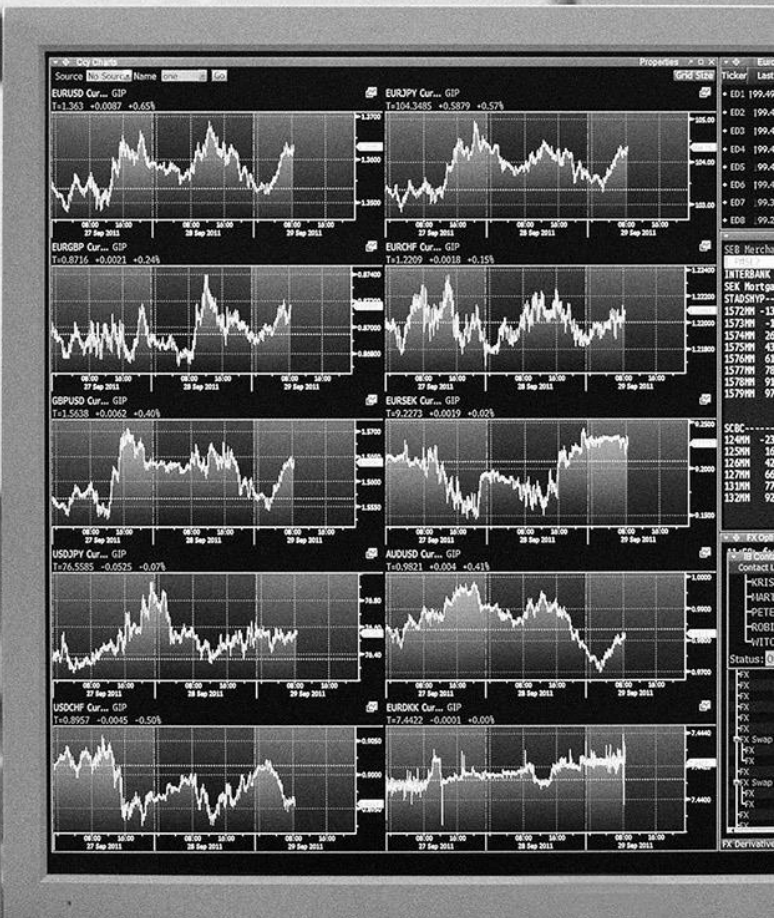
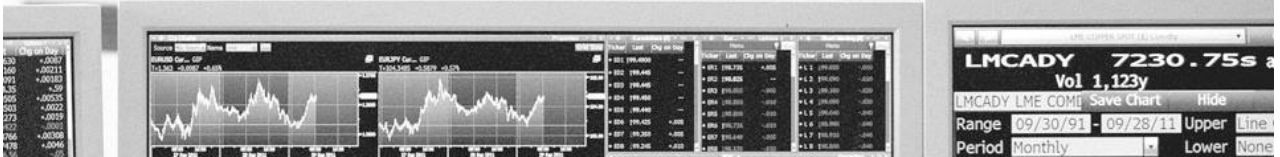


PFA INVEST

NYHEDSBREV – MARTS 2016





MARKEDSKOMMENTAR

Efter en hård start på året har aktiemarkederne haft noget af et comeback siden den 11. februar 2016, hvor en foreløbig bund i markedet blev nået. Der har været tre drivere bag de seneste ugers stigninger: 1. Det amerikanske detailsalg overraskede positivt den 12. februar, hvilket har været med til at reducere investorernes frygt for en amerikansk recession. 2. Pengepolitiske lempelser. Den amerikanske centralbank har signaleret, at der ingen renteforhøjelse kommer i marts, mens Japan har sænket renten til negativt territorium efter europæisk forbillede, mens reservekravet til bankerne i Kina er sænket. Og endelig forventes flere lempelser i eurozonen i næste uge. 3. Investorerne var blevet stærkt pessimistiske efter de kraftige kursfald i august/september og januar/februar. Således var beholdningen af kontanter hos professionelle investorer på det højeste niveau siden 2001!

Udfordringer udspringer fra Kina

Aktiemarkedet fortsætter dermed den volatile og retningsløse stil, som har været kendetegnende siden sommeren 2015. Dengang var det først en græsk og siden en kinesisk tillidskrise, der skabte uroen. Fra årets begyndelse er udfordringerne kommet fra flere sider: Vækstindikatorerne og forventningerne til virksomhedernes indtjening er svækket. Det er især vækstindikatorerne fra de såkaldte Emerging Markets økonomier, der fortsætter med at vise de største svaghedstegn. Faldende vækst i Kina har medvirket til det kraftige fald i råvarepriserne, hvilket svækker væksten og efterspørgslen i de råvareproducerende økonomier, der så igen reducerer efterspørgslen efter kinesiske varer. Kreditinstituttet Moodys har sænket outlook for Kinas kreditvurdering og det kinesiske aktiemarked har - uden konkurrence - været verdens dårligste i år! Det er således tydeligt, at uroen på det globale aktiemarked tager sit afsæt i et Kina, der nu skal håndtere bagsiden af de seneste 30 års vækstmirakel med kraftig gældsopbygning, overkapacitet i mange sektorer og en overvurderet valuta til følge.

