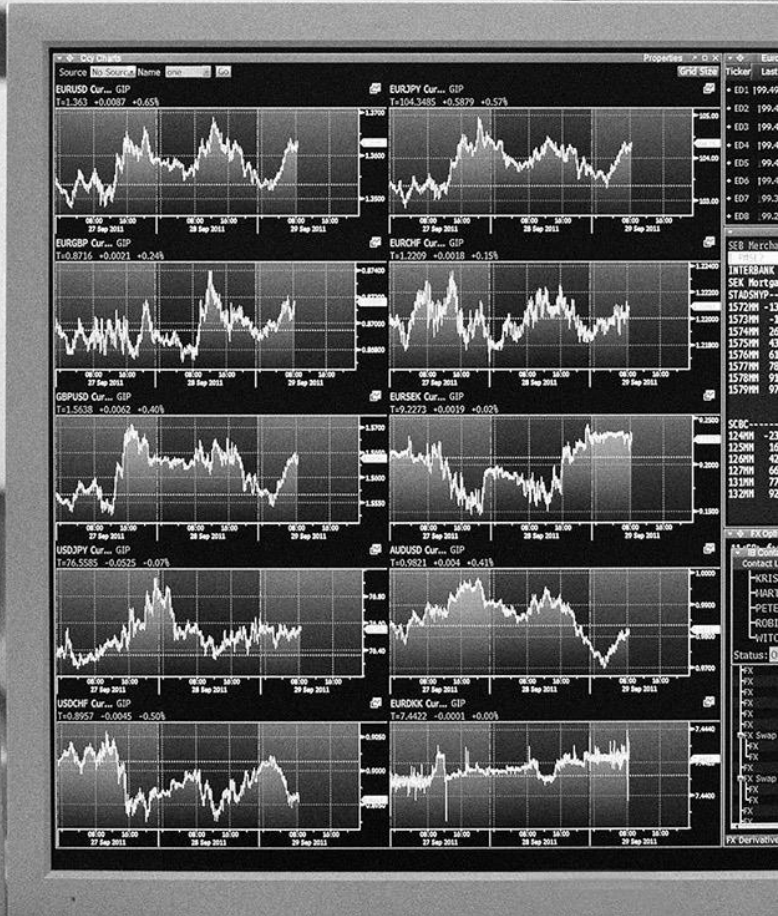
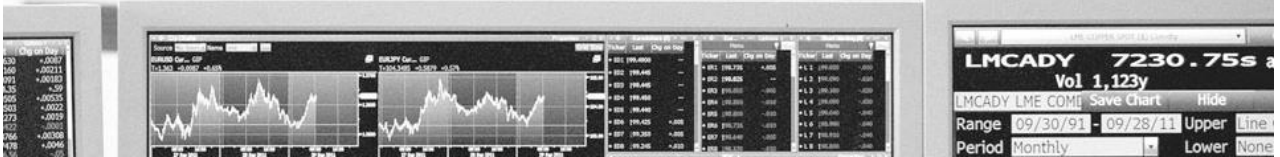


PFA INVEST

NYHEDSBREV – APRIL 2016





MARKEDSKOMMENTAR

Centralbankerne er stadig ved roret

I marts sænkede den Europæiske Centralbank (ECB) renten yderligere og udvidede samtidig opkøbsprogrammet i såvel størrelse som omfang. Chefen for ECB, Mario Draghi, tog dog afstand fra, at renten var det foretrukne instrument, hvis pengepolitikken skulle lempes yderligere. I USA har Fed's Janet Yellen udtrykt en mere forsigtig tilgang til kommende rentestigninger, som blandt andet afspejler risikoen for, at en global afmatning vil have negative effekter på USA's økonomi og giver større usikkerhed om, hvorvidt den underliggende inflation i USA er på vej op. Signalerne fra centralbankerne har styrket EUR og svækket USD. Svækkelsen af USD giver lidt luft til den pressede amerikanske fremstillingssektor. I Europa stiger nervositeten om resultatet, når briterne i juni skal stemme om deres fremtid i EU.

Et aktiemarked i en sidelæns kanal

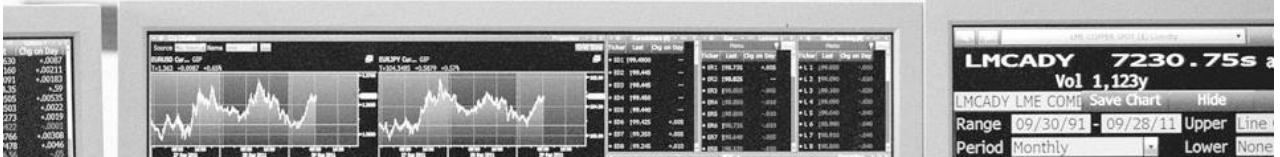
Der mangler en tydelig retning både på aktiemarkederne, i de økonomiske nøgletal samt i virksomhedernes indtjening. Konsekvensen har været, at det toneangivende amerikanske aktieindeks - S&P 500 - det seneste år har ligget og svinget i et bredt interval mellem 1830 - 2130 (aktuelt indeks 2066). Bunden af intervallet blev testet i august 2015 og igen i februar 2016. Dette skete akkompagneret af stor usikkerhed omkring den kinesiske økonomi i form af svage nøgletal, tab af valutareserver og en svækkelse af den kinesiske valuta. Forhold, der skabte frygt for en kinesisk initieret global recession.

