdet, hvor Eurozonen er sårbar, givet at USA importerer europæiske biler for over 40 mia. dollar om året.

Disse risici er priset ind i markedet og hvis nyhedsstrømmen vender, kan der ligge et potentiale i europæiske aktier. Mht. Italien ventes der mere klarhed, når regeringen i midten af oktober sender et foreløbigt budget til Bryssel. Brexit kan falde på plads i november, men givet den store afstand mellem parterne virker det sandsynligt, at vi skal vente længere tid på en aftale. Handelskonflikten mellem USA og Europa er aktuelt sat på pause, men der er ikke noget, der tyder på at den afblæst, hvis Trump føler, at europæerne er for fodslæbende. Med hensyn til de økonomiske nøgletal er der tegn på, at det værste er bag os i Europa. Det kan danne fundament for en mere positiv udvikling på aktiemarkedet i andet halvår af 2018. Den negative nyhedsstrøm kulminerede i juni og der er nu balance mellem forventninger og aktuelle nøgletal. Omvendt er en periode med stærkt positive overraskelser i USA blevet vendt til små skuffelser i august, hvilket kunne tyde på at forventningerne til USA er blevet skruet lidt for højt op. Hvis den udvikling fortsætter, kan kombinationen af positive overraskelser i Eurozonen og negative i USA give lidt luft til europæiske aktier. Hertil kommer, at euroen er svækket 6% siden april, hvilket stiller eurozonens eksportvirksomheder i en mere gunstig position fremadrettet.

USA skinner klarere

Fremgangen i den amerikanske økonomi virker stadig meget robust og understøttes af både ekspansiv finanspolitik og stærk fremgang på arbejdsmarkedet og i privatforbruget. I august blev det kvitteret med en forbrugertillid, som viste den højeste niveau siden 2000. Fremadrettet ventes positive impulser til væksten fra finanspolitikken at kulminere de kommende par kvartaler, og derefter gradvist at blive nedtrappet henimod midten af 2019. Der er stadig ikke entydige signaler på, at den

amerikanske økonomi er ved at overophede, og lønpresset stiger kun langsomt. Det giver centralbanken mulighed for at hæve renten i et gradvist tempo, og dermed kun langsomt at afvikle den lempelige pengepolitik. Der er stadig nem adgang til kredit i bankerne og den andel af indkomsten, som amerikanske husholdninger bruger på gældsbetalinger, ligger kun lidt over det laveste niveau set over de seneste 40 år. Aktuelt er det vanskeligt at finde en ubalance i økonomien, som kan blive kilden til den næste recession i USA, og dermed afspore det bullmarked med stigende aktiekurser, som startede i 2009.

Kineserne holder en hånd under økonomien

I Kina har aktiemarkedet bevæget sig ind i et bearmarked.

Flere ledende indeks er faldet med over 20% siden toppen i januar og er nu på niveau med starten af 2017. En del af faldet skyldes givetvis det anstrengte forhold mellem Kina og USA, men også usikkerhed om den økonomiske udvikling, som har været under pres bl.a. fra en række opstramninger kreditmarkedet i 2017, har bidraget til den negative stemning. De seneste måneder er grebet om kredit dog blevet løsnet og en skattelettelse ser ud til at blive implementeret i løbet af de kommende måneder. Det er med til at understøtte væksten og har bidraget til at de fleste analyser peger på robust vækst i Kina det kommende år.

En vækst som sammen med stabil udvikling i USA, Europa og Japan giver et godt udgangspunkt for væksten i udviklingslandene som helhed.

Afkastoversigt 2018 - PFA Invest

PFA Invest afdelinger	August	2018	2017	2016	2015	Afkast siden start	Start
PFA Invest Balance AA	0,2%	0,2%	0,7%	-	-	0,8%	21-06-2017
PFA Invest Balance A	0,3%	0,8%	3,7%	5,2%	7,1%	32,3%	28-01-2014
PFA Invest Balance Akkumulerende	0,4%	1,6%	0,7%	-	-	2,3%	21-06-2017
PFA Invest Balance B	0,7%	2,5%	6,6%	5,4%	10,3%	66,4%	01-10-2012
PFA Invest Balance C	0,9%	3,2%	7,4%	4,9%	-0,9%	15,2%	05-05-2015

PFA Invest Mellemlange Obligationer	0,2%	0,3%	1,0%	1,4%	-	2,7%	30-03-2016
PFA Invest Kreditobligationer	-0,2%	-1,7%	5,9%	8,1%	7,8%	43,0%	01-10-2012
PFA Invest Udenlandske Obligationer	-0,2%	-1,2%	-0,1%	-3,0%	-	-4,3%	21-10-2016
PFA Invest Globale Aktier	2,1%	8,5%	8,9%	5,4%	17,7%	118,5%	01-10-2012
PFA Invest Danske Aktier	1,3%	4,2%	14,5%	4,0%	36,4%	174,3%	01-10-2012
PFA Invest Højt Udbytte Aktier	-1,3%	-0,4%	8,8%	-0,6%	11,4%	55,5%	20-12-2012
PFA Invest Europa Value Aktier	-2,0%	-2,2%	11,2%	3,0%	14,1%	26,7%	07-10-2014
PFA Invest USA Stabile Aktier	4,0%	12,5%	3,0%	5,9%	-	22,7%	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.

