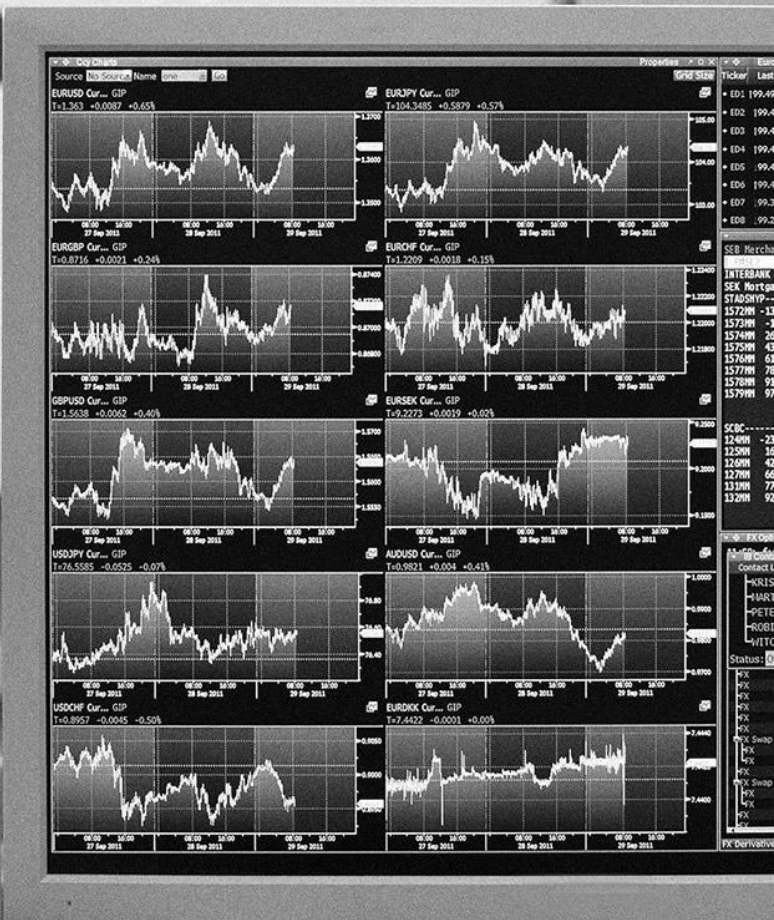
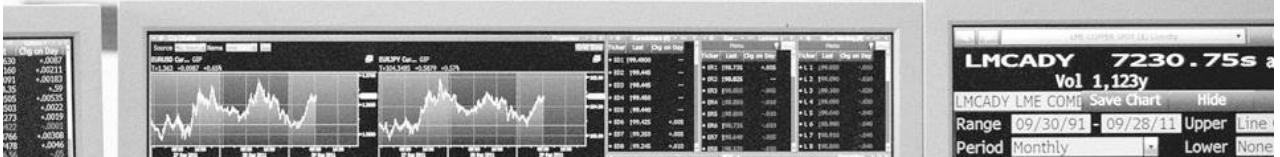


# PFA INVEST

## NYHEDSBREV – MAJ 2016





## MARKEDSKOMMENTAR

### Forsigtig optimisme til aktiemarked

Markedet ser ud til at være bedre positioneret forud for den traditionelle lavsæson henover sommeren. Der er i år flere tegn på, at sidste års dårlige performance i netop sommerperioden ikke gentages. Dels er forventningerne allerede lave, det er valgår i USA og prissætningen af aktier uden for USA er moderat. En vigtig faktor forbliver dog Fed's guidance af markederne. Her venter vi indtil videre en lempelig attitude, der vil være med til at understøtte markedet.