Da den foreløbige bund for det globale aktiemarked blev nået i februar 2016, var det faldet med cirka 18% fra toppen i maj 2015. Aktiekorrektioner af den størrelse er ganske typiske ved globale vækststopbremsninger, der ikke er ledsaget af en amerikansk recession. Toppen af intervallet blev testet i maj 2015, hvor fremgangen på aktiemarkedet blev bremsset af frygt for stigende renter og senere af en svagere nyhedsstrøm fra de amerikanske virksomheder. Dette blandt andet med udgangspunkt i styrkelsen af USD samt et styrtdyk i energiselskabernes indtjening som følge af den kraftigt faldende oliepris.

Der er navnlig to faktorer, der kan være en medvirkende årsag til, at aktiemarkedet bryder den hidtidige bund. Den ene er en hård landing i kinesisk økonomi. Det er vores vurdering, at dette ikke ligger i kortene set i lyset af de stimulanter myndighederne bærer til økonomien samt de seneste positive kinesiske nøgletal. Den anden er en amerikansk recession. Det bekymrer, at indtjeningen i de amerikanske virksomheder falder, hvilket kan ses som det første håndfaste varsel om, at en amerikansk recession lurer lige om hjørnet. Men der er dog ikke en 1:1 relation mellem en recession i virksomhedernes indtjening og en egentlig recession i økonomien.

De seneste økonomiske data for blandt andet USA (jobrapport og ISM indeks) og Kina (PMI indeks for fremstilling og service) kom bedre ud end forventet. Samtidig har signaler fra den amerikanske centralbank været konstruktive for risikofyldte aktiver. Således har Fed-chef Janet Yellen signaleret, at renteforhøjelserne bliver endnu mere gradvise end oprindeligt antaget, grundet blandt andet svagere global vækst, urolige finansmarkeder og usikkerhed om inflationen, der i hendes optik stadig er for lav. Den ekstremt lempelige pengepolitik i eurozonen og Japan samt Kinas behov for løbende at stimulere økonomien gør det til en balanceakt at stramme den amerikanske pengepolitik.

Kombinationen af en endnu mere tålmodig amerikansk centralbank og bedre end ventet vækstindikatorer fra USA og Kina er konstruktiv for aktier og kreditobligationer. Det betyder også, at det fremadrettet er mere sandsynligt, at det amerikanske aktiemarked bryder den gamle top på 2130 end bunden af handelsintervallet på 1830.



MARKEDSKOMMENTAR

Næppe en ny varig optrend på aktiemarkedet

Det er vores vurdering, at S&P 500 indekset bryder ud af den seneste periodes dødvande ved at stige over den gamle aktietop på 2130. Undgår vi politiske trykbølger i Europa, herunder i særlig grad Storbritanniens exit fra EU (Brexit), og USA (efterårets præsidentvalg), er det mest sandsynlige, at risikofyldte aktiver som aktier, kreditobligationer og ejendomme ender med at give højere afkast end traditionelle obligationer i 2016. Dette på baggrund af en historisk dårlig start på året for risikofyldte aktiver.

Men selvom dette måtte ske, er det næppe nok til at skabe en decideret ny "op trend" på aktiemarkederne, som var kendetegnende for perioden fra 2012 til 2015. Denne holdning er blandt andet baseret på, at amerikanske aktier er forholdsvis dyre, nyhedsstrømmen fra virksomhederne er fortsat relativt svag grundet afdæmpede globale vækstudsigter samt det faktum at den amerikanske centralbank fundamentalt set ønsker en normalisering af renteniveauet. Der er tegn på, at striben af kinesiske stimulanser omsider har haft en positiv effekt på kinesisk økonomi. Men, hvor længe det varer, før det bliver mere tydeligt, samt om det er holdbart, er et åbent spørgsmål. Den kinesiske medicin består, som tidligere omtalt, af mere kreditgivning. Dermed vokser forholdet mellem gæld og BNP fortsat i et foruroligende og uholdbart tempo, hvilket dermed kan blive en af de fremtidige kilder til bekymring i markedet.