Den amerikanske forbruger har stadig medvind

I USA er billedet mere positivt. Forbrugertilliden er ganske vist blevet negativt påvirket af de faldende aktiekurser, ligesom fremstillingssektoren møder modstand fra blandt andet den stærke dollar. Men salget af biler steg i februar måned til det højeste i 16 år, hvilket står i skærende kontrast til den stigende frygt for en amerikansk recession. Forbruget understøttes af fremgang på job- og boligmarkedet, faldende oliepriser, stigende vilje til udlån i de amerikanske banker samt den laveste rentebyrde i mands minde.

ECB vil stimulere yderligere i marts

Et stærkt første halvår i 2015 samt fortsatte massive pengepolitiske lempelser fra ECB sikrede sammen med solide tegn på stigende vækst, pæne afkast til europæiske aktier i 2015.

Det seneste halve år har dog været langt mere udfordrende for de europæiske aktiemarkeder. Indtjeningsvæksten i virksomhederne har skuffet, hvilket blandt andet hænger sammen med, at mange af de børsnoterede virksomheder i Europa enten er store virksomheder inden for fremstillingssektoren eller har eksport til Emerging Markets. Bankernes tab på udlån er nok faldet, men de kæmper fortsat med at bygge kapital op til at kunne modstå de nye strenge kapitalkrav, samtidig med at de oplever yderst begrænset væksten i den basale bankforretning. Vækstindikatorerne fra de europæiske virksomheder peger på, at momentum er aftagende også i Europa. Det er således den indenlandske efterspørgsel, der udvikler sig bedst understøttet af stigende appetit på udlån i bankerne, stigende beskæftigelse samt at vækstindikatorerne fra virksomhederne - om end de er aftagende - stadig er positive i alle europæiske lande - undtaget Grækenland. Vi forventer, at pengepolitikken lempes yderligere af ECB ved mødet den 10. marts. Om det kan give et mere varigt løfte i aktiekurserne afhænger af, hvorvidt vækstindikatorerne også vil løfte sig.



MARKEDSKOMMENTAR

Hvad skal der til, hvis aktierne atter skal have vinger?

Der er flere potentielt løfterige tegn. Aktiekurserne er korrigeret mærkbart siden sidste sommer, hvilket illustrerer, at forventningerne til virksomhedernes indtjening er sænket markant.

Holder den amerikanske økonomi sig ude af recession, er det vores vurdering, at de fleste dårlige nyheder er indregnet i de aktuelle aktiekurser. Amerikanske nøgletal har på det seneste vist visse tegn på bedring.

I Europa er de økonomiske takter relativt gode og pengepolitikken meget lempelig. Men både truslen om Brexit og immigrations- og flygtningepresset mod Europa skal håndteres, hvis ikke Europa endnu en gang skal skabe negativ stemning på de finansielle markeder.

Myndighederne i Kina synes i en vis udstrækning at have kapituleret, hvilket giver sig udtryk ved, at de stimulerer bredt både via finans- og pengepolitikken. Spørgsmålet er, hvilken effekt det vil have? Privatforbruget og boligmarkedet peger fortsat op. Men et mere varigt løft af aktiekurserne kræver reelle tegn på, at væksten i Kina bliver bredere funderet. I den sammenhæng er en mere positiv tone på råvaremarkederne afgørende for, at investorerne får et mere positivt syn på Kina, hvilket vil skabe stabilisering af valutareserverne og valutakursen. Det sidste mangler vi endnu at se!

Aktier bevæger sig sidelæns med store udsving

Hvad betyder alt det for aktiemarkederne? Vi tror grundlæggende, at aktierne befinder sig i en sidelæns bevægelse i et ret bredt interval. I forhold til det amerikanske aktieindeks S&P 500, ligger bunden omkring 1820, som blev testet i årets to første måneder. Toppen af intervallet blev testet sidste sommer, hvor markedet toppede ud omkring 2120. Aktuelt handler markedet i midten af dette interval (1993). Der skal formentlig ganske meget til at bryde intervallet opad, da gode nyheder fremover har en pris. Prisen bliver udtrykt ved, at den amerikanske centralbank - Fed - ønsker at hæve renten. Og i modsætning til tidligere begynder den at kunne finde belæg i inflationstallene for at gøre det. Omvendt blev bunden af dette interval testet under meget stor pessimisme i flere omgange. Der skal således ske en yderligere forværring af nyhedsstrømmen, hvis aktiekurserne skal lave nye og lavere bunde.