Afkastkommentarer

PFA Invest Balance AA

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

I august fortsatte årets trend med et amerikansk aktiemarked, der giver højere afkast end resten af verdens aktiemarkeder. USA fortsætter med at levere pæne vækstrater for økonomien og stabile tillidsindikatorer, hvilket understøtter aktiemarkedet. Europa og Emerging Markets kan ikke helt leve op til dette, og må endnu engang notere faldende aktier i august.

Europa udfordres fortsat af den igangværende krise i Italien, hvor italienske statsobligationer nu handler små 3% dyrere end tilsvarende tyske statsobligationer.

Renterne er faldet lidt tilbage, hvilket kan være en reaktion på, at handelskrigsretorikken er blevet mere aggressiv efter sommeren. USD fortsatte med at stige overfor DKK i august og er ved udgangen af august steget med 3,5% i år.

Samlet set gav porteføljen et afkast på 0,2% i august, hvilket var 0,1%-point mindre end benchmark. År til dato er porteføljen steget 0,2%, hvilket er 0,2%-point mindre end benchmark.

Investeringsstrategi

I august har vi generelt øget investeringerne i amerikanske aktiver. I aktieporteføljen har vi foretaget en større rotation. Vi har solgt ud af aktier fra Emerging Market og derigennem ændret investeringen fra en vægt på 14% af aktieporteføljen, til nu at udgøre 7%, og tilsvarende er andelen af amerikanske aktier øget.

Kreditobligationer er øget med ca. 2%, men er fortsat undervægtet. Eksponering til USA High Yield er øget gennem PFA Invest Kreditobligationer.

Porteføljen ligger generelt med en lidt lavere renterisiko end benchmark, som følge af at investeringen i ejendomme er "finansieret" via en lavere obligationsbeholdning.

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.

Alle aktieinvesteringer udenfor afdelingen PFA Invest Globale Aktier trak ned i det relative afkast mod benchmark i august. Europæiske aktier og aktier fra Emerging Markets gav generelt lavere afkast end globale aktier, der trækkes af stigningerne i amerikanske aktier. På benchmark niveau faldt europæiske aktier med -2% i august, mens amerikanske aktier gav et positivt afkast på 2%.

Aktieporteføljens performance er negativ i forhold til benchmark, men aktier har i år givet de højeste afkast blandt aktivklasserne og har dermed trukket afdelingens afkast op i august og i år.

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 afdelingerne PFA Invest Mellemlange Obligationer og PFA Invest Udenlandske Obligationer, mens investeringerne i kreditobligationer sker gennem afdelingen PFA Invest Kreditobligationer. Der er desuden enkeltinvesteringer i danske obligationer og kreditobligationer.

Danske stats- og realkreditobligationer gav positivt afkast på 0,2%. Den 10-årige danske rente faldt ca. 10 bp i løbet af august. År til dato har danske obligationer givet 0,4%, mens udenlandske statsobligationer har givet -1,2%. Obligationer er undervægtet med 5%.

Kreditobligationer gav et afkast på -0,1% i august, da kreditspændet til statsobligationer steg og modsvarede et generelt rentefald. Betingelserne er fortsat positive for kreditobligationer. År til dato er afkastet -0,8%. Kreditobligationer er undervægtet med 3,7%.

Stats- og realkreditobligationer har givet afkast lige under benchmark, mens kreditobligationer har givet bedre afkast end benchmark.

Ejendomme

I juni har vi udvidet investeringsuniverset i afdelingen ved at investere ca. 8% af midlerne i en obligation, der har en underliggende eksponering mod primært københavnske kontorejendomme. Siden købet har obligationen givet et afkast på 1,5%.

Fordeling	Afdeling	Benchmark	Relativt
Aktier	10,6%	10,0%	0,6%
Kreditobligationer	26,3%	30,0%	-3,7%
Obligationer	55,2%	60,0%	-4,8%
Ejendomme	7,4%	0,0%	7,4%
Kontant	0,5%	0,0%	0,5%

PFA Invest Balance A

Performance	August	2018
Afdeling	0,3%	0,8%
Benchmark	0,6%	1,3%
Merafkast, %-point	-0,3%	-0,5%

I august fortsatte årets trend med et amerikansk aktiemarked, der giver højere afkast end resten af verdens aktiemarkeder. USA fortsætter med at levere pæne vækstrater for økonomien og stabile tillidsindikatorer, hvilket understøtter aktiemarkedet. Europa og Emerging Markets kan ikke helt leve op til dette, og må endnu engang notere faldende aktier i august.

Europa udfordres fortsat af den igangværende krise i Italien, hvor italienske statsobligationer nu handler små 3% dyrere end tilsvarende tyske statsobligationer.