AFKASTOVERSIGT 2016 - PFA INVEST

PFA INVEST AFDELINGER	Afkast Marts	Afkast 2016	Afkast 2015	Afkast 2014	Afkast siden start	Start
PFA Invest Balance A	0,5%	-0,6%	7,1%	12,4%	19,7%	28-01-2014
PFA Invest Balance B	1,1%	-2,7%	10,3%	15,4%	40,6%	01-10-2012
PFA Invest Balance C	1,8%	-3,9%	-0,9%	N/A	-4,8%	05-05-2015
PFA Invest Globale Aktier (D)	2,8%	-5,7%	17,7%	18,5%	65,5%	01-10-2012

PFA Invest Korte Obligationer	0,2%	0,7%	-1,4%	2,3%	3,0%	01-10-2012
PFA Invest Mellemlange Obligationer	0,1%	0,1%	N/A	N/A	0,1%	30-03-2016
PFA Invest Lange Obligationer	0,6%	2,6%	-1,1%	5,6%	9,0%	01-10-2012
PFA Invest Kreditobligationer	-1,5%	-1,0%	7,8%	19,4%	25,7%	01-10-2012
PFA Invest Danske Aktier	2,5%	-2,4%	36,4%	17,9%	116,0%	01-10-2012
PFA Invest Højt Udbytte Aktier	0,7%	-7,8%	11,4%	8,2%	33,1%	20-12-2012
PFA Invest Europa Value Aktier	1,5%	-7,0%	14,1%	-0,9%	5,2%	07-10-2014

Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast.

I henhold til bekendtgørelse om investorbekyttelse ved værdipapirhandel kan anvendt afkastdata findes i sin fuldstændighed under www.pfainvest.dk/afdelinger.html.

AFKASTKOMMENTARER

BALANCE A

Som helhed blev marts en positiv måned på de finansielle markeder udtrykt ved stigende aktiekurser og let faldende renter. De løbende udsving hen over måneden var ligeledes på lavere niveau end i begyndelsen af året. Det betyder dog, at daglige udsving i aktiemarkedet på +/-2% er blevet normen. På valutamarkedet blev den amerikanske dollar svækket over for såvel euroen som danske kroner med 4,5%.

Efter det relativt store rentefald gennem februar var bevægelserne i markedet for danske stats- og realkreditobligationer mere beskedent i marts med uændrede til let faldende renter til følge. Uændrede i den korte ende af rentekurven og let faldende i den mellemlange og lange del. Danske obligationer klarede sig marginalt dårligere end tilsvarende obligationer fra andre kernelande i eurozonen, men outperformede udviklingen i de såkaldte "rand-lande" inden for eurozonen. Grundet den valutariske udvikling klarede danske stats- og realkreditobligationer sig markant bedre end tilsvarende obligationer fra eksempelvis USA og England.

Spændet på kreditobligationer blev generelt indsnævret gennem marts på tværs af de forskellige kreditsegmenter. For flere segmenter af markedet for kreditobligationer er spændet nu tilbage på niveauet fra primo året. Målt i lokalvaluta har Investment Grade, High Yield og Emerging Market Bonds givet afkast i størrelsesorden 2,5% til 5,0%. Den faldende kurs på USD har imidlertid påvirket afkastet målt i DKK negativt.



Aktiemarkedet havde generelt en positiv udvikling gennem marts. MSCI World gav i marts et afkast på 1,7%, men har stadig tabt 5,2% i 2016. Amerikanske (1,9%) og europæiske aktier (1,2%) klarede sig på niveau med det globale aktiemarked i marts, mens japanske aktier underperformede (-0,3%). For året har USA outperformat det globale indeks, mens Europa og i særdeleshed Japan har underperformet. Emerging Market aktier fik et stærkt comeback efter en lang periode med skuffelser. Afkastet blev 7,8% i marts, hvorved afkastet for året kan opgøres til 0,6%.

Porteføljens afkast kan for marts opgøres til 0,5%, hvilket er 0,4%-point bedre end afkastet på benchmark. År til dato er afkastet på -0,6% mod benchmarks -0,4%.

Andelen af traditionelle danske stats- og realkreditobligationer gav i marts et afkast på 0,6%, hvilket er 0,2%-point mere end afkastet på benchmark. Selvom renterne sluttede måneden uændret, var der ganske store udsving hen over måneden. Perioden har været kendetegnet ved, at realkreditobligationer har outperformat tilsvarende stater, hvilket har haft en positiv effekt på forvaltningsresultatet. Andelen af danske obligationer udgør ultimo marts 35,9%, hvilket svarer til en undervægt på 4,1%-point.

Porteføljen af kreditobligationer har i marts givet et samlet afkast på -0,7% mod benchmarks -1,3%. Det negative afkast kan alene henføres til svækkelsen af USD mod DKK, idet de underliggende investeringer målt i lokalvaluta har givet solide positive afkast. Afkastet på de forskellige kreditsegmenter blev i marts: Investment Grade -1,2%, High Yield Bonds -0,5% og Emerging Market Bonds -1,7%. Kreditobligationer udgør samlet 35,5% ultimo perioden.

Aktieporteføljen gav samlet set et afkast på 2,4% i marts, hvilket er 0,7%-point bedre end benchmark. Periodens merafkast er positivt påvirket af aktieudvælgelsen i den globale aktieporteføje, mens overvægten til Europa har haft en negativ påvirkning. Aktieandelen, der ultimo marts udgør 26,1%, repræsenterer en marginal overvægt på 1,1%-point. År til dato er aktieporteføljen faldet 6,0%.