AFKASTOVERSIGT 2016 - PFA INVEST

PFA INVEST AFDELINGER	Afkast Februar	Afkast 2016	Afkast 2015	Afkast 2014	Afkast siden start	Start
PFA Invest Balance A	0,1%	-1,1%	7,1%	12,4%	19,1%	28-01-2014
PFA Invest Balance B	-0,4%	-3,8%	10,3%	15,4%	39,1%	01-10-2012
PFA Invest Balance C	-0,7%	-5,6%	-0,9%	N/A	-6,4%	05-05-2015
PFA Invest Globale Aktier (D)	-0,7%	-8,3%	17,7%	18,5%	60,9%	01-10-2012

PFA Invest Korte Obligationer	0,1%	0,5%	-1,4%	2,3%	2,8%	01-10-2012
PFA Invest Lange Obligationer	0,5%	2,0%	-1,1%	5,6%	8,3%	01-10-2012
PFA Invest Kreditobligationer	0,1%	0,5%	7,8%	19,4%	27,6%	01-10-2012
PFA Invest Danske Aktier	-1,3%	-4,7%	36,4%	17,9%	110,8%	01-10-2012
PFA Invest Højt Udbytte Aktier	-3,2%	-8,5%	11,4%	8,2%	32,2%	20-12-2012
PFA Invest Europa Value Aktier	-2,3%	-8,3%	14,1%	-0,9%	3,6%	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

Den første del af februar fortsatte, hvor januar sløj, med store kursfald på verdens aktie- og kreditmarkeder. I samme periode blev USD svækket og renten på statsobligationer faldt.

11. februar markerede et foreløbigt lavpunkt for aktiemarkederne. På det tidspunkt havde eksempelvis det europæiske aktiemarked tabt cirka 18% siden primo januar og dermed cirka 12% alene i de første elleve dage af februar! Til sammenligning var henholdsvis amerikanske og danske aktier faldet cirka 10,5% og 11,5%, da det så værst ud.

En brat vending i markedet gennem den sidste del af februar gjorde, at februar samlet set endte med mindre negative afkast, jf. neden for.

Den større risikoappetit i sidste halvdel af februar afstedkom, at rentefaldet for måneden blev marginalt, ligesom USD sluttede med en stigning mod DKK på 0,3%.

Kreditspændet har været under stærkt pres gennem de første to måneder af 2016. Mønstrer her var det samme som for aktiemarkedet. Den stærke vending i sidste halvdel af februar endte imidlertid med at sikre et positivt afkast på såvel Investment Grade, High Yield og Emerging Market Bonds. For 2016 har Investment Grade og Emerging Market Bonds givet et positivt afkast, mens High Yield stadig må notere sig negative absolutte afkast for året.



Generelt gik vi ind i 2016 med en mindre aktieovervægt. Dette i forventning om en positiv start på året baseret på, hvad der lignede et oversolgt aktiemarked i slutningen af 2015. Under de voldsomme kursfald i den første del af februar, valgte vi ikke at foretage justeringer af porteføljens aktieandel, hvilket bevirkede, at den relative aktieandel i porteføljen faldt. Den 10. februar valgte vi imidlertid aktivt at øge risikoen i porteføljen ved at købe aktier svarende til 2%-point. På dette tidspunkt var det vores vurdering, at kursfaldene mest af alt lignende en overreaktion. Derved blev porteføljens aktieandel igen højere end den fastsatte andel i benchmark.

Det samlede porteføljeafkast kan i februar opgøres til 0,1%, hvilket er identisk med afkastet på benchmark. År til dato er afkastet -1,1% mod -0,6% på benchmark.

Renterne faldt gennem februar, hvilket sikrede et afkast på 0,4% på porteføljens andel af traditionelle stats- og realkreditobligationer. Til sammenligning gav benchmark 0,7%. Periodens underperformance kan primært henføres til overvægten af realkreditobligationer. Med det kraftige rentefald i januar har obligationsporteføljen for året givet et afkast på 1,7%, hvilket er 0,5%-point mindre end benchmark. Ultimo perioden udgør andelen af traditionelle obligationer 35,2%, hvilket er knap 5%-point mindre end andelen i det opstillede benchmark.