Renterne er faldet lidt tilbage, hvilket kan være en reaktion på, at handelskrigsretorikken er blevet mere aggressiv efter sommeren. USD fortsatte med at stige overfor DKK i august og er ved udgangen af august steget med 3,5% i år.

Samlet set gav porteføljen et afkast på 0,3% i august, hvilket var 0,3%-point mindre end benchmark. År til dato er porteføljen steget 0,8%, hvilket er 0,5%-point mindre end benchmark.

Investeringsstrategi

I august har vi generelt øget investeringerne i amerikanske aktiver. I aktieporteføljen har vi foretaget en større rotation. Vi har solgt ud af aktier fra Emerging Market og derigennem ændret investeringen fra en vægt på 14% af aktieporteføljen, til nu at udgøre 7%, og tilsvarende er andelen af amerikanske aktier øget.

Kreditobligationer er øget med ca. 2%, men er fortsat undervægtet. Eksponering til USA High Yield er øget gennem PFA Invest Kreditobligationer.

Porteføljen ligger generelt med en lidt lavere renterisiko end benchmark, som følge af at investeringen i ejendomme er "finansieret" via en lavere obligationsbeholdning.

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.

Alle aktieinvesteringer udenfor afdelingen PFA Invest Globale Aktier trak ned i det relative afkast mod benchmark i august. Europæiske aktier og aktier fra Emerging Markets gav generelt lavere afkast end globale aktier, der trækkes op af stigningerne i amerikanske aktier. På benchmark niveau faldt europæiske aktier med -2% i august, mens amerikanske aktier gav et positivt afkast på 2%.

Aktieporteføljens performance er negativ i forhold til benchmark, men aktier har i år givet de højeste afkast blandt aktivklasserne og har dermed trukket afdelingens afkast op i august og i år.

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 afdelingerne PFA Invest Mellemlange Obligationer og PFA Invest Udenlandske Obligationer, mens investeringerne i kreditobligationer sker gennem afdelingen PFA Invest Kreditobligationer. Der er desuden enkeltinvesteringer i danske obligationer og kreditobligationer.

Danske stats- og realkreditobligationer gav positivt afkast på 0,3%. Den 10-årige danske rente faldt ca. 10 bp i løbet af august. År til dato har danske obligationer givet 0,4%, mens udenlandske statsobligationer har givet -1,2%. Obligationer er undervægtet med ca. 5%.

Kreditobligationer gav et afkast på 0% i august, da kreditspændet til statsobligationer steg og modsvarede et generelt rentefald. Betingelserne er fortsat positive for kreditobligationer. År til dato er afkastet -0,7%. Kreditobligationer er undervægtet med ca. 3,5%.

Stats- og realkreditobligationer har givet afkast på linje med benchmark, mens kreditobligationer har givet bedre afkast end benchmark.

Ejendomme

I juni har vi udvidet investeringsuniverset i afdelingen ved at investere ca. 8% af midlerne i en obligation, der har en underliggende eksponering mod primært københavnske kontorejendomme. Siden købet har obligationen givet et afkast på 1,5%.

Fordeling	Afdeling	Benchmark	Relativt
Aktier	25,0%	25,0%	0,0%
Kreditobligationer	31,4%	35,0%	-3,6%
Obligationer	35,4%	40,0%	-4,6%
Ejendomme	8,1%	0,0%	8,1%
Kontant	0,1%	0,0%	0,1%

PFA Invest Balance B

Performance	August	2018
Afdeling	0,7%	2,5%
Benchmark	1,1%	4,1%
Merafkast, %-point	-0,4%	-1,6%

I august fortsatte årets trend med et amerikansk aktiemarked, der giver højere afkast end resten af verdens aktiemarkeder. USA fortsætter med at levere pæne vækstrater for økonomien og stabile tillidsindikatorer, hvilket understøtter aktiemarkedet. Europa og Emerging Markets kan ikke helt leve op til dette, og må endnu engang notere faldende aktier i august.

Europa udfordres fortsat af den igangværende krise i

Italien, hvor italienske statsobligationer nu handler små 3% dyrere end tilsvarende tyske statsobligationer.

Renterne er faldet lidt tilbage, hvilket kan være en reaktion på, at handelskrigsretorikken er blevet mere aggressiv efter sommeren. USD fortsatte med at stige overfor DKK i august og er ved udgangen af august steget med 3,5% i år.

Samlet set gav porteføljen et afkast på 0,7% i august, hvilket var 0,4%-point mindre end benchmark. År til dato er porteføljen steget 2,5%, hvilket er 1,6%-point mindre end benchmark.

Investeringsstrategi

I august har vi generelt øget investeringerne i amerikanske aktiver. I aktieporteføljen har vi foretaget en større rotation. Vi har solgt ud af aktier fra Emerging Market og derigennem ændret investeringen fra en vægt på 14% af aktieporteføljen, til nu at udgøre 7%, og tilsvarende er andelen af amerikanske aktier øget.

Kreditobligationer er øget med ca. 1%, men er fortsat undervægtet. Eksponering til USA High Yield er øget gennem PFA Invest Kreditobligationer.