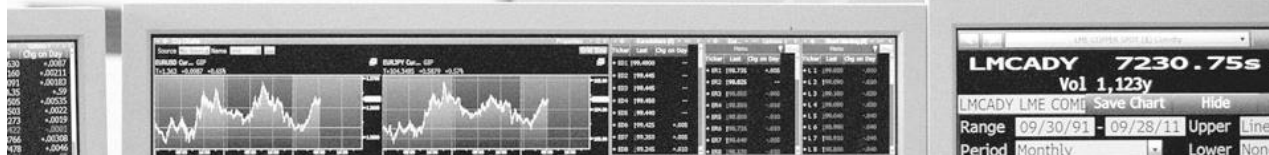
Allokering:

Aktieandelen er reduceret marginalt gennem marts, mens andelen af kreditobligationer tilsvarende er øget.

Strategi:

Gennem marts har vi bibeholdt porteføljens marginale overvægt til aktier og kreditobligationer, idet den fortsat lempelige pengepolitik understøtter udviklingen på risikofyldte aktiver.

Ligeledes har vi fastholdt en længere løbetid på porteføljen af traditionelle obligationer end det relevante benchmark tilsiger.



BALANCE B

Som helhed blev marts en positiv måned på de finansielle markeder udtrykt ved stigende aktiekurser og let faldende renter. De løbende udsving hen over måneden var ligeledes på lavere niveau end i begyndelsen af året. Det betyder dog, at daglige udsving i aktiemarkedet på +/-2% er blevet normen. På valutamarkedet blev den amerikanske dollar svækket over for såvel euroen som danske kroner med 4,5%.

Efter det relativt store rentefald gennem februar var bevægelserne i markedet for danske stats- og realkreditobligationer mere beskedent i marts med uændrede til let faldende renter til følge. Uændrede i den korte ende af rentekurven og let faldende i den mellemlange og lange del. Danske obligationer klarede sig marginalt dårligere end tilsvarende obligationer fra andre kernelande i eurozonen, men outperformede udviklingen i de såkaldte "rand-lande" inden for eurozonen. Grundet den valutariske udvikling klarede danske stats- og realkreditobligationer sig markant bedre end tilsvarende obligationer fra eksempelvis USA og England.

Spændet på kreditobligationer blev generelt indsnævret gennem marts på tværs af de forskellige kreditsegmenter. For flere segmenter af markedet for kreditobligationer er spændet nu tilbage på niveauet fra primo året. Målt i lokalvaluta har Investment Grade, High Yield og Emerging Market Bonds givet afkast i størrelsesorden 2,5% til 5,0%. Den faldende kurs på USD har imidlertid påvirket afkastet målt i DKK negativt.

Aktiemarkedet havde generelt en positiv udvikling gennem marts. MSCI World gav i marts et afkast på 1,7%, men har stadig tabt 5,2% i 2016. Amerikanske (1,9%) og europæiske aktier (1,2%) klarede sig på niveau med det globale aktiemarked i marts, mens japanske aktier underperformede (-0,3%). For året har USA outperformat det globale indeks, mens Europa og i særdeleshed Japan har underperformat. Emerging Market aktier fik et stærkt comeback efter en lang periode med skuffelser. Afkastet blev 7,8% i marts, hvorved afkastet for året kan opgøres til 0,6%.

Porteføljens afkast kan for marts opgøres til 1,1%, hvilket er 0,3%-point bedre end afkastet på benchmark. År til dato er afkastet på -2,7% mod benchmarks -2,3%.

Andelen af traditionelle danske stats- og realkreditobligationer gav i marts et afkast på 0,6%, hvilket er 0,2%-point mere end afkastet på benchmark. Selvom renterne sluttede måneden uændret, var der ganske store udsving hen over måneden. Perioden har været kendetegnet ved, at realkreditobligationer har outperformat tilsvarende stater, hvilket har haft en positiv effekt på forvaltningsresultatet. Andelen af danske obligationer udgør ultimo marts 22,6%, hvilket svarer til en undervægt på 2,4%-point.

Porteføljen af kreditobligationer har i marts givet et samlet afkast på -1,5% mod benchmarks -1,2%. Det negative afkast kan alene henføres til svækkelsen af USD mod DKK, idet de underliggende investeringer målt i lokalvaluta har givet solide positive afkast. Afkastet på de forskellige kreditsegmenter blev i marts: Investment Grade -1,2%, High Yield Bonds -0,5% og Emerging Market Bonds -1,7%. Kreditobligationer udgør samlet 19,5% ultimo perioden.

Aktieporteføljen gav samlet set et afkast på 2,4% i marts, hvilket er 0,7%-point bedre end benchmark. Periodens merafkast er positivt påvirket af aktieudvælgelsen i den globale aktieporteføje, mens overvægten til Europa har haft en negativ påvirkning. Aktieandelen, der ultimo marts udgør 54,7%, repræsenterer en vægt på niveau med benchmark. År til dato er aktieporteføljen faldet 5,7%.

