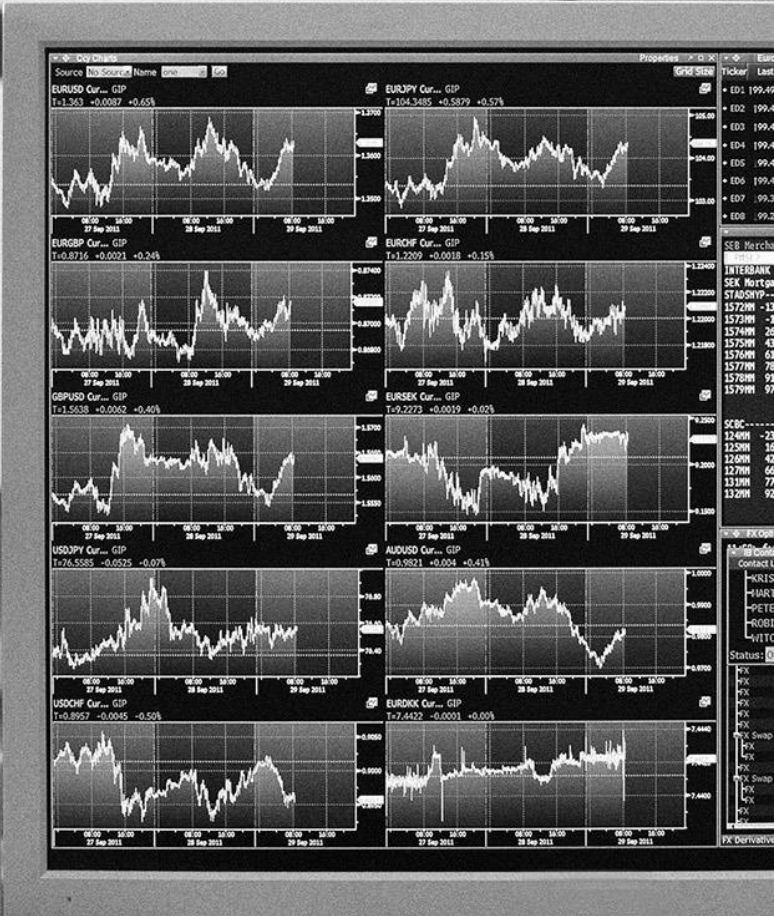
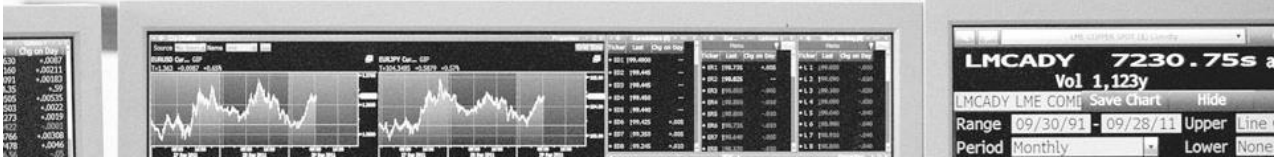


# PFA INVEST

## NYHEDSBREV – FEBRUAR 2016





## MARKEDSKOMMENTAR

### Valutakurser og aktier i fokus

Usikkerheden om den globale vækst er steget, efter at blandede nøgletal har vist aftagende vækst i USA og Kina. Samtidig er USD styrket over for USA's samhandelspartnere, hvilket øger presset på amerikanske industrivirksomheder. Væksten i de rige lande drives stadig af robust privatforbrug understøttet af faldende arbejdsløshed og reallønsfremgang. Devalueringen af den kinesiske yuan har været beskeden. De globale aktiemarkeder faldt med knap 6% i januar måned. I USA blev det den værste start på et nyt aktieår nogensinde! Det store spørgsmål, som melder sig, er, hvorvidt der er tale om en korrektion som i 2011, eller om det er begyndelsen på en ny aktienedtur som i 2008? Når vi ser på tværs af de indikatorer, vi følger, peger de snarere på en korrektion end en ny egentlig nedtur. Prisfastsættelsen af globale aktier er ikke bekymrende og ligger omkring gennemsnittet for de seneste 35 år. Sammenlignet med statsobligationer ser aktier billige ud. Så genvinder investorerne troen på væksten, vil tilliden hurtigt kunne vende tilbage til aktiemarkedet. Amerikanske aktier er dog prissat i den høje ende i forhold til historien. En anden kilde til bekymring er kreditobligationerne. Kreditspændene er udvidet forholdsvis kraftigt de seneste måneder anført af lavt ratede virksomhedsobligationer – High Yield Bonds. Specielt obligationer inden for energi-, olie- og råvaresektoren er blevet påvirket. Den europæiske centralbank signalerede på sit seneste møde, at lavere inflation end ventet samt lavere vækst på Emerging Markets øger sandsynligheden for, at pengepolitikken lempes yderligere på det kommende møde i marts. Den japanske centralbank overraskede i sidste uge ved at sænke deres ledende rente til -0,1% og signalerede samtidig, at flere lempelser kan være på vej. Dermed kunne januar tilføje endnu en centralbank, der valgte at bringe renten i negativt territorium. Den amerikanske centralbank har på deres seneste pengepolitiske møde sænket forventningerne til både inflation og vækst. Dermed ligger det ikke umiddelbart i kortene, at Fed kommer med renteforhøjelse nummer to på det kommende møde i marts.