Porteføljen af kreditobligationer gav samlet set et afkast på 0,2% mod 0,4% for benchmark. Den bedste aktivklasse inden for kreditobligationer var i perioden Emerging Market obligationer. Periodens underperformance skyldes papirudvælgelsen inden for Investment Grade og High Yield, hvor porteføljens investering i førstnævnte gav -0,2% i februar, mens andelen i High Yield gav -0,4%. Til sammenligning gav benchmark henholdsvis 0,3% og 0,1%. Ultimo februar udgjorde kreditobligationer samlet 34,4% af porteføljen.

Den samlede aktieportefølle har i februar givet et afkast på -1,3%, hvilket er på niveau med afkastet på MSCI World, der er porteføljens benchmark. Vægtningen mod Højt Udbytte aktier og europæiske value aktier har bidraget negativt, mens aktieudvælgelsen inden for den globale aktieportefølle har bidraget marginalt positivt. Årets aktieafkast kan opgøres til -8,2% mod benchmarks -6,8%. Ultimo perioden udgør aktieandelen 27,4%.

Allokering:

Aktieandelen blev øget den 10. februar 2016 efter markante aktiekursfald i den første del af februar.

Strategi:

Ved udgangen af februar var aktier overvægtet med 2,4%-point. Vi er bevidste om, at en række af de faresignaler, som blussede op ved indgangen til 2016 (manglende vækstacceleration i USA, frygt for kinesisk devaluering, faldende kinesisk vækst, faldende ISM tal, flygtninge og emigrationskrisen i Europa mv.) stadig verserer. Omvendt var det vores vurdering, at de meget store aktiekursfald over det korte tidsinterval mere var psykologisk betinget end en fundamentalt ændret holdning i markedet omkring et sammenbrud i verdensøkonomien med udbredt recession til følge. Således vurderede vi, at der ville være en stor sandsynlig for et "re-bounce", når markederne faldt til ro igen. Indtil videre har den teori holdt stik.

På rentesiden holder vi fast i en varighed, der er længere end vores benchmark, ligesom vi fortsat vælger at holde en forholdsvis høj andel af kreditobligationer. Sidstnævnte er i vid udstrækning en substitution for eksponering mod traditionelle stats- og realkreditobligationer.



BALANCE B

Den første del af februar fortsatte, hvor januar slap, med store kursfald på verdens aktie- og kreditmarkeder. I samme periode blev USD svækket og renten på statsobligationer faldt.

11. februar markerede et foreløbigt lavpunkt for aktiemarkederne. På det tidspunkt havde eksempelvis det europæiske aktiemarked tabt cirka 18% siden primo januar og dermed cirka 12% alene i de første 11 dage af februar! Til sammenligning var henholdsvis amerikanske og danske aktier faldet cirka 10,5% og 11,5%, da det så værst ud.

En brat vending i markedet gennem den sidste del af februar gjorde, at februar samlet set endte med mindre negative afkast, jf. neden for.

Den større risikoappetit i sidste halvdel af februar afstedkom, at rentefaldet for måneden blev marginalt, ligesom USD sluttede med en stigning mod DKK på 0,3%.

Kreditspændet har været under stærkt pres gennem de første to måneder af 2016. Mønstret her var det samme som for aktiemarkedet. Den stærke vending i sidste halvdel af februar endte imidlertid med at sikre et positivt afkast på såvel Investment Grade, High Yield og Emerging Market Bonds. For 2016 har Investment Grade og Emerging Market Bonds givet et positivt afkast, mens High Yield stadig må notere sig negative absolutte afkast for året.

Generelt gik vi ind i 2016 med en mindre aktieovervægt. Dette i forventning om en positiv start på året baseret på, hvad der lignede et oversolgt aktiemarked i slutningen af 2015. Under de voldsomme kursfald i den første del af februar, valgte vi ikke at foretage justeringer af porteføljens aktieandel, hvilket bevirkede, at den relative aktieandel i porteføljen faldt. Den 10. februar valgte vi imidlertid aktivt at øge risikoen i porteføljen ved at købe aktier svarende til 2%-point. På dette tidspunkt var det vores vurdering, at kursfaldene mest af alt lignede en overreaktion. Derved blev porteføljens aktieandel igen højere end den fastsatte andel i benchmark.

Det samlede porteføljeafkast kan i februar opgøres til -0,4%, hvilket er identisk med afkastet på benchmark. År til dato er afkastet -3,8% mod -3,1% på benchmark.

Renterne faldt gennem februar, hvilket sikrede et afkast på 0,4% på porteføljens andel af traditionelle stats- og realkreditobligationer. Til sammenligning gav benchmark 0,7%. Periodens underperformance kan primært henføres til overvægten af realkreditobligationer. Med det kraftige rentefald i januar har obligationsporteføljen for året givet et afkast på 1,8%, hvilket er 0,4%-point mindre end benchmark. Ultimo perioden udgør andelen af traditionelle obligationer 23,7%, hvilket er 1%-point mindre end andelen i det opstillede benchmark.