Alokering:

Aktieandelen er reduceret med 2%-point gennem marts, mens andelen af kreditobligationer er øget tilsvarende.



Strategi:

Gennem marts har vi bibeholdt porteføljens risikoudnyttelse med en neutral vægtning af aktier og kreditobligationer. Generelt er det vores vurdering, at den lempelige pengepolitik understøtter udviklingen på risikofyldte aktiver.

Ligeledes har vi fastholdt en længere løbetid på porteføljen af traditionelle obligationer end det relevante benchmark tilsiger.

BALANCE C

Som helhed blev marts en positiv måned på de finansielle markeder udtrykt ved stigende aktiekurser og let faldende renter. De løbende udsving hen over måneden var ligeledes på lavere niveau end i begyndelsen af året. Det betyder dog, at daglige udsving i aktiemarkedet på +/-2% er blevet normen. På valutamarkedet blev den amerikanske dollar svækket over for såvel euroen som danske kroner med 4,5%.

Efter det relativt store rentefald gennem februar var bevægelserne i markedet for danske stats- og realkreditobligationer mere beskedent i marts med uændrede til let faldende renter til følge. Uændrede i den korte ende af rentekurven og let faldende i den mellemlange og lange del. Danske obligationer klarede sig marginalt dårligere end tilsvarende obligationer fra andre kernelande i eurozonen, men outperformede udviklingen i de såkaldte "rand-lande" inden for eurozonen. Grundet den valutariske udvikling klarede danske stats- og realkreditobligationer sig markant bedre end tilsvarende obligationer fra eksempelvis USA og England.

Spændet på kreditobligationer blev generelt indsnævret gennem marts på tværs af de forskellige kreditsegmenter. For flere segmenter af markedet for kreditobligationer er spændet nu tilbage på niveauet fra primo året. Målt i lokalvaluta har Investment Grade, High Yield og Emerging Market Bonds givet afkast i størrelsesordenen 2,5% til 5,0%. Den faldende kurs på USD har imidlertid påvirket afkastet målt i DKK negativt.

Aktiemarkedet havde generelt en positiv udvikling gennem marts. MSCI World gav i marts et afkast på 1,7%, men har stadig tabt 5,2% i 2016. Amerikanske (1,9%) og europæiske aktier (1,2%) klarede sig på niveau med det globale aktiemarked i marts, mens japanske aktier underperformede (-0,3%). For året har USA outperformat det globale indeks, mens Europa og i særdeleshed Japan har underperformat. Emerging Market aktier fik et stærkt comeback efter en lang periode med skuffelser. Afkastet blev 7,8% i marts, hvorved afkastet for året kan opgøres til 0,6%.

Porteføljens afkast kan for marts opgøres til 1,8%, hvilket er 0,5%-point bedre end afkastet på benchmark. År til dato er afkastet på -3,9% mod benchmarks -3,5%.

Andelen af traditionelle danske stats- og realkreditobligationer gav i marts et afkast på 0,6%, hvilket er 0,2%-point mere end afkastet på benchmark. Selvom renterne sluttede måneden uændret, var der ganske store udsving hen over måneden. Perioden har været kendetegnet ved, at realkreditobligationer har outperformat tilsvarende stater, hvilket har haft en positiv effekt på forvaltningsresultatet. Andelen af danske obligationer udgør ultimo marts 13,6%, hvilket svarer til en undervægt på 1,4%-point.

Porteføljen af kreditobligationer har i marts givet et samlet afkast på -1,4% mod benchmarks -1,2%. Det negative afkast kan alene henføres til svækkelsen af USD mod DKK, idet de underliggende investeringer målt i lokalvaluta har givet solide positive afkast. Afkastet på de forskellige kreditsegmenter blev i marts: Investment Grade -1,2%, High Yield Bonds -0,5% og Emerging Market Bonds -1,7%. Kreditobligationer udgør samlet 9,7% ultimo perioden.

Aktieporteføljen gav samlet set et afkast på 2,4% i marts, hvilket er 0,7% bedre end benchmark. Periodens merafkast er positivt påvirket af aktieudvælgelsen i den globale aktieporteføje, mens overvægten til Europa har haft en negativ påvirkning. Aktieandelen, der ultimo marts udgør 75,2%, repræsenterer en vægt på niveau med benchmark. År til dato er aktieporteføljen faldet 5,6%.



Allokering:

Aktieandelen er reduceret med 2%-point gennem marts, mens andelen af kreditobligationer er øget tilsvarende.

Strategi:

Gennem marts har vi bibeholdt porteføljens risikoudnyttelse med en neutral vægtning af aktier og kreditobligationer. Generelt er det vores vurdering, at den lempelige pengepolitik understøtter udviklingen på risikofyldte aktiver.

Ligeledes har vi fastholdt en længere løbetid på porteføljen af traditionelle obligationer end det relevante benchmark tilsiger.