Porteføljen ligger generelt med en lidt lavere renterisiko end benchmark, som følge af at investeringen i ejendomme er "finansieret" via en lavere obligationsbeholdning.

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.

Alle aktieinvesteringer udenfor afdelingen PFA Invest Globale Aktier trak ned i det relative afkast mod benchmark i august. Europæiske aktier og aktier fra Emerging Markets gav generelt lavere afkast end globale aktier, der trækkes op af stigningerne i amerikanske aktier. På benchmark niveau faldt europæiske aktier med -2% i august, mens amerikanske aktier gav et positivt afkast på 2%.

Aktieporteføljens performance er negativ i forhold til benchmark, men aktier har i år givet de højeste afkast blandt aktivklasserne og har dermed trukket afdelingens afkast op i august og i år.

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 afdelingerne PFA Invest Mellemlange Obligationer og PFA Invest Udenlandske Obligationer, mens investeringerne i kreditobligationer sker gennem afdelingen PFA Invest Kreditobligationer. Der er desuden enkeltinvesteringer i danske obligationer og kreditobligationer.

Danske stats- og realkreditobligationer gav positivt afkast på 0,2%. Den 10-årige danske rente faldt ca. 10 bp i løbet af august. År til dato har danske obligationer givet 0,3%, mens udenlandske statsobligationer har givet -1,2%. Obligationer er undervægtet med ca. 5%.

Kreditobligationer gav et afkast på -0,2% i august, da kreditspændet til statsobligationer steg og modsvarede et generelt rentefald. Betingelserne er fortsat positive for kreditobligationer. År til dato er afkastet -1,4%. Kreditobligationer er undervægtet med ca. 3,5%.

Stats- og realkreditobligationer har givet afkast på linje med benchmark, mens kreditobligationer har givet bedre afkast end benchmark.

Ejendomme

I juni har vi udvidet investeringsuniverset i afdelingen ved at investere ca. 8% af midlerne i en obligation, der har en underliggende eksponering mod primært københavnske kontorejendomme. Siden købet har obligationen givet et afkast på 1,5%.

Fordeling	Afdeling	Benchmark	Relativt
Aktier	55,2%	55,0%	0,2%
Kreditobligationer	16,6%	20,0%	-3,4%
Obligationer	20,1%	25,0%	-4,9%
Ejendomme	7,6%	0,0%	7,6%
Kontant	0,5%	0,0%	0,5%

PFA Invest Balance C

Performance	August	2018
Afdeling	0,9%	3,2%
Benchmark	1,4%	6,0%
Merafkast, %-point	-0,5%	-2,9%

I august fortsatte årets trend med et amerikansk aktiemarked, der giver højere afkast end resten af verdens aktiemarkeder. USA fortsætter med at levere pæne vækstrater for økonomien og stabile tillidsindikatorer, hvilket understøtter aktiemarkedet. Europa og Emerging Markets kan ikke helt leve op til dette, og må endnu engang notere faldende aktier i august.

Europa udfordres fortsat af den igangværende krise i Italien, hvor italienske statsobligationer nu handler små 3% dyrere end tilsvarende tyske statsobligationer.

Renterne er faldet lidt tilbage, hvilket kan være en reaktion på, at handelskrigsretorikken er blevet mere aggressiv efter sommeren. USD fortsatte med at stige overfor DKK i august og er ved udgangen af august steget med 3,5% i år.

Samlet set gav porteføljen et afkast på 0,9% i august, hvilket var 0,5%-point mindre end benchmark. År til dato er porteføljen steget 3,2%, hvilket er 2,9%-point mindre end benchmark.

Investeringsstrategi

I august har vi generelt øget investeringerne i amerikanske aktiver. I aktieporteføljen har vi foretaget en større rotation. Vi har solgt ud af aktier fra Emerging Market og derigennem ændret investeringen fra en vægt på 14% af aktieporteføljen, til nu at udgøre 7%, og tilsvarende er andelen af amerikanske aktier øget.

Kreditobligationer er øget med ca. 1%, men er fortsat undervægtet. Eksponering til USA High Yield er øget gennem PFA Invest Kreditobligationer.

Porteføljen ligger generelt med en lidt lavere renterisiko end benchmark, som følge af at investeringen i ejendomme er "finansieret" via en lavere obligationsbeholdning.

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.

Alle aktieinvesteringer udenfor afdelingen PFA Invest Globale Aktier trak ned i det relative afkast mod benchmark i august. Europæiske aktier og aktier fra Emerging Markets gav generelt lavere afkast end globale aktier, der trækkes op af stigningerne i amerikanske aktier. På benchmark niveau faldt europæiske aktier med -2% i august, mens amerikanske aktier gav et positivt afkast på 2%.

Aktieporteføljens performance er negativ i forhold til benchmark, men aktier har i år givet de højeste afkast blandt aktivklasserne og har dermed trukket afdelingens afkast op i august og i år.