Porteføljen af kreditobligationer gav samlet set et afkast på 0,2% mod 0,5% for benchmark. Den bedste aktivklasse inden for kreditobligationer var i perioden Emerging Market obligationer. Periodens underperformance skyldes papirudvælgelsen inden for Investment Grade og High Yield, hvor porteføljens investering i førstnævnte gav -0,2% i februar, mens andelen i High Yield gav -0,4%. Til sammenligning gav benchmark henholdsvis 0,3% og 0,1%. Ultimo februar udgjorde kreditobligationer samlet 18,4% af porteføljen.

Den samlede aktieporteføje har i februar givet et afkast på -1,2%, hvilket er på niveau med afkastet på MSCI World, der er porteføljens benchmark. Vægtningen mod Højt Udbytte aktier og europæiske value aktier har bidraget negativt, mens aktieudvælgelsen inden for den globale aktieporteføje har bidraget marginalt positivt. Årets aktieafkast kan opgøres til -7,9% mod benchmarks -6,8%. Ultimo perioden udgør aktieandelen 56,5%.



Alokering:

Aktieandelen blev øget den 10. februar 2016 efter markante aktiekursfald i den første del af februar.

Strategi:

Ved udgangen af februar var aktier overvægtet med 1,5%-point. Vi er bevidste om, at en række af de faresignaler, som blussede op ved indgangen til 2016 (manglende vækstacceleration i USA, frygt for kinesisk devaluering, faldende kinesisk vækst, faldende ISM tal, flygtninge og emigrationskrisen i Europa mv.) stadig verserer. Omvendt var det vores vurdering, at de meget store aktiekursfald over det korte tidsinterval mere var psykologisk betinget end en fundamentalt ændret holdning i markedet omkring et sammenbrud i verdensøkonomien med udbredt recession til følge. Således vurderede vi, at der ville være en stor sandsynlighed for et "re-bounce", når markederne faldt til ro igen. Indtil videre har den teori holdt stik.

På rentesiden holder vi fast i en varighed, der er længere end vores benchmark, ligesom vi fortsat vælger at holde en forholdsvis høj andel af kreditobligationer. Sidstnævnte er i vid udstrækning en substitution for eksponering mod traditionelle stats- og realkreditobligationer.

BALANCE C*

Den første del af februar fortsatte, hvor januar slap, med store kursfald på verdens aktie- og kreditmarkeder. I samme periode blev USD svækket og renten på statsobligationer faldt.

11. februar markerede et foreløbigt lavpunkt for aktiemarkedene. På det tidspunkt havde eksempelvis det europæiske aktiemarked tabt cirka 18% siden primo januar og dermed cirka 12% alene i de første 11 dage af februar! Til sammenligning var henholdsvis amerikanske og danske aktier faldet cirka 10,5% og 11,5%, da det så værst ud.

En brat vending i markedet gennem den sidste del af februar gjorde, at februar samlet set endte med mindre negative afkast, jf. neden for.

Den større risikoappetit i sidste halvdel af februar afstedkom, at rentefaldet for måneden blev marginalt, ligesom USD sluttede med en stigning mod DKK på 0,3%.

Kreditspændet har været under stærkt pres gennem de første to måneder af 2016. Mønstrer her var det samme som for aktiemarkedet. Den stærke vending i sidste halvdel af februar endte imidlertid med at sikre et positivt afkast på såvel Investment Grade, High Yield og Emerging Market Bonds. For 2016 har Investment Grade og Emerging Market Bonds givet et positivt afkast, mens High Yield stadig må notere sig negative absolutte afkast for året.

Generelt gik vi ind i 2016 med en mindre aktieovervægt. Dette i forventning om en positiv start på året baseret på, hvad der lignede et oversolgt aktiemarked i slutningen af 2015. Under de voldsomme kursfald i den første del af februar, valgte vi ikke at foretage justeringer af porteføljens aktieandel, hvilket bevirkede, at den relative aktieandel i porteføljen faldt. Den 10. februar valgte vi imidlertid aktivt at øge risikoen i porteføljen ved at købe aktier svarende til 2%-point. På dette tidspunkt var det vores vurdering, at kursfaldene mest af alt lignede en overreaktion. Derved blev porteføljens aktieandel igen højere end den fastsatte andel i benchmark.

Det samlede porteføljefkast kan i februar opgøres til -0,7%, hvilket er identisk med afkastet på benchmark. År til dato er afkastet -5,6% mod -4,7% på benchmark.