KORTE OBLIGATIONER

Afkastet i første kvartal kan opgøres til 0,7%, hvilket er 0,4% mere end afkastet for det opstillede benchmark.

De to første måneder af året har været præget af et uventet og dramatisk rentefald, hvor de længere renter er faldet mere end de korte renter. I marts var renterne stort set uændrede dog med en lille pil opad og kurven var stort set også uændret. De korte renter er således fortsat meget lave og i negativt territorie for de korte løbetider for såvel stats- som realkreditobligationer.

Spændet på konverterbare realkreditobligationer blev indsnævret og stoppede dermed den negative udvikling fra januar og februar. Spændet på de kortere rentetilpasningsobligationer blev også indsnævret, men ikke i så stor udstrækning som for de konverterbare obligationer.

Porteføljen har i perioden fastholdt sin overvægt til konverterbare realkreditobligationer og floaters mod en tilsvarende undervægt i rentetilpasningsobligationer samt statsobligationer. Afdelingen har været neutral eksponeret til renterisiko i forhold til sit benchmark, men har haft en sammensætning, som har været gunstig i forhold til bevægelsen mod en fladere rentekurve.

LANGE OBLIGATIONER

Afkastet i første kvartal kan opgøres til 2,6%, hvilket er på niveau med afkastet for det opstillede benchmark.

De to første måneder af året har været præget af et uventet og dramatisk rentefald, hvor de længere renter er faldet mere end de korte renter. I marts måned var renterne stort set uændret dog med en lille pil opad og kurven var stort set også uændret. Spændet på konverterbare realkreditobligationer blev indsnævret og stoppede dermed den negative udvikling fra januar og februar måned. Spændet på de kortere rentetilpasningsobligationer blev også indsnævret, men ikke i så stor udstrækning som de konverterbare obligationer.

Porteføljen har i perioden fastholdt sin primære overvægt af konverterbare realkreditobligationer mod en tilsvarende undervægt i rentetilpasningsobligationer. Afdelingen har været neutral til undervægtet eksponeret til renterisiko i forhold til sit benchmark - dog med en overvægt til det mellemlange rentesegment.



KREDITOBLIGATIONER

Afdelingens afkast kan i marts opgøres til -1,5%, hvilket er 0,3%-point mindre end afkastet på det opstillede benchmark, der gav -1,2%. Dermed har afdelingen givet et afkast på -1,0% for året i forhold til benchmarks -0,6.

Spændet på kreditobligationer blev indsnævret betydeligt gennem marts på tværs af alle kreditsegmenter. For flere segmenter af markedet for kreditobligationer er spændet nu tilbage på niveauet fra primo året. Målt ved de relevante benchmark og i lokalvaluta, som primært er USD, har Investment Grade, High Yield og Emerging Market Bonds alle givet et positivt afkast.

Et fald i kursen på USD mod DKK på ca. 4,5% ændrer imidlertid betydeligt på dette billede, idet udviklingen for benchmark på alle tre kreditsegmenter viser et negativt afkast. Porteføljen af Investment Grade gav et afkast på -1,2% mod benchmarks -1,4%, High Yield Bonds gav -1,2% mod benchmark -0,5%, mens Emerging Market Bonds gav et afkast på -1,8% imod benchmark på -1,7%. Papirudvælgelsen inden for Investment Grade gav et positivt bidrag, mens bidraget herfra på High Yield porteføljen var negativ.

Som nævnt var indsnævringen af kreditspændet på de forskellige segmenter betydelig gennem marts. Den største begivenhed i marts var annonceringen fra Den Europæiske Centralbank omhandlende en udvidelse af det annoncerede opkøbsprogram til også at omfatte erhvervsobligationer inden for Investment Grade segmentet. Dette gælder fra juni i år. Markedet inden for specielt europæiske kreditobligationer oplevede derfor en yderligere styrkelse i kølvandet på denne annoncering.

Eftersom opkøbet udelukkende vil omfatte ikke-finansielle obligationer, og dermed altså ikke bank-obligationer, klarede denne type virksomhedsobligationer sig ikke overraskende bedst. Obligationer inden for energi og råvarer vendte således den seneste tids negative udvikling understøttet af en højere pris på såvel olie som råvarer samt den højere generelle risikoappetit i markedet.

I fravær af større landespecifikke nyheder inden for Emerging Markets handlede de fleste EM statsobligationer i tandem med det generelle risikobillede fra andre kreditsegmenter. Mange af de toneangivende lande er i gang med en konsolidering af deres eksterne balancer, hvilket er understøttende for kreditkvaliteten gennem en stabilisering af økonomierne. Den store udfordring for Emerging Markets - og verdensøkonomien - er fortsat udviklingen i den kinesiske økonomi, som indtil videre ser ud til at fokusere på kortsigtet stimulering af væksten. Det kan derfor give en kortsigtet stabilisering af vækstbilledet for Kina til gavn for verdensøkonomien, men det kan på længere sigt udgøre en betydelig risiko. Porteføljen søger primært at eksponere sig imod lande med højere kreditkvalitet med fokus på systemisk risiko. Dermed er det et bevidst valg at fravælge obligationer udstedt af de kreditmæssigt svageste lande.

