

# NYHEDSBREV JANUAR 2014



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



## PFA INVEST - NYHEDSBREV JANUAR 2014

### MARKEDSKOMMENTAR – JANUAR 2014

#### CENTRALBANKERNE SATTE SCENEN FOR DE FINANSIELLE MARKEDER I 2013

2013 blev et år der igen var præget af centralbankernes signalpolitik samt den fortsat ultra lempelige pengepolitik, hvilket var med til at holde hånden under risikofyldte aktiver. Samlet set blev særligt aktieinvestorer belønnet for at tage risiko i 2013.

Den amerikanske centralbank, Federal Reserve (Fed), fortsatte sine opkøb af obligationer for 85 mia. USD pr. måned frem til december, hvor opkøbene imidlertid blev reduceret med 10 mia. USD pr. måned. Men samlet set har alle de toneangivende centralbanker igennem året, herunder den japanske centralbank, Bank of Japan, BoJ, samt den europæiske centralbank, ECB, alle arbejdet på fortsat at stimulere økonomierne ved bl.a. at holde renterne fortsat lave.

USA startede imidlertid året med en modvægt i form af markante finanspolitiske stramninger, og i Europa sendte bl.a. Italien og Cypern uro igennem det finansielle system. I maj annoncerede Fed, at støtteopkøb af obligationer kunne indstilles, såfremt de økonomiske data blev bedre. Obligationer faldt kraftigt oven på denne udmelding, og aktier samt kreditobligationer (specielt Emerging Markets) fulgte efter, for en kort periode. Fra medio maj til juni gik globale aktier fra at være steget med 17,5% til 7,5%.

Markedet genfandt imidlertid optimismen, bl.a. foranlediget af løfter fra centralbankerne om, at de ville holde renterne fortsat lave. ECB sænkede tillige renten i november til 0,25%. Desuden fandt den amerikanske kongres en løsning på det finanspolitiske slagsmål samtidig med, at inflationen forblev lav. Endelig kom der bedre nyheder fra USA, der alt sammen var med til at understøtte risikofyldte aktiver.

#### POSITIVE UDSIGTER FOR 2014

I 2014 har vi en forventning til, at global vækst vil tiltage – om end moderat. USA er lyspunktet, mens opsvinget i eurozonen halter noget efter. Samtidig er mange Emerging Markets lande fortsat i en strukturel nedgearingsfase. De store regioner i verdensøkonomien befinder sig således vidt forskellige steder i konjunkturcyklen.

Den væsentligste årsag til, at vi foretrækker aktier fremfor mange andre aktiver, er vores grundlæggende positive syn på udviklingen i amerikansk økonomi. Kombinationen af ekspansiv pengepolitik, lave realrenter på obligationer og stadig mere robuste vidnesbyrd om et opsving i forbrug og investeringer i USA giver medvind til aktier. Endvidere stiger beskæftigelsen og investeringerne. Bilsalget er på det højeste niveau siden 2007. Priserne på amerikanske boliger er steget mere end 20 måneder i træk og samlet set viser boligmarkedet tegn på vending. Bankerne er i god form, og udlån til virksomheder og forbrug stiger.

Hvor USA's opsving efterhånden er veletableret, halter Eurozonen noget efter i konjunkturforløbet. Den amerikanske centralbank, Fed, fører amerikansk pengepolitik, men med globale konsekvenser. Det pengepolitiske kursskifte i USA får dermed også negative konsekvenser for væksten i Europa. Valutaunionen krøb ud af recessionen i 2013, men indikatorerne tyder på, at væksten forbliver på godt det halve af den historiske trend. Dette gør det svært at overvinde gældskrisen, idet der kræves en kraftigere fremgang for at få gældsbyrden til at falde. De europæiske politikere har i vid udstrækning sagt nej til fælles økonomisk hæftelse – det være sig hæftelse for skræntende banker eller stater. Dermed er landene meget afhængig af vækst som gældsdræber nr. 1 og den europæiske centralbanks meget lempelige pengepolitik.

For 2014 forventer vi et positivt år for risikofyldte aktiver og beskedne positive afkast på traditionelle obligationer. Vejen til et tilfredsstillende risikosteret afkast i 2014 går gennem en veldiversificeret portefølje, og en fleksibel investeringsstrategi, som tager højde for de skiftende pengepolitiske signaler fra centralbankerne.