Renterne faldt gennem februar, hvilket sikrede et afkast på 0,4% på porteføljens andel af traditionelle stats- og realkreditobligationer. Til sammenligning gav benchmark 0,7%. Periodens underperformance kan primært henføres til overvægten af realkreditobligationer. Med det kraftige rentefald i januar har obligationsporteføljen for året givet et afkast på 1,8%, hvilket er 0,4%-point mindre end benchmark. Ultimo perioden udgør andelen af traditionelle obligationer 13,0%, hvilket er 2%-point mindre end andelen i det opstillede benchmark.

Porteføljen af kreditobligationer gav samlet set et afkast på 0,1% mod 0,5% for benchmark. Den bedste aktivklasse inden for kreditobligationer var i perioden Emerging Market obligationer. Periodens underperformance skyldes papirudvælgelsen inden for Investment Grade og High Yield, hvor porteføljens investering i førstnævnte gav -0,2% i februar, mens andelen i High Yield gav -0,4%. Til sammenligning gav benchmark henholdsvis 0,3% og 0,1%. Ultimo februar udgjorde kreditobligationer samlet 9,1% af porteføljen.

Den samlede aktieporteføje har i februar givet et afkast på -1,3%, hvilket er på niveau med afkastet på MSCI World, der er porteføljens benchmark. Vægtningen mod Højt Udbytte aktier og europæiske value aktier har bidraget negativt, mens aktieudvælgelsen inden for den globale aktieporteføje har bidraget marginalt positivt. Årets aktieafkast kan opgøres til -7,8% mod benchmarks -6,7%. Ultimo perioden udgør aktieandelen 76,9%.

Allokering:

Aktieandelen blev øget den 10. februar 2016 efter markante aktiekursfald i den første del af februar.

Strategi:

Ved udgangen af februar var aktier overvægtet med 1,9%-point. Vi er bevidste om, at en række af de faresignaler, som blussede op ved indgangen til 2016 (manglende vækstacceleration i USA, frygt for kinesisk devaluering, faldende kinesisk vækst, faldende ISM tal, flygtninge og emigrationskrisen i Europa mv.) stadig verserer. Omvendt var det vores vurdering, at de meget store aktiekursfald over det korte tidsinterval mere var psykologisk betinget end en fundamentalt ændret holdning i markedet omkring et sammenbrud i verdensøkonomien med udbredt recession til følge. Således vurderede vi, at der ville være en stor sandsynlig for et "re-bounce", når markederne faldt til ro igen. Indtil videre har den teori holdt stik.

På rentesiden holder vi fast i en varighed, der er længere end vores benchmark, ligesom vi fortsat vælger at holde en forholdsvis høj andel af kreditobligationer. Sidstnævnte er i vid udstrækning en substitution for eksponering mod traditionelle stats- og realkreditobligationer.

KORTE OBLIGATIONER

Afkastet i februar kan opgøres til 0,1%, hvilket er identisk med afkastet for det opstillede benchmark. Dermed har afdelingen givet et afkast på 0,5% for året, hvilket er 0,3%-point mere end 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, hvorved rentekurven er fladet markant. Spændet på konverterbare realkreditobligationer er også kommet skidt fra start og er udvidet markant gennem både januar og februar måned. Dette har dog ikke været tilfældet for de kortere rentetilpasningsobligationer.

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 februar kan opgøres til 0,5%, hvilket er på niveau med afkastet for det opstillede benchmark. Dermed har afdelingen givet et afkast på 2,0% for året, hvilket er 0,2%-point mindre end 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, og dermed er rentekurven fladet markant i starten af 2016. Spændet på konverterbare realkreditobligationer er også kommet skidt fra start og er udvidet markant over både januar og februar måned. Dette har dog ikke været tilfældet for de kortere rentetilpasningsobligationer.

Porteføljen har i perioden fastholdt sin primære overvægt i 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 februar opgøres til 0,1%, hvilket er 0,4%-point mindre end afkastet på det opstillede benchmark, der gav 0,5%. Dermed har afdelingen givet et afkast på 0,6% for året, hvilket er på niveau med benchmark.

Målt i danske kroner er periodens afkast positivt påvirket af det faldende renteniveau og den marginalt styrkede USD mod DKK.

Februar bød på meget store udsving i markedet for kreditobligationer: Takket være en stærk afslutning på måneden med en betydelig indsnævring af kreditspændet på især de mest risikofyldte aktivklasser, endte februar med et positivt absolut afkast. Ved indgangen til marts hersker der fortsat stor usikkerhed omkring den økonomiske vækst i Kina samt konsekvenserne heraf for den globale økonomi. Det store fald i de kinesiske valutareserver havde en negativ afsmittning på markedet i begyndelsen af måneden.