DANSKE AKTIER

Efter meget store udsving i årets første måneder stabiliserede det danske aktiemarked sig i marts. De store udsving inden for kvartalet afspejler sig i en stor spredning på afkastet målt på enkeltaktieniveau. Spændet på de større danske aktier lå mellem -22% og +14%. Det viser, hvor vigtigt det er at sprede investeringerne samt fokusere på aktiv forvaltning af porteføljen. Danske aktier har klarer sig bedre end globale aktier såvel marts som år til dato.

Afkastet i marts kan opgøres til 2,5%, hvilket er 1,3%-point bedre end benchmark. For året har porteføljen givet et afkast på -2,4%, hvilket 0,9%-point bedre end det opstillede benchmark.

Lundbeck faldt 16% i marts. De amerikanske myndigheder valgte meget overraskende ikke at godkende antidepressiv midlet Brintellix til udvidet behandling. I første omgang havde rådgivningspanelet ellers været positivt stemt. Det påvirker formentlig ikke Lundbecks salg på kort sigt, men der er ingen tvivl om, at salget om nogle år er lavere end det ellers ville have været.



Mærsk opererer på nogle markeder med hård modvind. Raterne på skibe er i bund, og branchen er præget af overkapacitet. Et lyspunkt er dog, at selskaberne i branchen ikke bestiller nye skibe. Endvidere er Mærsk olieaktiviteter præget af den lave oliepris. Aktien havde det også svært i marts og faldt 5%. Mærsk er på nuværende tidspunkt en af de største undervægte i porteføljen.

I løbet af kvartalet var der også store udsving i Novo Nordisk. Aktien er dog steget efterfølgende igen. Siden har der været meget positive nyheder fra Novo, idet der bl.a. blev annonceret godt resultat på et meget vigtigt hjerte-kr. studie. At aktien ikke ligger højere, kan blandt andet tilskrives den sektorrotation, der har fundet sted i perioden. Fokus har været på reduktion af selskaber inden for sundhed. Dette med udgangspunkt i usikkerheden omkring, hvad den næste amerikanske præsident pålægger medicinalindustrien af ændrede skatteregler samt pres på de samlede udgifter til medicin.

Som helhed var regnskabssæsonen lidt skuffende, idet selskaberne på dagen for regnskabet klarede sig dårligere end markedet.

I perioden har porteføljens vægtning mod Lundbeck, Torm samt Mærsk en positiv påvirkning på afkastet, mens Royal Unibrew, TDC og SimCorp bidrog negativt.

GLOBALE AKTIER

Afdelingen Globale Aktier gav i marts et afkast på 2,8%, hvilket er 1,1%-point mere end MSCI World (DKK). For året har porteføljen givet et afkast på -5,7%, hvilket er 0,6%-point lavere end benchmark.

De positive markeder i marts måned blev særligt understøttet af positive udmeldelser fra både Fed, der indikerede færre rentestigninger i 2016 end tidligere forventet, og fra ECB, der udvidede deres lempelige pengepolitik. Samtidig steg olieprisen, hvilket fik bekymringerne, omkring konkurser i olieindustrien og medfølgende store kredittab i bankindustrien, til at svinde ind.

Afdelingen er tungt positioneret mod selskaber, som har fokus på forbrugeren særligt i USA, hvor arbejdsløsheden er faldende og lønningerne synes at accelerer svagt opad. Omvendt er eksponeringen mod de mere klassiske selskaber inden for industri, energi og råvarer begrænset. Det gode afkast i marts skyldtes især, at mange af de aktier, der blev handlet markant ned af markedet gennem januar og februar er kommet pænt tilbage. Dette gælder blandt andet Medivation, hvor overtagelsesspekulationer også har hjulpet til samt Xerox, Alibaba og Norwegian Cruise Line. Sidstnævnte fik støtte fra verdens største cruiseliner, Carnival, der kom ud med et meget stærkt kvartalsregnskab. I både Medivation, Alibaba og Norwegian øgede afdelingen sin eksponering i begyndelsen af kvartalet. Primo april er eksponeringen mod disse delvist reduceret igen.

I begyndelsen af marts blev UPS solgt og FedEx købt. Spændet mellem de to globalt ledende eksprespakkeselskaber var blevet urimeligt stort. Endvidere vurderes udsigterne for FedEx lovende på baggrund af det snart overståede 5-årige investeringsprogram samt overtagelsen af TNT. FedEx's kvartalsregnskab levede op til forventningerne, og aktien har siden taget et pænt kurshop.

Engelske Kingfisher, som blev tilkøbt porteføljen i januar, leverede ligeledes et flot kvartalsregnskab, der underbyggede vores og selskabets egne langsigtede indtjeningsforventninger. Aktien er steget ca. 15% siden den blev købt.