### Europas vækst overhaler USA

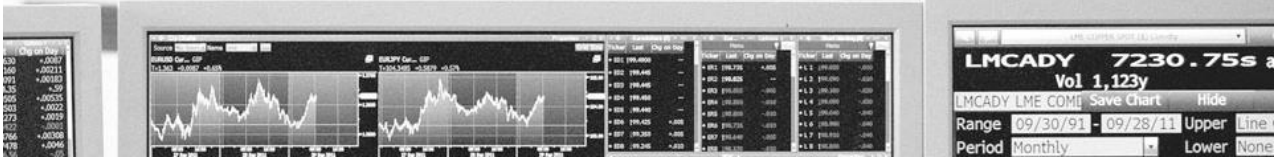
Væksten i Eurozonen overraskede positivt i årets første kvartal og var markant højere end i USA, hvor væksten skuffede. Europa nyder stadig godt af en yderst lempelig pengepolitik fra ECB. Samtidig lemper Fed på retorikken og signalerer, at en renteforhøjelse ikke er umiddelbart forestående. I Kina er der tegn på et mindre cyklisk opsving. Væksten forventes dog på længere sigt stadig at være nedadgående. Eurozonens vækst accelererede i første kvartal og steg med 0,6%, hvilket er næsten dobbelt så højt som de foregående to kvartaler. Det pæne væksttal var ligeledes noget højere end markedets forventninger, der var blevet sænket som følge af uroen på de finansielle markeder, afmattelsen i global økonomi og styrkelsen af euroen. Tallet understreger, at opsvinget i Europa stadig lever, ligesom væksten i stigende grad er baseret på den indenlandske efterspørgsel. Vi vurderer dog, at økonomien vil have vanskeligt ved at holde det nuværende momentum i den kommende periode. De første konjunkturindikatorer i april signalerer lidt lavere vækstrater fremadrettet. Det er fortsat nemmere at pege på potentiel modvind end medvind til væksten. De positive effekter fra faldet i olieprisen og svækkelsen af euroen, der hjalp væksten i 2015, er ved at skifte fortegn, hvorfor den generelle usikkerhed om den globale vækst stadig er forhøjet.

ECB løftede i april sløret for rammerne af det tidligere annoncerede opkøbsprogram for kreditobligationer. Rammerne indeholdt et bredere udvalg af obligationer end forventet og blev tolket som et positivt signal af markedet, da det øger potentialet for ECB's opkøb. Inflationen i Eurozonen er stadig væsentligt under ECB's mål. Det gælder såvel det aktuelle niveau som forventningerne for de kommende år. Markedet er derfor mere fokuseret på hvornår snarere end hvorvidt ECB vil annoncere, at opkøbsprogrammerne også fortsætter efter marts 2017.

### Hold skarpt øje med Fed

Når Fed lemper pengepolitikken eller fastholder renten på et lavt niveau, er det som udgangspunkt et positivt varsel for aktiemarkedene, mens en stramning af pengepolitikken er et negativt varsel. På det seneste møde i den amerikanske centralbank blev den lempelige kurs fastholdt. Dette blandt andet med henvisning til den fortsat lave inflation og risici uden for USA samt på de finansielle markeder. Den forsigtige retorik betyder, at vi ikke forventer, at Fed hæver renten på mødet i juni. Sammen med de seneste måneders tegn på lidt mere positivt vækstmomentum i USA, Kina og Europa virker det understøttende for risikofyldte aktiver.

Træerne vokser dog ikke ind i himlen. Det amerikanske opsving har allerede været 81 måneder, hvilket er længere end det gennemsnitlige opsving i USA. Vi befinder os dermed i den modne fase af opsvinget, hvilket er ensbetydende med, at vi nærmer os en aktietop. Endvidere er den globale økonomi blevet endnu mere gældssat end den var umiddelbart op til finanskrisen. Mens gældsopbygningen op til finanskrisen især skete i de vestlige husholdninger drevet af et boomende ejendomsmarked, er den siden finanskrisen navnlig sket på emerging markets og i virksomhederne der. Det betyder også, at økonomien er endnu mere rentefølsom end i 2008, og at pengepolitiske stramninger fra den amerikanske centralbank formentlig er den største trussel for aktiemarkedene senere på året.



## MARKEDSKOMMENTAR

Allokeringsmæssigt overvægtter vi aktier, kreditobligationer og realkreditobligationer. Den forsigtige positionering og de lave forventninger hos mange investorer, kombineret med et forventet britisk "ja" til at forblive i EU, skaber et godt fundament for de kommende måneders afkast. Men samtidig er vi opmærksomme på, at et opsving næppe er langtidsholdbart, hvorfor vi forventer at reducere porteføljerisikoen senere på året.



## AFKASTOVERSIGT 2016 - PFA INVEST

PFA INVEST AFDELINGER	April	2016	2015	2014	Siden start	Start
PFA Invest Balance A	0,0%	-0,6%	7,1%	12,4%	19,7%	28-01-2014
PFA Invest Balance B	0,0%	-2,7%	10,3%	15,4%	40,6%	01-10-2012
PFA Invest Balance C	0,1%	-3,8%	-0,9%	N/A	-4,7%	05-05-2015