Målt på benchmarkniveau gav alle tre kreditsegmenter et positivt afkast, idet Emerging Market obligationer dog klarede sig bedst. Porteføljen af Investment Grade gav et afkast på -0,2% mod benchmarks 0,3%, mens High Yield Bonds gav -0,4% mod benchmarks 0,1%. Porteføljen af Emerging Market obligationer trak det samlede porteføljeafkast i plus med et afkast på 1,3%, hvilket er på niveau med afkastet for det opstillede benchmark.

Kreditspændet inden for Investment Grade blev udvidet gennem februar, hvorfor det positive afkast på benchmark kommer fra det faldende renteniveau. Det var især Deutsche Banks store nedskrivning på Postbank, som satte gang i spekulationerne omkring, hvorvidt banken vil være i stand til at betale kupon på sine efterstillede obligationer/gæld (AT1). Denne frygt spredtes til resten af markedet for høj-beta bankobligationer. Virksomheder med hovedsæde i England var også i fokus på baggrund af risikoen for, at England ved en afstemning senere på året måtte vælge at forlade Den Europæiske Union - dette fænomen benævnes "Brexit".

Obligationer fra Emerging Markets lande har været i centrum, da mange lande er mere direkte forbundet til den økonomiske udvikling i Kina, herunder især udviklingen i de globale råvarepriser. Men frasalget af især aktivklassen gennem januar havde samtidig presset kreditspændet op på et meget højt niveau, som nåede sin foreløbige top i februar. I fraværet af nyheder og et generelt mere risikovilligt marked oplevede kreditobligationer fra Emerging Markets en meget stærk måned. Porteføljen er især positioneret mod de større og bedre kreditter/højere ratede lande inden for Emerging Markets. Vi ser konstruktivt på Emerging Market obligationer generelt, men ønsker ikke en nævneværdig grad af eksponering mod de svageste økonomier.



DANSKE AKTIER

Det danske aktiemarked fortsatte den faldende trend fra januar. Dog opdelt i en meget negativ første halvdel af februar og en markant vending til det mere positive i sidste halvdel af måneden. Da det så værst ud i midten af februar, var danske aktier faldet med mere end 13%.

Afkastet i februar kan opgøres til -1,3%, hvilket er 0,6%-point mindre end benchmark. For året har porteføljen af danske aktier givet et afkast på -4,6%, hvilket er at finde i den bedre ende af det globale aktieunivers.

Februar er en stor regnskabsmåned. Novo Nordisk havde en stor påvirkning på indekset i februar med et fald på 6%. De kom med en ventet justering af deres langsigtede mål, hvilket skuffede markedet. Ved annonceringen faldt aktien uhørte 18%! Dette rettede sig dog noget i sidste halvdel af måneden. Foruden selskabsspecifikke forhold relateret til Novo, blev aktien ramt af en større sektorrotation, hvor investorerne søgte ud af sundhedsrelaterede selskaber.

Bankerne skuffede generelt på deres nettorenteindtægter. Banksektoren er ramt af de meget lave renter. Som kompensation herfor er de godt i gang med at øge indtægten fra gebyrerne i stedet. En øvelse, der tager lidt tid, før det slår igennem på regnskabstallene.

Regnskabet fra Vestas var præget af en stærk ordrebook, hvilket aktiemarkedet belønnede med en stigende aktiekurs. GN Store Nord var et andet selskab der overraskede positivt. Væksten inden for høreapparater var bedre end ventet.

De største positive bidragsydere til periodens relative afkast var GN Store Nord, Schouw & Co samt Pandora, mens selskaber som Lundbeck, SimCorp og Genmab trak ned.

GLOBALE AKTIER

Porteføljen af globale aktier gav i februar et afkast på -0,7%, hvilket er 0,5%-point mere end benchmark. For året har porteføljen givet et afkast på -8,3%, hvilket er 1,6%-point lavere end afkast på MSCI World (DKK).

Den negative markedsstemning fra januar fortsatte i første halvdel af februar, hvor globale aktier og olien var under pres. Investorerne holdt historisk høje kontantandele. Niveauer, der senest er set tilsvarende i 2001. Bevægelserne i globale aktier har været domineret af ekstreme udsving i faktorer; (defensiv) kvalitet er således historisk dyrt prissat, mens Value aktier er historisk billige. Dette er også tilfældet intrasektor, hvor man typisk ser mean reversion, mens divergens på geografi og sektor oftere kan være mere vedvarende.

Det globale aktiemarked målt ved MSCI World (DKK) faldt således i februar med 1,2%. Målt ved de store regionale aktieindeks var faldene til sammenligning: Nordamerikanske aktier -0,5%, europæiske aktier -2,3% og japanske aktier -3,2%. De hårdt prøvede aktier fra Emerging Markets faldt med -0,6 %.