På den negative side faldt det amerikanske pharma selskab Allergan i tandem med speciality pharma sektoren i USA. Primo april har det amerikanske finansministerium ændret det skattemæssige regelsæt, hvilket har fået Pfizers til at opgive deres overtagelse af Allergan, der på den baggrund faldt med 15%. Allergan aktien ligger i dag 20% under niveauet fra før offentliggørelsen af Pfizer- overtagelsen ultimo oktober 2015, hvilket vi finder meget attraktivt.



HØJT UDBYTTE AKTIER

Det europæiske aktiemarked tog i marts lidt af det tab tilbage, som årets første to måneder bød på. Målt ved MSCI Europa (DKK) steg markedet med 1,2%. Den primære baggrund for den bedre underliggende stemning på markedet var bl.a. ECB's udmelding om, at den allerede lempelige pengepolitik understøttes med yderligere ekspansive tiltag. Dette førte til en generel øget efterspørgsel efter såvel risikofyldte aktiver generelt og risikofyldte aktier specifikt.

Dette kom tydeligst til udtryk for selskaber inden for sektorerne Materials og Industrials, der repræsenterede periodens største stigninger. Selskaber i begge sektorer har typisk en stærk korrelation til forventningsdannelsen omkring den økonomiske vækst. På den negative side var det især selskaber inden for sundhedssektoren, der tabte terræn. Sundhedssektoren er den næst dårligst performende sektor år til dato efter Finans.

Såvel banker som forsikringsselskaber har været presset i år af frygt for, at de vil blive hårdt ramt af yderligere reguleringer med øgede kapitalkrav.

De største relative performancebidrag kommer fra overvægten i IT samt undervægten i henholdsvis Consumer Discretionary og Industrials. Performance har været drevet af såvel det cykliske element samt aktieudvælgelsen inden for de nævnte sektorer. Af negative bidragsydere kan nævnes overvægten inden for Healthcare og Telecom samt undervægten til Consumer Staples.

På selskabsniveau kommer de største positive bidrag fra porteføljens overvægt i Xerox (IT) og Deutsche Post (Industrials), mens overvægtene i Lloyds, Koninklijke Ahold og BT Group påvirker det relative afkast i negativ retning.

EUROPA VALUE AKTIER

Porteføljen af europæiske value aktier gav et afkast for marts på 1,5%. Til sammenligning gav MSCI Europa (DKK) et afkast på 1,2%. For året har porteføljen givet et afkast på -7,0%, hvilket er 0,2%-point mere benchmark.

Europa brød 3 måneder fald i træk med en lille stigning i marts. Månedens højdepunkt var ECB, der overraskede med en udvidelse af deres opkøbsprogram samt en nedsættelse af den officielle styringsrente. I det hele taget er aktiemarkedet meget præget af centralbankernes ord og handlinger. De nyheder, der kommer fra selskaberne synes at være trængt lidt i baggrunden for øjeblikket. Naturligvis kan selskabsspecifikke nyheder påvirke kursen på et selskab, men markedsstemningen afhænger i vid udstrækning af centralbankernes retorik omkring retningen og tankerne for pengepolitikken.

Også i marts har der været store udsving på markederne. Det har hjulpet, at porteføljen har haft en neutral sektoreksponering. Netop den neutrale sektorstruktur gør, at porteføljen kan koncentrere sig om at skabe værdi via aktieudvælgelsen. De største bidragsydere i perioden var Arkema (kemi), Roche (pharma) og Jeronimo Martins (detailhandel), mens Ashtead (industri), Yara (kemi) og Merck (pharma) trak afkastet ned.

Selskaber med høj kvalitet og defensive karakteristika ser fortsat meget dyre ud. Porteføljen er positioneret i laget under top-laget, hvor der stadig findes attraktive aktier målt i forhold til såvel pris som kvalitet.

PFA

INVESTERINGSFORENINGEN
P F A I N V E S T

Kapitalforvalter
og
administrator

PFA Asset Management
Sundkrogsgade 4
2100 København Ø
Denmark
+45 39 17 50 00
www.pfaassetmanagement.dk

DISCLAIMER

Dette materiale er udarbejdet af PFA alene til orientering. PFA kan have positioner og handle i finansielle instrumenter, der er omtalt i materialet. Indholdet i denne præsentation er ikke et tilbud om eller en opfordring til at købe eller sælge finansielle instrumenter eller foretage omlægninger eller lignende. Præsentationen erstatter ikke kundens eget skøn over, hvilke dispositioner, der skal foretages. Efter PFA's opfattelse er præsentationens informationer korrekte og retvisende, men påtager sig ikke ansvar for dens fuldkommenhed eller nøjagtighed. PFA påtager sig intet ansvar for dispositioner som måtte foretages på baggrund af præsentationen. Det historiske afkast er ikke en pålidelig indikator på fremtidige afkast. Alle rettigheder til den viste information tilhører PFA og enhver videredistribution eller gengivelse er ikke tilladt uden forudgående tilladelse.