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 afdelingerne PFA Invest Mellemlange Obligationer og PFA Invest Udenlandske Obligationer, mens investeringerne i kreditobligationer sker gennem afdelingen PFA Invest Kreditobligationer. Der er desuden enkeltinvesteringer i danske obligationer og kreditobligationer.

Danske stats- og realkreditobligationer gav positivt afkast på 0,2%. Den 10-årige danske rente faldt ca. 10 bp i løbet af august. År til dato har danske obligationer givet 0,2%, mens udenlandske statsobligationer har givet -1,2%. Obligationer er undervægtet med 3,4%.

Kreditobligationer gav et afkast på -0,3% i august, da kreditspændet til statsobligationer steg og modsvarede et generelt rentefald. Betingelserne er fortsat positive for kreditobligationer. År til dato er afkastet -1,6%. Kreditobligationer er undervægtet med 3,3%.

Stats- og realkreditobligationer har givet afkast lige under benchmark, mens kreditobligationer har givet bedre afkast end benchmark.

Ejendomme

I juni har vi udvidet investeringsuniverset i afdelingen ved at investere ca. 8% af midlerne i en obligation, der har en underliggende eksponering mod primært københavnske kontorejendomme. Siden købet har obligationen givet et

afkast på 1,5%.

Fordeling	Afdeling	Benchmark	Relativt
Aktier	73,9%	75,0%	-1,1%
Kreditobligationer	6,7%	10,0%	-3,3%
Obligationer	11,6%	15,0%	-3,4%
Ejendomme	7,3%	0,0%	7,3%
Kontant	0,5%	0,0%	0,5%

PFA Invest Balance Akkumulerende

Performance	August	2018
Afdeling	0,4%	1,6%
Benchmark	0,8%	2,7%
Merafkast, %-point	-0,4%	-1,1%

I august fortsatte årets trend med et amerikansk aktiemarked, der giver højere afkast end resten af verdens aktiemarkeder. USA fortsætter med at levere pæne vækstrater for økonomien og stabile tillidsindikatorer, hvilket understøtter aktiemarkedet. Europa og Emerging Markets kan ikke helt leve op til dette, og må endnu engang notere faldende aktier i august.

Europa udfordres fortsat af den igangværende krise i Italien, hvor italienske statsobligationer nu handler små 3% dyrere end tilsvarende tyske statsobligationer.

Renterne er faldet lidt tilbage, hvilket kan være en reaktion på, at handelskrigsretorikken er blevet mere aggressiv efter sommeren. USD fortsatte med at stige overfor DKK i august og er ved udgangen af august steget med 3,5% i år.

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

Investeringsstrategi

I august har vi generelt øget investeringerne i amerikanske aktiver. I aktieporteføljen har vi foretaget en større rotation. Vi har solgt ud af aktier fra Emerging

Markedet og derigennem ændret investeringen fra en vægt på 14% af aktieporteføljen, til nu at udgøre 7%, og tilsvarende er andelen af amerikanske aktier øget.

Kreditobligationer er øget med ca. 2%, men er fortsat undervægtet. Eksponering til USA High Yield er øget gennem PFA Invest Kreditobligationer.

Porteføljen ligger generelt med en lidt lavere renterisiko end benchmark, som følge af at investeringen i ejendomme er "finansieret" via en lavere obligationsbeholdning.

Aktier

Alle aktieinvesteringer udenfor USA trak ned i det relative afkast mod benchmark i august. Europæiske aktier og aktier fra Emerging Markets gav generelt lavere afkast end globale aktier, der trækkes op af stigningerne i amerikanske aktier. På benchmark niveau faldt europæiske aktier med -2% i august, mens amerikanske aktier gav et positivt afkast på 2%.

Aktieporteføljens performance er negativ i forhold til benchmark, men aktier har i år givet de højeste afkast blandt aktivklasserne og har dermed trukket afdelingens afkast op i august og i år.

Obligationer

Danske stats- og realkreditobligationer gav positivt afkast på 0,3%. Den 10-årige danske rente faldt ca. 10 bp i løbet af august. År til dato har danske obligationer givet 0,3%, mens udenlandske statsobligationer har givet -1,2%. Obligationer er undervægtet med 5%.

Kreditobligationer gav et afkast på -0,3% i august, da kreditspændet til statsobligationer steg og modsvarede et generelt rentefald. Betingelserne er fortsat positive for kreditobligationer. År til dato er afkastet -1,1%. Kreditobligationer er undervægtet med 3,0%.

Stats- og realkreditobligationer har givet afkast lige under benchmark, mens kreditobligationer har givet bedre afkast end benchmark.

Ejendomme

I juni har vi udvidet investeringsuniverset i afdelingen ved at investere ca. 8% af midlerne i en obligation, der har en underliggende eksponering mod primært københavnske kontorejendomme. Siden købet har obligationen givet et afkast på 1,5%.

Fordeling	Afdeling	Benchmark	Relativt
Aktier	39,1%	40,0%	-0,9%
Kreditobligationer	24,5%	27,5%	-3,0%
Obligationer	27,7%	32,5%	-4,8%
Ejendomme	8,2%	0,0%	8,2%
Kontant	0,3%	0,0%	0,3%

PFA Invest Mellemlange Obligationer

Afdelingen gav et afkast på 0,3% i august, hvilket var på niveau med benchmark. Afkastet år til dato er således 0,3% efter omkostninger mod et benchmarkafkast på 0,6%.