Markedspanikken aftog fra midten af februar, hvor specielt amerikanske aktier kom stærkt tilbage, hvilket smittede af på resten af verdens aktiemarkeder. Olien ser ud til at have stabiliseret sig ved udgangen af februar. På nøgletalsfronten aftog momentum i Europa, mens billedet var mere blandet i USA. De amerikanske nøgletal har mod slutningen af februar og starten af marts udvist positivt momentum, hvilket alt andet lige reducerer sandsynligheden for, at USA er på vej mod recession. Det forventes på trods heraf ikke, at FED hæver renten ved det kommende møde den 16. marts. Risikoen i Europa virker umiddelbart markant de kommende måneder. Dette med flygtninge og migrationssituationen i baghovedet samtidig med, at risikoen for, at England vælger at stemme for at forlade EU, er reel og svær helt at vurdere effekten af.

Afdelingen er tungt positioneret mod selskaber, som har fokus på forbrugeren, mens eksponeringen mod de mere klassiske selskaber inden for industri, energi og råvarer er begrænset. Faktormæssigt er afdelingen positioneret mod cyklisk kvalitet med en value bias. PFA Invest Globale aktier har udnyttet markedstumulten til at købe yderligere op i selskaber, der er blevet solgt uforholdsmæssigt fra i første del af året. I den sammenhæng kan nævnes selskaber som Amazon, Ally Financial, Whirlpool og Synchrony.



Positive bidragsydere til periodens relative afkast var Norwegian Cruise Line, Whirlpool og Ally Financial, mens Google, Synchrony og Hengan bidrog negativt.

HØJT UDBYTTE AKTIER

I en måned præget af voldsomme udsving opdelt i "to halvdele" gav afdelingen et afkast for februar på -3,3% mod benchmarks -2,3 svarende til en underperformance på 1,0%-point. For året har afdelingen givet et afkast på -8,5% mod benchmarks -8,3%.

De europæiske aktier fortsatte deres fald i første halvdel af februar, primært drevet af en faldende oliepris og en manglende tro på centralbankernes evne til fortsat at simulere økonomien alene gennem lavere renter. Specielt de europæiske banker havde en hård start på måneden efter Bank of Japans annoncering om negativ indlånsrente, mens de mere defensive sektorer outperformede. Anden halvdel af måneden var præget af mere optimisme primært drevet af bedre økonomiske nøgletal, der indikerede, at tilbagegangen i 4. kvartal var midlertidig. Mod månedsafslutningen var det de mere råvarerelaterede og cykliske sektorer, der klarede sig bedst.

Porteføljens fokus på aktier med et attraktivt og stabilt udbytte giver naturligt en eksponering mod selskaber med en mere defensiv og stabil profil. Denne type selskaber har underperformeret markedet i februar, mens mere cykliske aktier, hvor porteføljen er undervægtet, har outperformeret.

På sektorniveau er de største positive bidrag kommet fra eksponeringen til Finans, som er overvægtet via de mere stabile retailbanker, som eksempelvis Danske Bank og Lloyds. Dette på bekostning af de mere konjunkturfølsomme investeringsbanker. De største negative bidrag er kommet fra eksponeringen til cyklisk forbrug, hvor en af porteføljens selskaber, Hugo Boss, kom med en profitwarning mod slutningen af måneden med en efterfølgende stor negativ kursreaktion til følge.

EUROPA VALUE AKTIER

Porteføljen af europæiske Value aktier gav et afkast for februar på -2,3%, hvilket var identisk med afkastet på benchmark. Dermed kan afkastet for året opgøres til -8,4% - identisk med afkastet på benchmark.

De faldende aktiekurser på europæiske aktier fra januar fortsatte ind i februar. Da det europæiske aktiemarked kulminerede i midten af februar var faldet cirka 11%.

Der var meget store rotationer i markedet inden for perioden. Eksempelvis faldt en ellers defensiv sektor som Forsyning med 5%, mens mere cykliske sektorer som Materialer og Energi steg. Bankerne var hårdt presset blandt andet på frygt for tabsgivende lån ydet til energisektoren samt udsigten til endnu mere negative renter i Europa efter ECB's rentemøde den 10. marts.

Ser man på de stilfaktorer, som porteføljen er eksponeret til – eksempelvis value og kvalitet - så klarede de sig dårligere end det generelle marked i februar. Dette kan illustreres ved, at eksempelvis mineselskaber steg kraftigt i februar, hvilket Glencore (+50% i februar) er et eksempel på. Dette uden at det egentlig går bedre i minesektoren. Det er således store periodevise udsving inden for sektorer og på tværs af de forskellige stilfaktorer.

Periodens største positive bidragsydere var Mondi, Carnival og Lloyds, mens Aegon, Phillips og Gas Naturalk trak ned i det relative afkast.

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.