PFA Invest Korte Obligationer	0,0%	0,6%	-1,4%	2,3%	3,0%	01-10-2012
PFA Invest Mellemlange Obligationer	-0,1%	0,0%	N/A	N/A	0,0%	30-03-2016
PFA Invest Lange Obligationer	-0,3%	2,4%	-1,1%	5,6%	8,7%	01-10-2012
PFA Invest Kreditobligationer	1,0%	0,1%	7,8%	19,4%	27,0%	01-10-2012
PFA Invest Danske Aktier	0,3%	-2,1%	36,4%	17,9%	116,6%	01-10-2012
PFA Invest Højt Udbytte Aktier	1,2%	-6,7%	11,4%	8,2%	34,8%	20-12-2012
PFA Invest Europa Value Aktier	1,7%	-5,4%	14,1%	-0,9%	6,9%	07-10-2014
PFA Invest Globale Aktier	-0,6%	-6,3%	17,7%	18,5%	64,4%	01-10-2012

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

Selvom de periodevise afkastudsving gennem april stadig var et tema, så var udsvingene generelt mindre end for de forudgående måneder. Overordnet set endte afkastet på risikofyldte aktiver i "grønt", mens traditionelle stats- og realkreditobligationer endte i "rødt".

Renten på danske og udenlandske statsobligationer steg marginalt gennem april, hvorved porteføljens stabile element endte med at bidrage negativt til periodens afkast.

De let stigende renter kunne imidlertid ikke forhindre et positivt afkast på tværs af de forskellige klasser af kreditobligationer trukket af en indsnævring af kreditspændet. Afkastet var lavest inden for Investment Grade efterfulgt af Emerging Market Bonds, mens High Yield Bonds gav det højeste afkast trukket af en spændingsindsnævring på cirka 70 bp.

Målt ved MSCI World (DKK) gav aktiemarkedet et afkast på 1,0% i april. Det dækker imidlertid over nogle relativt store regionale udsving. Japanske (+4,0%) og europæiske (+1,8%) aktier klarede sig bedst, mens amerikanske aktier (+0,2%) samt aktier fra Emerging Markets (-0,1%) klarede sig dårligst.



På valutamarkedet blev den amerikanske dollar svækket marginalt over for såvel euroen som danske kroner.

Periodens afkast kan opgøres til 0,0%, hvilket er 0,5%-point mindre end benchmark. År til dato er afkastet på -0,6% mod benchmarks 0,1%.

Andelen af traditionelle danske stats- og realkreditobligationer gav i april et afkast på -0,2%, hvilket er identisk med afkastet på benchmark. Andelen af danske obligationer udgør ultimo april 36,6%.

Porteføljen af kreditobligationer har i april givet et samlet afkast på 0,7%, hvilket kan sammenholdes med et benchmarkafkast på 1,1%. Mens afkastet er positivt påvirket af en indsnævring af kreditspændet, bidrager den faldende USD negativt til afkastet. Afkastet på de forskellige kreditsegmenter blev i april: Investment Grade 0,6%, High Yield Bonds 2,6% og Emerging Market Bonds 1,3%. Den relative performance er neutral for Investment Grade og Emerging Market Bonds, mens High Yield Bonds underperformer sit benchmark med 0,7%-point. Andelen af kreditobligationer udgør samlet 35,3% ultimo perioden fordelt med Investment Grade 17,5%, High Yield Bonds 8,7% og Emerging Market Bonds 9,1%.

Aktieporteføljen gav samlet set et afkast på -0,4% i april, hvilket er 1,4%-point lavere end benchmark. Periodens underperformance kan henføres til allokeringen til danske aktier samt aktieudvælgelsen i den globale aktieportefølje. Aktieandelen var ultimo april 25,7%, hvilket er en overvægt på 0,7%-point i forhold til det opstillede benchmark.

## Allokering

Der er ikke ændret væsentligt på porteføljens allokering i april.

## Strategi

Risikoudnyttelsen, udtrykt ved andelen af kreditobligationer og aktier, var relativ høj gennem april.

Aktiviteten i porteføljen har gennem den seneste periode været moderat. Baggrunden herfor er, at vi fortsat er komfortable med den aktuelle porteføljesammensætning og risikoprofil.

Aktuelt er balancen mellem på den ene side en række events, der hver især kan medføre betydelige tab for porteføljen, og på den anden side nogle fundamentale forhold for den underliggende økonomi, der er forenelige med et godt investeringsklima for specielt risikofyldte aktiver (lempelig pengepolitik, stigende beskæftigelse, positiv vækst).

Umiddelbart tror vi på sidstnævnte, hvorfor vægtningen af kreditobligationer og aktier er relativ høj. Da vi ikke forventer markante rentestigninger i den kommende periode, har vi valgt en relativ lang løbetid på porteføljens statsobligationer, ligesom vi favoriserer realkreditobligationer.

Selvom prisfastsættelsen af aktier er i den dyre ende, så er det vores vurdering, at forventningerne til de kommende kvartalers regnskaber er moderate. Europæiske aktier har en relativ høj vægt i porteføljen. Dette ud fra en betragtning om, at disse bør kunne profiteres lidt ekstra på, at usikkerheden omkring væksten trænges lidt i baggrunden, ligesom de er billigere målt på P/E. Økonomisk momentum favoriserer både USA og Europa.