Igen i august var det den politiske situation i Italien, som optog markederne samt den fortsat bølgende handelskrig, hvilket som udgangspunkt understøtter sikre aktiver som statsobligationer. Generelt faldt swaprenterne i underkanten af 10bp. Den udenlandske efterspørgsel efter danske realkreditobligationer er fortsat stor, men kreditspændet på danske konverterbare obligationer har stort set været konstant over måneden. Dog er kreditspændet på højtforrentede obligationer udvidet en smule. Kreditspændet handler stadigt på meget lave spænd til swaps og stater.

PFA Invest Udenlandske Obligationer

Afdelingen gav et afkast efter omkostninger på -0,2% i august, hvilket er på niveau med benchmark. Afkastet år til dato er således -1,2% efter omkostninger mod et benchmarkafkast på -1,4%.

I Europa har risikoappetitten senest været lav grundet det aftagende vækstmomentum, usikkerhed om Italiens villighed til at følge EU's budgetkrav og krisen i Tyrkiet. Hertil kommer en ulmende handelskonflikt med USA på autoområdet, hvor Eurozonen er sårbar, da USA importerer europæiske biler for over 40 mia. dollar om året.

Den italienske regering fremlægger den 27. september deres udkast til budgettet for 2019, hvilket forventeligt bliver meget toneangivende for finansmarkederne i Italien og Europa resten af året. Den øgede usikkerhed til budgettet fik i august den italienske 10-årige rente til at stige 50 bp og endte måneden på 3,20%. Afdelingen har senest ligget neutralt eksponeret til Italien.

Fremgangen i den amerikanske økonomi virker stadig meget robust og understøttes af både ekspansiv finanspolitik og stærk fremgang på arbejdsmarkedet og i privatforbruget. I august blev det kvitteret med en forbrugertillid, som viste den højeste niveau siden 2000. Øget global usikkerhed fra bl.a. Tyrkiet, Kina og Italien var dog med til at holde de amerikanske renter afdæmpede. Amerikanske renter endte således august cirka uændrede.

PFA Invest Kreditobligationer

Afdelingen gav et afkast på -0,2% i august, hvilket var på niveau med benchmark. For 2018 er afkastet således på -1,7%, hvilket er 1,2 procentpoint bedre end benchmark.

Måneden i kredit var præget af Emerging Markets, der oplevede en betydelig udvidelse af kreditspændet på 43 basispunkter, hvilket var drevet af en række enkeltstående kreditter. Investment Grade og High havde en stabil måned med en marginal udvidelse af kreditspændet. Porteføljen har en undervægt i Emerging Markets, hvilket gav et positivt bidrag til performance. I løbet af måneden har vi besluttet at øge allokeringen til High Yield, da vi finder værdiansættelsen attraktiv på nuværende niveau.

I markedet for Investment Grade kom der igen gang i nyudstedelserne. Præmien som man får ved at deltage i disse udstedelser er generelt højere og mere attraktiv nu end det har været tidligere. Vi er selektive med hvilke obligationsudstedelser vi deltager i, da vi forventer at udbuddet vil være signifikant over de næste par måneder.

High Yield har klaret sig relativt godt over de sidste par måneder, hvilke kan tilskrives en række faktorer. Regnskabssæsonen har været stærkere end ventet, og den amerikanske centralbank har ikke strammet pengepolitikken mere end forventet. Det makroøkonomiske billede har været positivt til trods for støj omkring handelskrig. Samtidig har det tekniske billede være positivt, da aktivklassen har oplevet nyinvesteringer 6 ud af 7 uger og en meget begrænset mængde nyudstedelser. Energisektoren havde en svær måned, da olieprisen oplevede store udsving. Af samme årsag havde obligationer med lav rating en svær måned, da energi udgør en stor del af denne kategori. I Europa blev markedet præget af den franske supermarkedskæde Casino og det italienske entreprenør selskab Astaldi sendt til tælling med kurstab på henholdsvis 12 og 26 kurspoint. Sidstnævnte har betydelig investeringer i Tyrkiet og står potentiel foran en restrukturering.

Emerging Markets oplevede et betydeligt pres i august, hvilket skyldes en række faktorer. Den stigende rente i USA og apprecierende dollar har øget finansieringsomkostningerne i flere lande, som i forvejen har lav vækst. Nyinvesteringer har været negative på nær i juni, hvilket har presset aktivklassen. I august var det især de lavest ratede kreditter som oplevede betydelige frasalg herunder Tyrkiet, Argentina, Libanon m.fl. Disse lande er alle karakteriseret ved betydelige "dobbelunderskud" dvs. underskud på både statsbudgettet og betalingsbalancen. De betydelige frasalg åbner dog samtidig for interessante investeringsmuligheder.