### Stigende nervøsitet i markedet

Risikofyldte aktiver har haft en historisk besværet start på 2016. Aktuelt er der specielt tre scenarier, som på skift puster til den negative stemning på de finansielle markeder. Det ene er risikoen for, at USA bevæger sig i retning af en ny recession anført af faldende industriproduktion. Den anden er, at konkursbølgen i energi- og oliesektoren spredt sig til andre sektorer og dermed svækker væksten. Det tredje scenarie er, at den kinesiske økonomi vil bremse kraftigt op i en "hård" landing. Det er vores vurdering, at sandsynligheden for at et eller flere af disse scenarier bliver til virkelighed i 2016 er under 25%. Samtidig erkender vi dog, at risikoen er steget i løbet af de seneste par måneder. En fælles rød tråd for scenarierne er, at de er influeret af den stærke USD. Siden midten af 2014 er den effektive USD kurs styrket med mere end 20% over for USA's vigtigste samhandelspartnere. Dette er den kraftigste opskrivning af dollaren i 30 år og afspejler, at USA's økonomi er stærk i forhold til resten af verden. Det afspejler også, at Fed, som den eneste af de store centralbanker, er i gang med at hæve renterne. De seneste nøgletal fra USA har overvejende været svagere end forventet. Specielt industrien er presset af den stærke USD og de lave oliepriser. I december faldt industriproduktionen med 1,8% år-til-år, og ISM-tillidsindikatoren for januar signalerer, at svagheden er fortsat ind i 2016. Situationen for Europa og europæisk økonomi er lidt i den modsatte grøft. Således er euroen relativt svag, hvilket styrker konkurrenceevne og indtjening hos virksomhederne. I Europa importeres en meget stor del af olieforbruget. Det har den betydning, at oliesektoren er forholdsvis beskeden. Renterne er faldet i kølvandet på ECB's signal om, at pengepolitikken sandsynligvis kan blive lempet yderligere ved det næste møde i marts. Arbejdsløsheden på tværs af de europæiske lande falder stadig gradvist - om end niveauerne stadig er høje i udvalgte lande. Disse faktorer er et godt udgangspunkt for de europæiske forbrugere og understøtter den indenlandske efterspørgsel. Der er dog også her betydelige risikomomenter fremadrettet.





## AFKASTOVERSIGT 2016 - PFA INVEST

PFA INVEST AFDELINGER	Afkast Januar	Afkast 2016	Afkast 2015	Afkast 2014	Afkast siden start	Start
PFA Invest Balance A	-1,2%	-1,2%	7,1%	12,4%	18,9%	28-01-2014
PFA Invest Balance B	-3,4%	-3,4%	10,3%	15,4%	39,6%	01-10-2012
PFA Invest Balance C	-4,9%	-4,9%	-0,9%	N/A	-5,8%	05-05-2015
PFA Invest Globale Aktier (D)	-7,6%	-7,6%	17,7%	18,5%	62,1%	01-10-2012

PFA Invest Korte Obligationer	0,4%	0,4%	-1,4%	2,3%	2,7%	01-10-2012
PFA Invest Lange Obligationer	1,5%	1,5%	-1,1%	5,6%	7,8%	01-10-2012
PFA Invest Kreditobligationer	0,4%	0,4%	7,8%	19,4%	27,5%	01-10-2012
PFA Invest Danske Aktier	-3,4%	-3,4%	36,4%	17,9%	113,7%	01-10-2012
PFA Invest Højt Udbytte Aktier	-5,4%	-5,4%	11,4%	8,2%	36,6%	20-12-2012
PFA Invest Europa Value Aktier	-6,2%	-6,2%	14,1%	-0,9%	6,0%	07-10-2014

Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast.

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

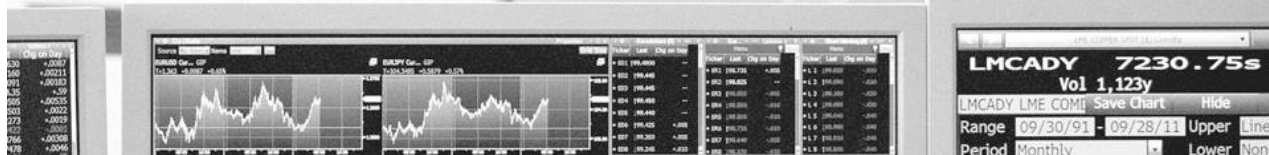
## AFKASTKOMMENTARER

### BALANCE A

Afkastet i januar bærer præg af en noget turbulent start på aktieåret. Det globale aktiemarked indledte året med et fald på knap 6%, og i løbet af måneden var tabet en overgang nærmere 10%! De store udsving på risikofyldte aktiver fik investorerne til at søge mod den "sikre havn" og traditionelle statsobligationer, hvilket fik renten til at falde. Kreditobligationer har generelt været negativt påvirket af uroen på aktiemarkedet. Dog har de højt ratede virksomhedsobligationer – Investment Grade – vundet mere på de faldende renter end de har tabt på udvidelsen af kreditspændet. High Yield obligationer slap knap så nådigt gennem januar og gav et negativt absolut afkast.