USD kan stige fra det nuværende niveau, idet den amerikanske og den europæiske centralbank er hvert sit sted i forhold til tidspunktet for en normalisering af pengepolitikken.



## BALANCE B

Selvom de periodevise afkastudsving gennem april stadig var et tema, så var udsvingene generelt mindre end for de forudgående måneder. Overordnet set endte afkastet på risikofyldte aktiver i "grønt", mens traditionelle stats- og realkreditobligationer endte i "rødt".

Renten på danske og udenlandske statsobligationer steg marginalt gennem april, hvorved porteføljens stabile element endte med at bidrage negativt til periodens afkast.

De let stigende renter kunne imidlertid ikke forhindre et positivt afkast på tværs af de forskellige klasser af kreditobligationer trukket af en indsnævring af kreditspændet. Afkastet var lavest inden for Investment Grade efterfulgt af Emerging Market Bonds, mens High Yield Bonds gav det højeste afkast trukket af en spændindsnævring på cirka 70 bp.

Målt ved MSCI World (DKK) gav aktiemarkedet et afkast på 1,0% i april. Det dækker imidlertid over nogle relativt store regionale udsving. Japanske (+4,0%) og europæiske (+1,8%) aktier klarede sig bedst, mens amerikanske aktier (+0,2%) samt aktier fra Emerging Markets (-0,1%) klarede sig dårligst.

På valutamarkedet blev den amerikanske dollar svækket marginalt over for såvel euroen som danske kroner.

Periodens afkast kan opgøres til 0,0%, hvilket er 0,7%-point mindre end benchmark. År til dato er afkastet på -2,7% mod benchmarks -1,6%.

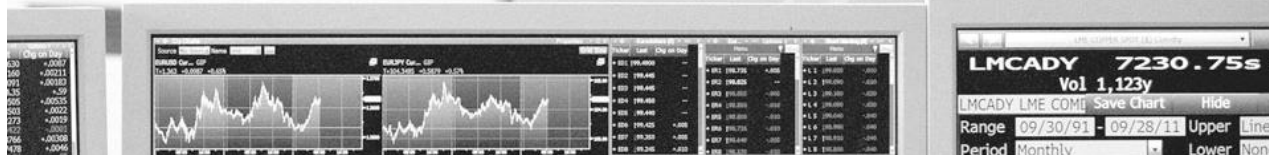
Andelen af traditionelle danske stats- og realkreditobligationer gav i april et afkast på -0,2%, hvilket er identisk med afkastet på benchmark. Andelen af danske obligationer udgør ultimo april 24,1%.

Porteføljen af kreditobligationer har i april givet et samlet afkast på 1,0%, hvilket kan sammenholdes med et benchmarkafkast på 1,4%. Mens afkastet er positivt påvirket af en indsnævring af kreditspændet, bidrager den faldende USD negativt til afkastet. Afkastet på de forskellige kreditsegmenter blev i april: Investment Grade 0,6%, High Yield Bonds 2,6% og Emerging Market Bonds 1,3%. Den relative performance er neutral for Investment Grade og Emerging Market Bonds, mens High Yield Bonds underperformer sit benchmark med 0,7%-point. Andelen af kreditobligationer udgør samlet 19,5% ultimo perioden fordelt med Investment Grade 9,8%, High Yield Bonds 4,8% og Emerging Market Bonds 4,9%.

Aktieporteføljen gav samlet set et afkast på -0,1% i april, hvilket er 1,0%-point lavere end benchmark. Periodens underperformance kan henføres til allokeringen til danske aktier samt aktieudvælgelsen i den globale aktieporteføje. Aktieandelen var ultimo april 54,3%, hvilket er en undervægt på 0,7%-point i forhold til det opstillede benchmark.

## Allokering

Der er ikke ændret væsentligt på porteføljens allokering i april.



## Strategi

Gennem april bibeholdt vi en relativ høj risikoudnyttelse udtrykt ved andelen af kreditobligationer og aktier.

Aktiviteten i porteføljen har gennem den seneste periode været moderat. Baggrunden herfor er, at vi fortsat er komfortable med den aktuelle porteføljesammensætning og risikoprofil.

Aktuelt er balancen mellem på den ene side en række events, der hver især kan medføre betydelige tab for porteføljen, og på den anden side nogle fundamentale forhold for den underliggende økonomi, der er forenelige med et godt investeringsklima for specielt risikofyldte aktiver (lempelig pengepolitik, stigende beskæftigelse, positiv vækst).