<b>PERFORMANCE 2013</b>	<b>DEC 2013</b>	<b>4. KVARTAL</b>	<b>2013</b>
PFA Invest Korte Obligationer	-0,18%	0,52%	0,29%
PFA Invest Lange Obligationer	-0,69%	0,82%	-0,20%
PFA Invest Kreditobligationer	-0,74%	0,75%	-2,78%
PFA Invest Danske Aktier	2,83%	10,42%	36,76%
PFA Invest Globale Aktier	2,20%	9,73%	25,41%
PFA Invest Højt Udbytte Aktier	1,24%	6,15%	21,04%
PFA Invest Balance	0,83%	4,87%	12,41%

*Bemærk: Årsrapport og dermed afkast er endnu ikke er godkendt af bestyrelse og revisor.*

## AFKASTKOMMENTARER

### KORTE OBLIGATIONER – MARKED OG AFKAST

2013 bød generelt på stigende renter, idet eksempelvis den 5-årige statsrente steg med knap 0,5%-point til 1,2% over året. De helt korte renter forblev meget lave, tæt på nul procent, understøttet af fortsat lempelig global pengepolitik. Året har været præget af stigende lange renter som følge af generelt mere positive forventninger til den globale økonomiske udvikling.

Slutningen af året var præget af stigende risikovillighed på de finansielle markeder med stigende renter til følge og afdelingen for korte danske obligationer sluttede således fjerde kvartal med et absolut afkast på 0,52%. Målt på hele året gav afdelingen et absolut afkast på 0,29%. Afdelingen har performeret relativt over 2013, da porteføljen generelt har været eksponeret mod dansk realkredit fremfor danske statsobligationer.

### LANGE OBLIGATIONER – MARKED OG AFKAST

2013 bød generelt på stigende renter, idet eksempelvis den 10-årige statsrente steg med knap 0,5%-point til 2% over året. De helt korte renter forblev meget lave, tæt på nul procent, understøttet af fortsat lempelig global pengepolitik. Året har været præget af stigende lange renter som følge af generelt mere positive forventninger til den globale økonomiske udvikling.

Slutningen af året var præget af stigende risikovillighed på de finansielle markeder med stigende renter til følge og afdelingen for lange danske obligationer sluttede således fjerde kvartal med et absolut afkast på 0,82%. Målt på hele året gav afdelingen et absolut afkast på -0,20%. Afdelingen af lange obligationer har performeret relativt over 2013, da porteføljen generelt har været eksponeret mod dansk realkredit fremfor danske statsobligationer.

### KREDITOBLIGATIONER – MARKED OG AFKAST

Afdelingen havde en positiv start på 2013, da momentum for risikofyldte aktiver fortsatte som følge af vedvarende kvantitative lempelser (obligationsopkøb) fra Fed, ECB og BoJ. Midt på året blev den positive stemning afløst af uro og usikkerhed, efter den amerikanske centralbank havde varslet en reduktion af sine obligationsopkøb. Det resulterede i stigende statsrenter samt fornyet markedsvolatilitet i kreditmarkedet henover sommeren. I løbet af sensommeren kom der mere ro på de finansielle markeder og efter tegn på økonomisk fremgang valgte Fed i december at reducere sine obligationsopkøb. De helt korte renter synes forankret på et lavt niveau. Derimod er de største rentestigninger set i det 5 - 10 årige segment.

Developed Market High Yield og Investment Grade genvandt i efteråret momentum fra starten af året, hvorimod Emerging Market har haft modvind resten af året. Det beherskede sentiment overfor Emerging Markets skyldes investorenes bekymring for Emerging Markets landenes evne til at finansiere sig selv.

I 2013 har alle sektorer inden for amerikansk High Yield haft positivt afkast, og de lavere ratede udstedelser (CCC) har outperformet de højere ratede udstedelser (B og BB). Året har budt på rekord indenfor ny-udstedelser af kreditobligationer.

Afdelingen endte med et absolut afkast på 0,75% i fjerde kvartal. Målt på hele året gav afdelingen et absolut afkast på -2,78%, hvilket dels skyldes en dollar-svækkelse på 4%, dels afdelingens sammensætning af kreditter, hvor Emerging Markets obligationer har haft et hårdt år, som har resulteret i et afkast på ca. -9,5%. Afdelingen har performeret rigtig godt relativt i 2013, primært som følge af papirselektion.

## DANSKE AKTIER – MARKED OG AFKAST

2013 var præget af særdeles gunstige aktiemarkeder drevet af den meget lempelige pengepolitik i USA. De historisk lave renter gav investorer et stigende incitament til at søge efter aktivklasser med større afkast end obligationer. Man kan derfor sige, at pengepolitikken har "løftet alle både" på aktiemarkedet – såvel svage som stærke selskaber. Danske aktier var med langt over 30% i afkast blandt de bedste aktiemarkeder i verden. Det danske marked blev karakteriseret ved, at en del mellemstore selskaber steg markant i 2013, mens de fleste af de større selskaber måtte nøjes med lavere afkast end markedet generelt.

Porteføljen med danske aktier gav et absolut afkast på 10,42% i fjerde kvartal og 36,76% målt på hele året. Afkastet var primært drevet af mellemstore selskaber, der samlet set steg 47%, mens de største 20 selskaber steg 27%.