Det er primært det store prisfald på olie, der har skabt den store nervøsitet på aktiemarkedet. Direkte ved at selskaber inden for olieindustrien tjener færre penge. Men størst er bekymringen måske omkring følgevirkningerne til andre industrier, der er direkte eller indirekte involveret i energisektoren. Ultimativt vil den faldende oliepris kræve ofre i form af konkurser.

Endelig har situationen og udviklingen i Kina fyldt meget på den negative front, ligesom de økonomiske nøgletal generelt har været vigende. Ultimo januar blev stemningen forbedret en smule, hvilket dels skyldes bedre produktionsdata dels en melding fra Bank of Japan om, at de sænkede renten til nu negativt territorium.



Generelt indledte porteføljen året med en mindre aktieovervægt. Den dårlige afslutning på 2015, hvor december bød på massive kursfald på såvel kreditobligationer som aktier, gav visse forventninger om, at den positive stemning ville vende tilbage i januar. Inden for aktieporteføljen har vi bibeholdt en høj andel af europæiske aktier, ligesom vi synes, at spændet på kreditobligationer ser attraktivt ud, og ser et godt afkastmæssigt potentiale i specielt den lavere ratede del af markedet for kreditobligationer.

Det samlede porteføljeafkast kan i januar opgøres til -1,2%, hvilket er 0,5%-point mindre end benchmark, der gav -0,7%. Periodens underperformance kan henføres til overvægten af aktier på bekostning af traditionelle stats- og realkreditobligationer. Hertil skal lægges et negativt bidrag fra papirudvælgelsen inden for den globale aktieporteføje, mens den regionale aktieallokering har bidraget positivt, herunder overvægt af danske aktier.

Renterne er faldet ganske betydeligt i januar, hvilket understøttede, at porteføljens obligationsafkast blev ganske godt. Således faldt de 5-10-årige statsrenter med 20-30 bp, mens de 30-årige faldt 40 bp. I den korte ende af rentemarkedet steg statsrenterne med 10-20 bp i det 1-3-årige rentesegment.

Inden for obligationsporteføljen har andelen af danske obligationer givet et afkast på 1,3%, hvilket er 0,2%-point mindre end afkastet på benchmark. Andelen udgjorde ultimo 37,1% mod en andel i benchmark på 40,0%.

Porteføljens andel af kreditobligationer gav i januar et samlet afkast på 0,6% mod benchmarks 0,4%. Fordelingen ultimo januar var Investment Grade 19,1%, High Yield 7,2% og Emerging Market Bonds 8,9%, i alt 35,2%. De enkelte kreditsegmenter gav følgende afkast: Investment Grade 0,9%, High Yield -1,1% og Emerging Market Bonds 0,6%. Det samlede afkast på kreditobligationer er negativt påvirket af allokeringen til High Yield Bonds og positivt påvirket af papirudvælgelsen på Investment Grade porteføljen.

Aktieporteføljen har i perioden givet et negativt afkast på 7,1%, hvilket kan sammenholdes med et afkast på MSCI World (DKK) på -5,6%. Dermed underperformer porteføljen med 1,4%-point. Periodens performance er positivt påvirket af allokering til og performance inden for danske aktier. I modsatte retning trækker imidlertid papirudvælgelsen på porteføljens af globale aktier.

Nordamerikanske aktier klarede sig som region bedst med et afkast på -4,8% i januar. Værst så det ud for japanske aktier, der målt ved MSCI Japan (DKK) faldt 7,9%.

Ultimo perioden udgør aktieandelen 25,0%, hvilket er identisk med vægten i porteføljens benchmark.

#### **Allokering:**

Der er ikke foretaget nævneværdige transaktioner i porteføljen i januar for at ændre porteføljens risikoprofil.

#### **Strategi:**

Betingelserne for forbedring af virksomhedernes indtjening og dermed stigende aktiekurser vurderes fortsat at være gunstige. Dette med udgangspunkt i fortsat lempelig pengepolitik samt en fortsat forbedring i beskæftigelsen. Inflationen er stadig ikke et tema, hvilket tilsiger, at pengepolitikken kan vedblive at være lempelig et stykke tid endnu. Usikkerheden omkring vækstbilledet i Kina og den faldende oliepris giver anledning til at være forsigtig.

Den seneste tids aktiekursfald har sammen med øget risikopræmie reduceret værdiansættelsen af aktier målt ved PE med 15-20%. Aktuelt har vi valgt ikke at øge allokeringen til aktier yderligere. Taktisk kan aktier dog blive så billige, at vi vælger at øge allokeringen. De store månedlige korrektioner, som vi så tilbage i 2015, blev som bekendt erstattet af store modsatrettede bevægelser måneden efter. Lidt det samme billede kan blive kendetegnende for 2016.