Umiddelbart tror vi på sidstnævnte, hvorfor vægtningen af kreditobligationer og aktier er relativ høj. Da vi ikke forventer markante rentestigninger i den kommende periode, har vi valgt en relativ lang løbetid på porteføljes statsobligationer, ligesom vi favoriserer realkreditobligationer.

Selvom prisfastsættelsen af aktier er i den dyre ende, så er det vores vurdering, at forventningerne til de kommende kvartalers regnskaber er moderate. Europæiske aktier har en relativ høj vægt i porteføljen. Dette ud fra en betragtning om, at disse bør kunne profitere lidt ekstra på, at usikkerheden omkring væksten trænges lidt i baggrunden, ligesom de er billigere målt på P/E. Økonomisk momentum favoriserer både USA og Europa.

USD kan stige fra det nuværende niveau, idet den amerikanske og den europæiske centralbank er hvert sit sted i forhold til tidspunktet for en normalisering af pengepolitikken.

## BALANCE C

Selvom de periodevise afkastudsving gennem april stadig var et tema, så var udsvingene generelt mindre end for de forudgående måneder. Overordnet set endte afkastet på risikofyldte aktiver i "grønt", mens traditionelle stats- og realkreditobligationer endte i "rødt".

Renten på danske og udenlandske statsobligationer steg marginalt gennem april, hvorved porteføljens stabile element endte med at bidrage negativt til periodens afkast.

De let stigende renter kunne imidlertid ikke forhindre et positivt afkast på tværs af de forskellige klasser af kreditobligationer trukket af en indsnævring af kreditspændet. Afkastet var lavest inden for Investment Grade efterfulgt af Emerging Market Bonds, mens High Yield Bonds gav det højeste afkast trukket af en spændindsnævring på cirka 70 bp.

Målt ved MSCI World (DKK) gav aktiemarkedet et afkast på 1,0% i april. Det dækker imidlertid over nogle relativt store regionale udsving. Japanske (+4,0%) og europæiske (+1,8%) aktier klarede sig bedst, mens amerikanske aktier (+0,2%) samt aktier fra Emerging Markets (-0,1%) klarede sig dårligst.

På valutamarkedet blev den amerikanske dollar svækket marginalt over for såvel euroen som danske kroner. Periodens afkast kan opgøres til 0,1%, hvilket er 0,8%-point mindre end benchmark. År til dato er afkastet på -3,8% mod benchmarks -2,7%.

Andelen af traditionelle danske stats- og realkreditobligationer gav i april et afkast på -0,2%, hvilket er identisk med afkastet på benchmark. Andelen af danske obligationer udgør ultimo april 14,1%.

Porteføljen af kreditobligationer har i april givet et samlet afkast på 1,0%, hvilket kan sammenholdes med et benchmarkafkast på 1,4%. Mens afkastet er positivt påvirket af en indsnævring af kreditspændet, bidrager den faldende USD negativt til afkastet. Afkastet på de forskellige kreditsegmenter blev i april: Investment Grade 0,6%, High Yield Bonds 2,6% og Emerging Market Bonds 1,3%. Den relative performance er neutral for Investment Grade og Emerging Market Bonds, mens High Yield Bonds underperformer sit benchmark med 0,7%-point. Andelen af kreditobligationer udgør samlet 9,6% ultimo perioden fordelt med Investment Grade 4,7%, High Yield Bonds 2,4% og Emerging Market Bonds 2,5%.



Aktieporteføljen gav samlet set et afkast på 0,1% i april, hvilket er 0,9%-point lavere end benchmark. Periodens underperformance kan henføres til allokeringen til danske aktier samt aktieudvælgelsen i den globale aktieportefølje. Aktieandelen var ultimo april 74,0%, hvilket er en undervægt på 1,0%-point i forhold til det opstillede benchmark.

### Allokering

Der er ikke ændret væsentligt på porteføljens allokering i april.

### Strategi

Gennem april bibeholdt vi en relativ høj risikoudnyttelse udtrykt ved andelen af kreditobligationer og aktier.

Aktiviteten i porteføljen har gennem den seneste periode været moderat. Baggrunden herfor er, at vi fortsat er komfortable med den aktuelle porteføljesammensætning og risikoprofil.

Aktuelt er balancen mellem på den ene side en række events, der hver især kan medføre betydelige tab for porteføljen, og på den anden side nogle fundamentale forhold for den underliggende økonomi, der er forenelige med et godt investeringsklima for specielt risikofyldte aktiver (Iempelig pengepolitik, stigende beskæftigelse, positiv vækst).