PFA Invest Danske Aktier

Porteføljens afkast blev i august 1,3% mod 0,3% for benchmark. For 2018 er porteføljens afkast 4,2% efter omkostninger mod 8,4% for benchmark.

August var præget af halvårsregnskaber og ofte markante kursreaktioner herpå.

Pandora nedjusterede forventningerne til 2018 6. august, hvorpå der fra selskabets side var tavshed indtil det fulde halvårsregnskab blev aflagt 9. august incl. afskedigelse af adm. dir. Anders Colding Friis. Aktien faldt initialt 24% på nedjusteringen, men rettede sig noget og endte måneden med et tab på 13%.

Maersk kom 7. august med en forventet nedjustering, og aktien endte med at stige på det, da nedjusteringen var mindre end frygtet.

Vestas leverede et stærkt resultat og en høj ordreindgang.

Lundbecks resultat var lidt svagere end ventet. Aktien faldt 14 %, da ledelsen gjorde opmærksom på effekten af allerede kendt patentudløb på Onfi i oktober 2018.

Relativt til benchmark trak porteføljens undervægt i Lundbeck samt overvægte i H+H, Per Aarsleff og Vestas op. Porteføljens undervægt i Maersk og overvægt i Schouw & Co trak ned.

PFA Invest Globale Aktier

PFA Invest Globale Aktier gav i august 2018 et afkast på 2,1% mod et afkast på fondens benchmark, MSCI World, på 1,9%. Fonden gav således et merafkast på 0,2%. År til dato har PFA Invest Globale Aktier opnået et afkast på 8,5% mod et benchmark afkast på 8,4% svarende til et marginalt positivt merafkast. Merafkastet blev i august fortrinsvist genereret indenfor Sundhed, hvor Stabilit- og

diskretionært forbrug trak ned. På selskabsniveau var det særligt de to US-baserede aktier CVS Health og Centene, der trak i positiv retning. Aktierne steg med henholdsvis 17% og 13%. CVS kom med et regnskab, der oversteg markedsforventningerne både på indtægtssiden og indtjeningen pr aktie. Markedet er yderligere forventningsfulde ift. den forestående godkendelse af opkøbet af Aetna. Centene kom ligeledes med et flot regnskab og hævede forventningerne til helåret. På den negative side var det engelske tobaksselskab BAT og den danske smykkeproducent Pandora betydelige negative bidragsydere. Pandora kom med et meget skuffende regnskab for andet kvartal og BAT er fortsat ramt af frygt for en afmatning i de nye generationsprodukter samt faldende omsætning i selskabets traditionelle produkter.

I august er de største positive afkast bidrag kommet fra CVS Health, Centene Mastercard og Synchrony Financial, mens de største negative bidrag har været fra BAT, Pandora og Vodafone.

PFA Invest Europa Value Aktier

Afdelingen gav et afkast på -2,0% i august. År til dato har afdelingen givet et afkast på -2,2%.

Hvis man ser på afkastet på de globale aktiemarkeder er det bemærkelsesværdig hvor meget USA har gjort det bedre end resten af verden. USA er op med 10% år til dato, mens Europa er næsten flad, begge i lokal valuta. Denne udvikling fortsatte i august, hvor afkastforskellen var 4% i USA's favør. Samtidig ser vi store fald i Emerging Markets.

Afkastene på investeringsstile divergerer også markant. I Europa er forskellen på growth og value aktier på 5% år til dato. I USA er det endnu mere markant med 14% forskel mellem growth og value. I USA har de store tech-aktier haft en stor påvirkning på dette spread.

Outperformance af dollar-aktiver, uro i Emerging Markets og markant outperformance af dyre aktier er tegn på nervøsitet i markedet, og nogle af signalerne opstår som følge af, at den amerikanske centralbank langsomt trækker likviditet ud af markedet eller i hvert fald ikke tilfører likviditet. Det har fået Value Aktier globalt set til at se billige ud i forhold til det historiske niveau.

De største positive bidrag til afkastet i år er kommet fra Moncler (luksusgoder), Swedish Match (tobak) og Amadeus (IT). De negative bidrag er kommet fra bpost (distribution), Shire (sundhed), Lufthansa (transport).

PFA Invest Højt Udbytte Aktier

I august gav afdelingen et afkast på -1,3% efter omkostninger mod et afkast for benchmark på -2,2% målt ved afkastet på MSCI Europa (DKK), og for hele året et afkast på -0,4% sammenlignet med benchmarkafkast på 0,4%.

I porteføljen kom det største bidrag til performance på sektorniveau fra eksponeringen til Finans, IT og Stabilt Forbrug. Finans performance kommer fra porteføljens overvægt af relativt defensive banker og forsikringsselskaber. IT-sektoren har generelt set medvind og på portefølje niveau stammer performance fra positionerne i Microsoft og Amadeus IT holding, hvor sidstnævnte leverede det største bidrag. Amadeus IT holding kom med et godt regnskab i juli og offentliggjorde et køb af det amerikanske IT-selskab Travelclick i august for 1,5 mia. USD, der passer ind i selskabets nye satsning på software til bookingmanagement i hotelbranchen. I Stabilt Forbrug er de største positive relative bidragsydere på selskabsniveau beholdningen i Unilever og især nulvægten i BAT, der har været hårdt ramt af et regnskab der skuffede på væksten i cigaret markedet. På trods af selskabets lave valuation er den generelle stemning blevet dårligere, da der er kommet frygt for det bliver sværere at levere den historisk vækst på den nye generation af produkter indenfor e-cigaretter og heat not burn produkter.