Inden for obligationsporteføljen har vi gennem 2015 foretrukket at have en relativt lang varighed på porteføljen. Det trækker op til en gentagelse af forårsscenariet fra 2015, hvor de bratte rentefald igen er drevet af europæiske opkøb, og man bliver tvunget til at gå længere ud på rentekurven for at få positive afkast. Aktuelt er der negative renter i Tyskland ud til det 7-årige rentesegment! Den største risiko for rentemarkedet er det scenarie, de fleste håber på. Nemlig vækst og stigende priser på risikofyldte aktiver. I et sådant scenarie vil den amerikanske centralbank stå klar med renteforhøjelser, hvilket kan få renteniveauet til at skyde i vejret, som vi så i slutningen af april 2015, hvor det i særlig grad gik ud over konverterbare realkreditobligationer.

Inden for den brede definition af obligationsporteføljen foretrækker vi stadig kreditobligationer på bekostning af traditionelle danske stats- og realkreditobligationer. Kreditspænd er blevet udvidet ganske betydeligt de seneste måneder. Vi vurderer, at det aktuelle spænd er attraktivt holdt op mod risikoen for stigende renter og faldende kreditkvalitet/konkurser. Ligeledes vurderer vi, at danske realkreditobligationer stadig er en attraktiv investeringsmulighed.

## BALANCE B

Afkastet i januar bærer præg af en noget turbulent start på aktieåret. Det globale aktiemarked indledte året med et fald på knap 6%, og i løbet af måneden var tabet en overgang nærmere 10%! De store udsving på risikofyldte aktiver fik investorerne til at søge mod den "sikre havn" og traditionelle statsobligationer, hvilket fik renten til at falde. Kreditobligationer har generelt været negativt påvirket af uroen på aktiemarkedet. Dog har de højt ratede virksomhedsobligationer – Investment Grade – vundet mere på de faldende renter end de har tabt på udvidelsen af kreditspændet. High Yield obligationer slap knap så nådigt gennem januar og gav et negativt absolut afkast.

Det er primært det store prisfald på olie, der har skabt den store nervøsitet på aktiemarkedet. Direkte ved at selskaber inden for olieindustrien tjener færre penge. Men størst er bekymringen måske omkring følgevirkningerne til andre industrier, der er direkte eller indirekte involveret i energisektoren. Ultimativt vil den faldende oliepris kræve ofre i form af konkurser.

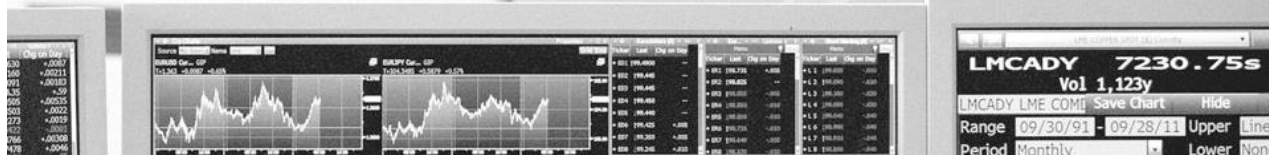
Endelig har situationen og udviklingen i Kina fyldt meget på den negative front, ligesom de økonomiske nøgletal generelt har været vigende. Ultimo januar blev stemningen forbedret en smule, hvilket dels skyldes bedre produktionsdata dels en melding fra Bank of Japan om, at de sænkede renten til nu negativt territorium.

Generelt indledte porteføljen året med en mindre aktieovervægt. Den dårlige afslutning på 2015, hvor december bød på massive kursfald på såvel kreditobligationer som aktier, gav visse forventninger om, at den positive stemning ville vende tilbage i januar. Inden for aktieporteføljen har vi bibeholdt en høj andel af europæiske aktier, ligesom vi synes, at spændet på kreditobligationer ser attraktivt ud, og ser et godt afkastmæssigt potentiale i specielt den lavere ratede del af markedet for kreditobligationer.

Det samlede porteføljeafkast kan i januar opgøres til -3,4%, hvilket er 0,7%-point mindre end benchmark, der gav -2,7%. Periodens underperformance kan henføres til overvægten af aktier på bekostning af traditionelle stats- og realkreditobligationer. Hertil skal lægges et negativt bidrag fra papirudvælgelsen inden for den globale aktieportefølje, mens den regionale aktieallokering har bidraget positivt, herunder overvægt af danske aktier.

Renterne er faldet ganske betydeligt i januar, hvilket understøttede, at porteføljens obligationsafkast blev ganske godt. Således faldt de 5-10-årige statsrenter med 20-30 bp, mens de 30-årige faldt 40 bp. I den korte ende af rentemarkedet steg statsrenterne med 10-20 bp i det 1-3-årige rentesegment.

Inden for obligationsporteføljen har andelen af danske obligationer givet et afkast på 1,4%, hvilket er 0,1%-point mindre end afkastet på benchmark. Andelen udgjorde ultimo 24,2% mod en andel i benchmark på 25,0%.



Inden for obligationsporteføljen har andelen af danske obligationer givet et afkast på 1,4%, hvilket er 0,1%-point mindre end afkastet på benchmark. Andelen udgjorde ultimo 24,2% mod en andel i benchmark på 25,0%.

Porteføljens andel af kreditobligationer gav i januar et samlet afkast på 0,5% mod benchmarks 0,1%. Fordelingen ultimo januar var Investment Grade 10,2%, High Yield 3,7% og Emerging Market Bonds 4,6%, i alt 18,9%. De enkelte kreditsegmenter gav følgende afkast: Investment Grade 0,9%, High Yield -1,1% og Emerging Market Bonds 0,6%. Det samlede afkast på kreditobligationer er negativt påvirket af allokeringen til High Yield Bonds og positivt påvirket af papirudvælgelsen på Investment Grade porteføljen.