Umiddelbart tror vi på sidstnævnte, hvorfor vægtningen af kreditobligationer og aktier er relativ høj. Da vi ikke forventer markante rentestigninger i den kommende periode, har vi valgt en relativ lang løbetid på porteføljens statsobligationer, ligesom vi favoriserer realkreditobligationer.

Selvom prisfastsættelsen af aktier er i den dyre ende, så er det vores vurdering, at forventningerne til de kommende kvartalers regnskaber er moderate. Europæiske aktier har en relativ høj vægt i porteføljen. Dette ud fra en betragtning om, at disse bør kunne profitere lidt ekstra på, at usikkerheden omkring væksten trænges lidt i baggrunden, ligesom de er billigere målt på P/E. Økonomisk momentum favoriserer både USA og Europa.

USD kan stige fra det nuværende niveau, idet den amerikanske og den europæiske centralbank er hvert sit sted i forhold til tidspunktet for en normalisering af pengepolitikken.

### KORTE OBLIGATIONER

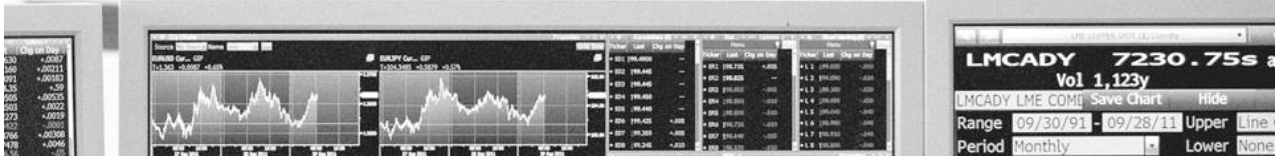
Afkastet i april blev 0,0%, hvorved årets afkast kan opgøres til 0,6%, hvilket er 0,3% mere end afkastet for det opstillede benchmark.

April måned bød på let stigende renter i kølvandet på de seneste par måneders rentefald. De længere renter steg mest, hvilket resulterede i en noget stejlere rentekurve. 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 fortsatte udviklingen fra marts og endte dermed lavere over måneden. Spændet på de kortere rentetilpasningsobligationer blev også indsnævret, men ikke i så stor udstrækning som tilfældet var 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 en anelse undereksporeret til renterisiko i forhold til sit benchmark,





## LANGE OBLIGATIONER

Afkastet for april kan opgøres til -0,3%. Dermed kan årets afkast opgøres til 2,4%, hvilket er på niveau med afkastet for det opstillede benchmark.

April måned bød på let stigende renter i kølvandet på de seneste par måneders rentefald. De længere renter steg mest, hvilket resulterede i en noget stejlere rentekurve. 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 fortsatte udviklingen fra marts og endte dermed lavere over måneden. Spændet på de kortere rentetilpasningsobligationer blev også indsnævret, men ikke i så stor udstrækning som tilfældet var for de konverterbare obligationer.

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

## KREDITOBLIGATIONER

Afdelingens afkast kan i april opgøres til 1,0%, hvilket er 0,4%-point mindre end afkastet på det opstillede benchmark, der gav 1,4%. Dermed har afdelingen givet et afkast på 0,1% for året i forhold til benchmarks 0,8%.

Kreditspændet på kreditobligationer fortsatte udviklingen fra marts og blev indsnævret betydeligt gennem april. Dette var tilfældet på tværs af alle kreditsegmenter. For flere segmenter ligger kreditspændet aktuelt lavere end 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.

Porteføljen af Investment Grade gav et afkast på 0,6% (identisk med benchmark), High Yield Bonds gav 2,6% (0,7%-point lavere end benchmark), mens Emerging Market Bonds gav et afkast på 1,3% mod benchmarks 1,2%. Papirudvælgelsen inden for Emerging Market Bonds gav et positivt bidrag, mens bidraget på High Yield porteføljen var negativt. Eksponeringen i High Yield porteføljen er fortsat relativt defensiv, hvilket bl.a. er udtrykt ved en lav eksponering mod de råvarerrelaterede industrier, hvor vi forventer en række konkurser. Råvarer havde dog isoleret set en stærk måned, hvilket løftede udstedelserne inden for dette segment. På tværs af de tre kreditklasser, har det haft en mindre negativ afkastmæssig påvirkning, at USD faldt mod DKK gennem april.

I løbet af april offentliggjorde ECB detaljerne bag deres opkøbsprogram omhandlende virksomhedsobligationer, som starter i juni. ECB gav sig selv størst mulig fleksibilitet med bredtfavnende kriterier og et investeringsunivers som var cirka 50% større end ventet af markedsdeltagerne. Markedet reagerede således meget positivt på udmeldingen.