På den negative side var det Telecom og Cyklisk Forbrug, der trak ned på den relative performance. I Telecom kom det største negative bidrag fra Vodafone, der på nyhedsfronten bliver ramt af hård konkurrence i de sydeuropæiske markeder, som man på den korte bane ikke har været i stand til at kompensere i det mere lukrative tyske marked. Derudover forventes der først en afklaring omkring overtagelsen af især de tyske aktiviteter fra Liberty Global, hvilket bidrager med yderligere usikkerhed. Tyske TUI bidrager negativt efter en meget varm europæisk sommer, som har svækket efterspørgslen efter rejser til de traditionelle rejsemål.

PFA Invest USA Stabile Aktier

Afdelingen USA Stabile Aktier gav i august måned et absolut afkast målt i danske kroner på 4,0 pct., hvilket var 0,1 pct.-point bedre end markedet. For året har afdelingen leveret et afkast målt i danske kroner på 12,5 pct. mod 13,4 pct. for markedet. Afdelingens afkast år til dato er højere end indeks med tilsvarende risikoprofil, som f.eks. MSCI USA Minimum Volatility og MSCI US High Dividend.

August har generelt været en risk-on måned, hvor aktier

har klaret sig godt og givet højere afkast end obligationer. Det er dog hovedsageligt amerikanske aktier, som er løbet fra europæiske og Emerging Markets aktier, godt hjulpet på vej af en robust amerikansk økonomi og stærke regnskaber. Europa var i løbet af august negativt påvirket af udviklingen i Italien og Tyrkiet, mens de økonomiske nøgletal tyder på, at væksten har stabiliseret sig på et moderat niveau. Siden årsskiftet har det amerikanske MSCI-aktieindeks givet 9,4 pct. i merafkast ift. det tilsvarende indeks i eurozonen. Læg hertil en styrkelse af dollaren og merafkastet stiger til 13 pct. for en europæisk investor. Udviklingen har været båret af en positiv nyhedsstrøm i USA, mens den i Eurozonen overvejende har været negativ. I USA har skattelettelser og ekspansiv finanspolitik løftet væksten og profitabiliteten. Virksomhederne har brugt dette til tilbagekøb af aktier, og en attraktiv teknologisektor får amerikanske aktier til at virke indbydende.

Fremgangen i den amerikanske økonomi virker stadig meget robust og understøttes af både ekspansiv finanspolitik og stærk fremgang på arbejdsmarkedet og i privatforbruget. I august blev det kvitteret med en forbrugertillid, som viste det højeste niveau siden 2000. Fremadrettet ventes positive impulser til væksten fra finanspolitikken at kulminere de kommende par kvartaler, og derefter gradvist at blive nedtrappet henimod midten af 2019. Der er stadig ikke entydige signaler på, at den amerikanske økonomi er ved at overophede, og lønpresset stiger kun langsomt. Det giver centralbanken mulighed for at hæve renten i et gradvist tempo, og dermed kun langsomt at afvikle den lempelige pengepolitik. Der er stadig nem adgang til kredit i bankerne og den andel af indkomsten, som amerikanske husholdninger bruger på gældsbetalinger, ligger kun lidt over det laveste niveau set over de seneste 40 år. Aktuelt er det vanskeligt at finde en ubalance i

økonomien, som kan blive kilden til den næste recession i USA, og dermed afspore det bullmarked med stigende aktiekurser, som startede i 2009.

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 dårligere end markedet, når det går godt i økonomien, mens den omvendt vil 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, og år til dato har cykliske og mere vækstorienterede aktier outperformat mere defensive og stabile aktier, hvilket er den primære årsag til, at afdelingen har leveret et afkast, der er lavere end det brede marked. Selvom der fortsat er positiv momentum i økonomien, og virksomhedernes indtjening stadig er stigende, er der dog begyndt at vise sig tegn på, at væksten er begyndt at bøje af. De seneste måneder har dette også været synligt i markedet, hvor stabile og ikke-cykliske aktier har outperformat det øvrige marked. Generelt har der været en stigende bekymring i markedet for hvorvidt virksomhederne kan fortsætte med at præstere i den sene fase af konjunkturcyklen som vi befinder os i.

På selskabsniveau kom de største positive bidrag til afkastudviklingen for måneden fra Progressive (Forsikring), TJX Cos (Cyklisk forbrug) og CVS Caremark (Sundhedsvæsen), mens Amazon (Cyklisk forbrug), Philip Morris (Stabilt forbrug) og Southern (Forsyning) 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

PFA
INVESTERINGSFORENINGEN
P F A I N V E S T