Aktieporteføljen har i perioden givet et negativt afkast på 6,8%, hvilket kan sammenholdes med et afkast på MSCI World (DKK) på -5,6%. Dermed underperformer porteføljen med 1,2%-point. Periodens performance er positivt påvirket af allokering til og performance inden for danske aktier. I modsatte retning trækker imidlertid papirudvælgelsen på porteføljens af globale aktier.

Nordamerikanske aktier klarede sig som region bedst med et afkast på -4,8% i januar. Værst så det ud for japanske aktier, der målt ved MSCI Japan (DKK) faldt 7,9%. Ultimo perioden udgør aktieandelen 54,9%, hvilket kan sammenholdes med en vægt i benchmark på 55,0%.

#### **Allokering:**

Der er ikke foretaget nævneværdige transaktioner i porteføljen i januar for at ændre porteføljens risikoprofil.

#### **Strategi:**

Betingelserne for forbedring af virksomhedernes indtjening og dermed stigende aktiekurser vurderes fortsat at være gunstige. Dette med udgangspunkt i fortsat lempelig pengepolitik samt en fortsat forbedring i beskæftigelsen. Inflationen er stadig ikke et tema, hvilket tilsiger, at pengepolitikken kan vedblive at være lempelig et stykke tid endnu. Usikkerheden omkring vækstbilledet i Kina og den faldende oliepris giver anledning til at være forsigtig.

Den seneste tids aktiekursfald har sammen med øget risikopræmie reduceret værdiansættelsen af aktier målt ved PE med 15-20%. Aktuelt har vi valgt ikke at øge allokeringen til aktier yderligere. Taktisk kan aktier dog blive så billige, at vi vælger at øge allokeringen. De store månedlige korrektioner, som vi så tilbage i 2015, blev som bekendt erstattet af store modsatrettede bevægelser måneden efter. Lidt det samme billede kan blive kendetegnende for 2016.

Inden for obligationsporteføljen har vi gennem 2015 foretrukket at have en relativt lang varighed på porteføljen. Det trækker op til en gentagelse af forårsscenariet fra 2015, hvor de bratte rentefald igen er drevet af europæiske opkøb, og man bliver tvunget til at gå længere ud på rentekurven for at få positive afkast. Aktuelt er der negative renter i Tyskland ud til det 7-årige rentesegment! Den største risiko for rentemarkedet er det scenarie, de fleste håber på. Nemlig vækst og stigende priser på risikofyldte aktiver. I et sådant scenarie vil den amerikanske centralbank stå klar med renteforhøjelser, hvilket kan få renteniveauet til at skyde i vejret, som vi så i slutningen af april 2015, hvor det i særlig grad gik ud over konverterbare realkreditobligationer.

Inden for den brede definition af obligationsporteføljen foretrækker vi stadig kreditobligationer på bekostning af traditionelle danske stats- og realkreditobligationer. Kreditspænd er blevet udvidet ganske betydeligt de seneste måneder. Vi vurderer, at det aktuelle spænd er attraktivt holdt op mod risikoen for stigende renter og faldende kreditkvalitet/konkurser. Ligeledes vurderer vi, at danske realkreditobligationer stadig er en attraktiv investeringsmulighed.



## BALANCE C\*

Afkastet i januar bærer præg af en noget turbulent start på aktieåret. Det globale aktiemarked indledte året med et fald på knap 6%, og i løbet af måneden var tabet en overgang nærmere 10%! De store udsving på risikofyldte aktiver fik investorerne til at søge mod den "sikre havn" og traditionelle statsobligationer, hvilket fik renten til at falde. Kreditobligationer har generelt været negativt påvirket af uroen på aktiemarkedet. Dog har de højt ratede virksomhedsobligationer – Investment Grade – vundet mere på de faldende renter end de har tabt på udvidelsen af kreditspændet. High Yield obligationer slap knap så nådigt gennem januar og gav et negativt absolut afkast.

Det er primært det store prisfald på olie, der har skabt den store nervøsitet på aktiemarkedet. Direkte ved at selskaber inden for olieindustrien tjener færre penge. Men størst er bekymringen måske omkring følgevirkningerne til andre industrier, der er direkte eller indirekte involveret i energisektoren. Ultimativt vil den faldende oliepris kræve ofre i form af konkurser.

Endelig har situationen og udviklingen i Kina fyldt meget på den negative front, ligesom de økonomiske nøgletal generelt har været vigende. Ultimo januar blev stemningen forbedret en smule, hvilket dels skyldes bedre produktionsdata dels en melding fra Bank of Japan om, at de sænkede renten til nu negativt territorium.

Generelt indledte porteføljen året med en mindre aktieovervægt. Den dårlige afslutning på 2015, hvor december bød på massive kursfald på såvel kreditobligationer som aktier, gav visse forventninger om, at den positive stemning ville vende tilbage i januar. Inden for aktieporteføljen har vi bibeholdt en høj andel af europæiske aktier, ligesom vi synes, at spændet på kreditobligationer ser attraktivt ud, og ser et godt afkastmæssigt potentiale i specielt den lavere ratede del af markedet for kreditobligationer.