Det var især beslutningen om at inkludere finansielle non-banks som overraskede, hvilket resulterede i stærk performance i forsikringssektoren. Herudover var Basic Industry og Energy blandt de bedste sektorer på baggrund af den seneste kraftige stigning i olieprisen og udvalgte råvarer. Vi har benyttet måneden til at deltage i nye EUR-obligationsudstedelser på selektiv basis, hvor der var en fornuftig præmie.

På kort sigt vil ECB's opkøb fra juni understøtte markedet for virksomhedsobligationer. På lang sigt forventer vi dog, at den billige finansiering for de europæiske virksomheder primært vil blive anvendt på tilbagekøb af aktier samt opkøb af andre virksomheder (M&A), hvilket traditionelt set er negativt for investorerne af kreditobligationer.

Emerging Market havde generelt en god måned, da man forventer en fortsat stimulering af væksten i Kina til gavn for den fundamentale efterspørgsel i emerging market. Markedet reagerede positivt på rigsretssagen mod den Brasilianske præsident og på Argentinas længe ventede tilbagevenden til kapitalmarkederne efter 15 års kamp med de gamle kreditorer. Porteføljen performede som benchmark i april. Porteføljen ligger fortsat defensivt eksponeret med fokus på de større lande. Ligeledes er fokus på at realisere aktivklassens kreditspænd snarere end at skabe performance gennem store landespecifikke eksponeringer.



## DANSKE AKTIER

Efter et start på året med store udsving på aktiemarkedet, kom der lidt mere ro på i april måned med små udsving. Målt ved OMX Copenhagen Cap GI steg danske aktier med 0,8% i april, hvilket bringer årets afkast på -2,5%. Selvom markedet overordnet set var stabilt, var der en underliggende rumlen. Generelt har olie og råvarebaserede aktier haft det svært i 2015 og de første par uger af 2016, men selvom der fortsat er modvind, er disse aktier kommet meget stærkt igen. Mærsk tilhører denne gruppe og med en stigning på 10% i april fulgte de udviklingen i andre råvarebaserede selskaber. Novo meddelte, at de havde gennemført et meget flot studie på deres GLP1 linie, der bl.a. bruges i deres fedme behandling. Endvidere offentliggjorde Novo regnskab, der var nogenlunde som ventet. Aktien steg 2% gennem april.

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

## GLOBALE AKTIER

Afdelingen Globale Aktier gav i april et afkast på -0,6%, hvilket er 1,6%-point mindre end MSCI World (DKK). For året har porteføljen givet et afkast på -6,3%, hvilket er 2,1%-point lavere end MSCI World (DKK), der er afdelingens benchmark.

De generelt positive markeder i april var drevet af ECB's udvidelse af opkøbsprogrammet for virksomhedsobligationer, som nu også omfatter forsikring og finansiering af biler. Derudover indikerede ECB-chefen, at det ikke er ECB's hensigt at implementere yderligere rentenedsættelser.

Regnskabsaflæggelsen blandt de europæiske selskaber var blandede. I skrivende stund, er det dog kun 20% af selskaberne, der har aflagt regnskab for 1. kvartal 2016. I USA er man længere fremme i regnskabssæsonen. Generelt var regnskaberne positive og 74% af selskaberne slog således deres forventninger.

Generelt omkring forventningerne til regnskaberne for 1. kvartal må det dog tilføjes, at de er blev markant nedjusteret i takt med, at tiden nærmede sig regnskabsaflæggelsen. Der skulle således ikke så meget til at tilfredsstille investorerne.

Porteføljen er tungt positioneret mod selskaber, som har fokus på forbrugeren. Særligt i USA, hvor arbejdsløsheden er faldende og lønningerne synes at accelerere svagt opad. Omvendt er eksponeringen mod de mere klassiske selskaber inden for industri, energi og råvarer begrænset. Specielt eksponeringen til den amerikanske forbruger var en af årsagerne til, at Synchrony, som er en af de største positioner i porteføljen, udviste god performance i april måned. Synchrony aflagde endvidere endnu en gang et flot regnskab, hvilket har været tendensen, siden vi købte selskabet i forbindelse med børsnoteringen tilbage i august 2014. Synchrony blev handlet ned i januar på grund af frygt for amerikansk recession. Vi mener fortsat, at Synchrony er en yderst attraktiv investeringscase, idet vores base case scenarie IKKE er en amerikansk recession.

Medivation var også en god performer i april på baggrund af tiltagende rygter om en overtagelse af selskabet.

April måneds bedste performer var Amazon, som aflagde et rigtig flot regnskab, hvilket var med til at underbygge vores store tiltro til forretningsmodellen. Det skal dog understreges, at vi ikke baserer vores beslutninger på enkeltstående kvartalsregnskaber, men derimod fundamentalt set attraktive langsigtede investeringer.