Blandt de mellemstore selskaber med meget høje afkast i 2013 var Vestas der steg 403%, Genmab med 173% samt Pandora med 145%. Mange af de større selskaber gav afkast som man i et normalt år ville være tilfreds med. Novo gav f.eks. "kun" 11% i afkast i 2013, mens DSV gav 23%. FLS var med -7% det eneste af de store selskaber med negativt afkast.

## GLOBALE AKTIER – MARKED OG AFKAST

2013 var endnu et positivt år for de globale aktiemarkeder, der primært var drevet af den lempelige pengepolitik i USA. Året var ligeledes præget af de finanspolitiske udfordringer i USA samt den delvise nedlukning af den offentlige sektor i USA. De negative konsekvenser for aktiemarkedene blev imidlertid mindre end frygtet. Den amerikanske centralbank startede i december en nedtrapning af sit obligationsopkøbsprogram og markerede dermed starten på enden af den ultra lempelige pengepolitik, som har sat sit præg på økonomien og de finansielle markeder de sidste fem år.

De udviklede markeder oplevede alle pæne afkast i 2013 på godt 20%, mens Emerging Markets skuffede med et afkast på knap 7%, bl.a. drevet af usikkerhed om den økonomiske vækst i Kina samt usikkerhed om hastigheden hvormed den amerikanske centralbanks obligationsopkøbsprogram vil blive reduceret/udfaset.

Afdelingen for globale aktier gav et absolut afkast på 9,73% i fjerde kvartal. For hele året gav afdelingen et absolut afkast på 25,41%, hvilket er en merperformance på godt 4%. Største positive bidragsyder på sektorniveau var cyklisk forbrug, der bidrog med mere end halvdelen af merperformance. Af positive bidragsydere kan bl.a. nævnes Pandora, WPP, Visa, Citigroup, Goldman Sachs, Zoetis, Disney m.fl. Den største negative bidragsyder var Pernod Ricard.

## HØJT UDBYTTET – MARKED OG AFKAST

Højt udbytte aktier har som aktivklasse vist blandet performance i løbet af 2013. I første halvår var der en klar villighed til at betale for sikre cash flows og forudsigelighed, hvorimod andet halvår blev lidt mere udfordrende for aktivklassen i takt med en tendens til svagt stigende renter. De meget defensive sektorer som forsyning og dagligvarer, hvor der typisk er en del højt udbytte aktier, kunne især i slutningen af året ikke helt følge det generelle marked.

Det har været positivt for afdelingens performance, at porteføljen både har bestået af selskaber med højt udbytte samt selskaber med karakteristika, der vil gøre dem i stand til at udbetale høje udbytter i løbet af de kommende 1-2 år. Denne strategi har været succesfuld de seneste to år, hvor afdelingen har performeret bedre end det generelle marked. Merakastet er bl.a. skabt gennem investering i selskaber som Telenor og det spanske IT-selskab Amadeus.

På sektor niveau har der været et pænt positivt bidrag fra telekommunikationssektoren, der både har bidraget med høje udbytter og kursstigninger. Kursstigningerne var drevet af øget fokus på konsolidering i kølvandet på Verizon/Vodafone handlen.

Afdelingen har opnået et absolut afkast på 6,15% i fjerde kvartal og 21,04% for 2013, hvilket er en merperformance på 1,2%.

## **BALANCE – MARKED OG AFKAST**

Momentum for risikofyldte aktiver fortsatte i 2013 understøttet af fortsat lempelig global pengepolitik samt et mere positivt syn på den globale økonomi.

Året var kendetegnet ved stigende renter og særdeles gunstige aktiemarkeder. Hen over sommeren blev den positive stemning dog afløst af uro og usikkerhed omkring den amerikanske centralbanks reduktion af obligationsopkøb. Det resulterede i stigende statsrenter samt fornyet markedsvolatilitet på aktie- og kreditmarkedet. Den amerikanske centralbank formåede dog i sensommeren at understrege, at redueringen af deres obligationsopkøb var betinget af en positiv økonomisk udvikling. Dette blev positivt modtaget i markedet, og resten af året var igen præget af stigende risikovillighed.

Afdelingen har i fjerde kvartal opnået et absolut afkast på 4,87%. Målt på hele 2013 har afdelingen givet et absolut afkast på 12,4%, hvilket er 3,7% over benchmark. Afdelingen har gennem det meste af perioden været overvægtet aktier og undervægtet obligationer, hvilket har bidraget positivt til merafkastet. Herudover har god papirudvælgelse på kreditobligationer og aktier ligeledes bidraget positivt til merafkastet.

## **DISCLAIMER**

Dette materiale er udarbejdet af PFA Kapitalforvaltning alene til orientering. PFA kan have positioner og handle de 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 Kapitalforvaltning og enhver videredistribution eller gengivelse er ikke tilladt uden forudgående tilladelse.