Det samlede porteføljeafkast kan i januar opgøres til -4,9%, hvilket er 0,9%-point mindre end benchmark, der gav -4,0%. Periodens underperformance kan henføres til overvægten af aktier på bekostning af traditionelle stats- og realkreditobligationer. Hertil skal lægges et negativt bidrag fra papirudvælgelsen inden for den globale aktieportefølje, mens den regionale aktieallokering har bidraget positivt, herunder overvægt af danske aktier.

Renterne er faldet ganske betydeligt i januar, hvilket understøttede, at porteføljens obligationsafkast blev ganske godt. Således faldt de 5-10-årige statsrenter med 20-30 bp, mens de 30-årige faldt 40 bp. I den korte ende af rentemarkedet steg statsrenterne med 10-20 bp i det 1-3-årige rentesegment.

Inden for obligationsporteføljen har andelen af danske obligationer givet et afkast på 1,3%, hvilket er 0,2%-point mindre end afkastet på benchmark. Andelen udgjorde ultimo 14,2% mod en andel i benchmark på 15,0%.

Porteføljens andel af kreditobligationer gav i januar et samlet afkast på 0,4% mod benchmarks 0,1%. Fordelingen ultimo januar var Investment Grade 5,3%, High Yield 2,0% og Emerging Market Bonds 2,7%, i alt 10,0%. De enkelte kreditsegmenter gav følgende afkast: Investment Grade 0,9%, High Yield -1,1% og Emerging Market Bonds 0,6%. Det samlede afkast på kreditobligationer er negativt påvirket af allokeringen til High Yield Bonds og positivt påvirket af papirudvælgelsen på Investment Grade porteføljen.

Aktieporteføljen har i perioden givet et negativt afkast på 6,7%, hvilket kan sammenholdes med et afkast på MSCI World (DKK) på -5,6%. Dermed underperformer porteføljen med 1,1%-point. Periodens performance er positivt påvirket af allokering til og performance inden for danske aktier. I modsatte retning trækker imidlertid papirudvælgelsen på porteføljens af globale aktier.

Nordamerikanske aktier klarede sig som region bedst med et afkast på -4,8% i januar. Værst så det ud for japanske aktier, der målt ved MSCI Japan (DKK) faldt 7,9%.

Ultimo perioden udgør aktieandelen 74,5%, hvilket kan sammenholdes med en vægt i benchmark på 75,0%.



### Allokering:

Der er ikke foretaget nævneværdige transaktioner i porteføljen i januar for at ændre porteføljens risikoprofil.

### Strategi:

Betingelserne for forbedring af virksomhedernes indtjening og dermed stigende aktiekurser vurderes fortsat at være gunstige. Dette med udgangspunkt i fortsat lempelig pengepolitik samt en fortsat forbedring i beskæftigelsen. Inflationen er stadig ikke et tema, hvilket tilsiger, at pengepolitikken kan vedblive at være lempelig et stykke tid endnu. Usikkerheden omkring vækstbilledet i Kina og den faldende oliepris giver anledning til at være forsigtig.

Den seneste tids aktiekursfald har sammen med øget risikopræmie reduceret værdiansættelsen af aktier målt ved PE med 15-20%. Aktuelt har vi valgt ikke at øge allokeringen til aktier yderligere. Taktisk kan aktier dog blive så billige, at vi vælger at øge allokeringen. De store månedlige korrektioner, som vi så tilbage i 2015, blev som bekendt erstattet af store modsatrettede bevægelser måneden efter. Lidt det samme billede kan blive kendetegnende for 2016.

Inden for obligationsporteføljen har vi gennem 2015 foretrukket at have en relativt lang varighed på porteføljen. Det trækker op til en gentagelse af forårssceneriet fra 2015, hvor de bratte rentefald igen er drevet af europæiske opkøb, og man bliver tvunget til at gå længere ud på rentekurven for at få positive afkast. Aktuelt er der negative renter i Tyskland ud til det 7-årige rentesegment! Den største risiko for rentemarkedet er det scenarie de fleste håber på. Nemlig vækst og stigende priser på risikofyldte aktiver. I et sådant scenarie vil den amerikanske centralbank stå klar med renteforhøjelser, hvilket kan få renteniveauet til at skyde i vejret, som vi så i slutningen af april 2015, hvor det i særlig grad gik ud over konverterbare realkreditobligationer.

Inden for den brede definition af obligationsporteføljen foretrækker vi stadig kreditobligationer på bekostning af traditionelle danske stats- og realkreditobligationer. Kreditspænd er blevet udvidet ganske betydeligt de seneste måneder. Vi vurderer, at det aktuelle spænd er attraktivt holdt op mod risikoen for stigende renter og faldende kreditkvalitet/konkurser. Ligeledes vurderer vi, at danske realkreditobligationer stadig er en attraktiv investeringsmulighed.

## KORTE OBLIGATIONER

Afkastet i januar kan opgøres til 0,4% mod benchmarks 0,2%.