På den negative side faldt det amerikanske pharma selskab Allergan som følge af sammenbruddet af fusionen med Pfizer. Derudover bidrog Xerox negativt, som følge af endnu en negativ regnskabsaflæggelse.



## HØJT UDBYTTE AKTIER

De europæiske aktier steg yderligere 1,8% i april måned målt ved MSCI Europa, net div. (DKK) og hentede dermed lidt mere af tabet fra årets start tilbage. For året har benchmark givet -5,5%.

Det er fortsat meget tydeligt, at markedet har stor fokus på signaler og handlinger fra den europæiske centralbank (ECB) i relation til eventuelle justeringer til den allerede lempelige pengepolitik.

April var præget af, at investorerne var villige til at gå længere ud af risikokurven. Konkret blev dette udtrykt ved, at det endnu engang var selskaber inden for Energi og Materials, der så de største stigninger. Endvidere var der en pæn stigning i udvalgte toneangivende råvarer som eksempelvis olie og jernmalm med stigninger på henholdsvis 50% og 60% målt fra årets lavpunkt.

Regnskabssæsonen er kommet godt i gang. I skrivende stund har omtrent 70% af de europæiske selskaber målt ved DJ Stoxx600 rapporteret resultater for 1.kvartal 2016. 59% af selskaberne i DJ Stoxx600 indekset har slået EPS estimerterne med i gennemsnit 4%. En realiseret gennemsnitlig EPS vækst på -19% år-til-år vidner imidlertid om de meget lave forventninger, der var inddiskonteret forud for regnskabsafslæggelsen. Et generelt træk er, at udviklingen i omsætningen stadig er svag. Således overgår kun 44% af de europæiske selskaber forventninger til salg, som i gennemsnit er faldet med 5% år-til-år. Ovenstående bør man naturligvis have i baghovedet, når konklusionerne omkring regnskabssæsonen drages.

Porteføljens afkast kan i april opgøres til 1,2% mod benchmarks 1,8%. For året har porteføljen givet et afkast på -6,7% svarende til en underperformance på 1,1% i forhold til afkastet for MSCI Europa (DKK).

Periodens performance bærer, ligesom måneden før, præg af en stor undervægt i Materials, hvor især nulvægtene i råvareselskaberne. Eksponeringen til IT sektoren har påvirket den relative performance negativt, da to af vores overvægtede selskaber Microsoft og Xerox faldt oven på regnskaberne. I Microsofts tilfælde var det primært en frygt for, at væksten inden for servers ville blive negativt påvirket af udviklingen inden for cloud. Xerox vil splitte selskabet i to ved udgangen af året. I den forbindelse annoncerede de nogle uventede omkostninger og aflyste samtidig deres aktietilbagekøbsprogram for 2016. Vi valgte at halvere vores vægt i Xerox inden regnskabet ovenpå sidste måneds gode performance. Derved undgik vi den fulde effekt af kursfaldet.

Månedens største positive bidrag kom fra Telekom, hvor især vores eksponering til Telenor og BT bidrog positivt. Telenor leverede et regnskab, som var tilfredsstillende med fortsat god udvikling i bl.a. Norge. BT har de foregående måneder haft en hård periode. Der har været uro omkring mulighederne for fusion af to konkurrenter i mobilmarkedet og fokus på BT's ejerskab af "fastenet" i UK via Openreach. Vi mener stadig, at aktien er billig og forventer kurstigning i forbindelse med en afklaring af de to punkter.



## EUROPA VALUE AKTIER

På såvel de europæiske som globale aktiemarkeder foregår der meget store rotationer på sektor niveau. I år har dette være fokuseret på bl.a. olie og råvaresektorerne, der afkastmæssigt er svinget i takt med disse bevægelser. Selvom der er kraftig modvind i disse sektorer er aktierne fortsat med at stige efter den foreløbige bund blev nået i februar. I april steg Energy og Materials med henholdsvis 8% og 7%.

Porteføljen gav et afkast i april på 1,7%, hvilket kan sammenholdes med et afkast for MSCI Europa (DKK) på 1,8%. For året har porteføljen givet -5,5%, hvilket er på niveau med afkastet for benchmark.

Porteføljen har en neutral sektoreksponering i forhold til benchmark, hvorfor det relative afkast i mindre grad påvirkes af disse sektor rotationer. Dermed kommer aktieudvælgelsen i fokus.

De største bidragsydere i april var DnB Nor (bank), Merck (pharma) og Commerzbank (bank), mens BBVA (bank), Carnival (travel) og TUI (travel) trak ned i afkastet.

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](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.