Starten af året har været præget af endnu et dramatisk rentefald, hvor de længere renter er faldet mere end de korte renter. Dermed er rentekurven fladet i starten af 2016. Spændet på konverterbare realkreditobligationer er også kommet skidt fra start og er udvidet markant. Dette har ikke i samme omfang været tilfældet for de kortere rentetilpasningsobligationer.

Porteføljen har i perioden fastholdt sin været 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 januar kan opgøres til 1,5%, hvilket er på niveau med afkastet på benchmark.

Starten af året har været præget af endnu et dramatisk rentefald, hvor de længere renter er faldet mere end de korte renter. Dermed er rentekurven fladet i starten af 2016. Spændet på konverterbare realkreditobligationer er også kommet skidt fra start og er udvidet markant, hvilket ikke i samme omfang har været tilfældet for de kortere rentetilpasningsobligationer.

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

## KREDITOBLIGATIONER

Markedet for kreditobligationer fik generelt en nervøs start på 2016. Kreditspændet på tværs af forskellige segmenter blev udvidet og afkastet på aktivklassen blev i lighed med andre risikofyldte aktiver negativt påvirket. En påvirkning, der bl.a. kom fra skuffende væksttal i Kina samt et kraftigt prisfald på olie og andre råvarer.

Grundet porteføljens relative høje andel af obligationer fra Investment Grade segmentet, hvor afkastpåvirkningen fra de faldende renter har været stærkere end den negative effekt fra udvidelsen af kreditspændet. Dermed fik afdelingen en tilfredsstillende start på året med et afkast på 0,4% mod 0,1% for afdelingens benchmark.

De faldende renter betød, at mest rentefølsomme sektorer bidrog mest til det positive afkast. Således gav andelen af Investment Grade virksomhedsobligationer 0,9%, High Yield virksomhedsobligationer gav -1,1%, mens obligationer fra Emerging Markets gav 0,6%. High Yield har generelt en mindre rentefølsomhed, ligesom dette kreditsegment er mere eksponeret over for sektorer inden for Energi og Råvarer. Alle tre kreditsegmenter har imidlertid givet et bedre afkast end deres respektive benchmark. Allokeringsmæssigt bidrog både overvægten til Investment Grade virksomhedsobligationer samt undervægten til High Yield virksomhedsobligationer positivt til det samlede porteføljeafkast.

Olieprisen faldt kraftigt i specielt første halvdel af januar på baggrund af udsigten til, at internationale sanktioner mod Irans eksport af olie ville blive afskaffet samt de høje olielagre i USA. Dette påvirkede dele af både High Yield virksomhedsobligationer og Emerging Market statsobligationer negativt. I de seneste par uger er olieprisen dog steget igen. Bl.a. på grund af spekulation om at OPEC ville begrænse olieproduktionen. Emerging Market statsobligationer blev også ramt i begyndelsen af måneden af stigende bekymringer omkring Kina. Den kinesiske centralbank intervererede massivt i offshore Yuan markedet for at bremse devalueringsspreset. Det skete samtidig med, at der blev offentliggjort nye tal for handelsbalancen. Dette sammen med tal for valutareserven pegede på fortsatte store outflow af kapital.

Virksomhederne er godt i gang med at fremlægge regnskaber for afslutningen af 2015, indtil videre har hovedparten af selskaberne overgået indtjeningsforventningerne, mens omsætningen omvendt har været skuffende. Med andre ord er de gode resultater i højere grad et resultat af omkostningsbesparelser snarere end stigende vækst. Generelt ser vi flere svaghedstegn, som kunne tyde på en mere generel makroøkonomisk afmatning. I løbet af januar kom specielt italienske banker under pres efter at ECB besluttede sig for, at undersøge bankernes eksponering til dårlige lån nærmere.



## DANSKE AKTIER

Det danske aktiemarked har fået en hård start på 2016. I januar faldt porteføljen med 3,4%, hvilket kan sammenholdes med et afkast på -3,7% for afdelingens benchmark OMX Copenhagen Capped. I forhold til de store fald på øvrige aktiemarkeder – eksempelvis faldt det globale aktiemarked målt ved MSCI World (DKK) 5,6% i januar, klarer danske aktier sig relativt set bedre.

Regnskabssæsonen er så småt startet og har bl.a. budt på regnskaber fra Tryg og Novozymes. Tryg regnskab var positivt påvirket af overraskede gode afkast på deres investeringsportefølje, hvilket fik aktien til at stige. Regnskabet fra Novozymes fik ikke den samme positive modtagelse af aktiemarkedet. Selskabet nedjusterede den forventede vækst, hvilket fik aktien til at falde.

I såvel Danmark som på de øvrige aktiemarkeder rundt omkring i verden, har reaktionen på regnskaber, der ikke har levet op til forventningerne, været nådesløse. Således har straffen stået på markante kursfald.

De største positive bidragsydere til periodens merafkast bl.a. været overvægten i Pandora og GN samt undervægten i TDC. I modsat retning trak Simcorp og Bavarian ned i afkastet.

## GLOBALE AKTIER

Det har været en voldsom start på året på tværs af det globale aktiemarked. Frygten for recession i USA drevet af fortsatte svage makroøkonomiske tal og Kina frygt har fået investorerne til at sælge ud. Kun få investorer har turdet investere deres fortsatte høje kontantbeholdninger i markedet. Dermed faldt det globale marked i januar med -5,6% målt ved MSCI World (DKK). Afdelingens afkast har til sammenligning været på -7,6%.

Aktiemarkedet indregner nu en sandsynlighed for recession i 2016 eller 2017 på 30-40%, hvilket er en noget andet billede end vi forlod 2015 med. Dette skifte i forventningerne har været særdeles hårdt for specielt konjunkturfølsomme aktier, herunder i særlig grad banker og andre kreditselskaber, der er blevet handlet markant ned i pris. De aflagte regnskaber vidner dog fortsat om en god fundamental styrke hos disse selskaber, der er eksponeret til forbrugeren. Med et fortsat fald i arbejdsløsheden, lavere gæld og stigende lønninger, synes forbrugeren fortsat at have det rigtig godt og udgør således ikke umiddelbart en trussel mod bankernes forretning.

Afdelingen er tungt positioneret i selskaber, som har fokus på forbrugeren, mens den eksponeringen mod de mere klassiske selskaber inden for industri, energi og råvarer er begrænset. Dette har været en medvirkende faktor bag den stærke performance i 2015, men har omvendt ramt afkastet i januar. Inden for eksempelvis forbrugerkredit er selskaberne American Express, Synhrony Financial og Ally Financial alle er blevet handlet markant ned i januar og bidraget negativt til såvel det absolutte som relative afkast. Også Norwegian Cruise Line har haft en dårlig januar. Dette trods medvind fra den lave oliepris, stor efterspørgsel samt en aktuel stærk pricing power.

Positive bidragsydere i januar var Pandora, Philips og Google, mens Medivation, Norwegian Cruise Line og American Express bidrog negativt.



## HØJT UDBYTTET AKTIER

Årets start på aktiemarkedene har været en af de dårligste i nyere tid. Uroen udspringer primært fra øget frygt for Kinas økonomiske stabilitet og deraf følgende afsmitningen på den globale økonomi. Herudover har det voldsomme olieprisfald kombineret med geopolitisk usikkerhed i Mellemøsten ligeledes været på dagsordenen. Mod slutningen af måneden blev stemningen dog en anelse mere positiv, og aktierne blev bl.a. hjulpet på vej af stigende oliepriser og støtte fra centralbankerne.

I Europa var det specielt de stabile forbrugsgode selskaber der outperformede i den første halvdel af måneden. Dette på baggrund af fornyet recessionsfrygt. For en sjælden gang skyld havde de olierelaterede aktier lidt medvind fra den stigende oliepris mod slutningen af måneden. De mere cykliske selskaber havde generelt en hård måned, hvor bl.a. de råvarerelaterede selskaber fortsatte deres fald. Banker fra specielt de såkaldte "rand-lande" inden for Europa blev hårdt ramt af frygt for øget kapitalkrav. Dette gælder i særdeleshed de italienske banker.

Afdelingens fokus på aktier med et attraktivt og stabilt udbytte giver en naturlig eksponering mod mere stabile og defensive selskaber. Denne type selskaber har outperformat markedet i januar, mens mere cykliske aktier har underperformat. Eksempelvis har investeringen i selskaber som Ahold, National Grid og Iberdrola bidraget positivt, mens eksponeringen til mere cykliske selskaber som Prudential og Deutsche Post har bidraget negativt.

På sektorniveau er de største positive bidrag til afkastet i januar kommet fra cyklisk forbrug, finans- og sundhedsselskaber, mens de største negative bidrag kommer fra industriselskaber.

## EUROPA VALUE AKTIER

Europa havde en hård start på året med fald på 6,2% målt ved MSCI Europa (DKK). Uroen udspringer primært fra øget frygt for Kinas økonomiske stabilitet og deraf følgende afsmitningen på den globale økonomi. Herudover har det voldsomme olieprisfald haft en negativ indflydelse. Månedens overraskelse leverede ECB. De antydede, at man ville overveje yderligere pengepolitiske stimuli ved det kommende møde i marts. Dette fik aktierne til at stige igen, men der gik dog ikke mange dage, før stemningen igen var vendt til det mere negative.

Januar var præget af endog særdeles store daglige udsving på aktiemarkedet. Samtidig hermed finder der store rotationer sted mellem såvel investeringsstile (cykliske vs. non-cyklisk og small cap vs. large cap) og sektorer. De temaer, der fungerede sidste år, har ikke virket indtil nu i 2016. Dette får markedets udsving til at være mere baseret på følelser - sælg først og spørg bagefter, hvilket giver et marked uden egentlig retning. Som eksempel kan nævnes, at oliesektoren er en af de bedste sektorer i 2016, selvom udsigterne ser endog meget vanskelige ud. I 2015 virkede det ekstremt godt at investere i selskaber hvis indtjening var relateret til dollaren. I 2016 har det været helt modsat!

Porteføljen gav i januar et afkast på -6,2%, hvilket er på niveau med det opstillede benchmark.

De største positive bidragsydere var selskaber inden for detailhandel - Ahold og Colruyt, mens de engelske selskaber Ashtead og Shire trak ned i afkastet.

# PFA

INVESTERINGSFORENINGEN  
P F A I N V E S T

Kapitalforvalter  
og  
administrator

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

## **DISCLAIMER**

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