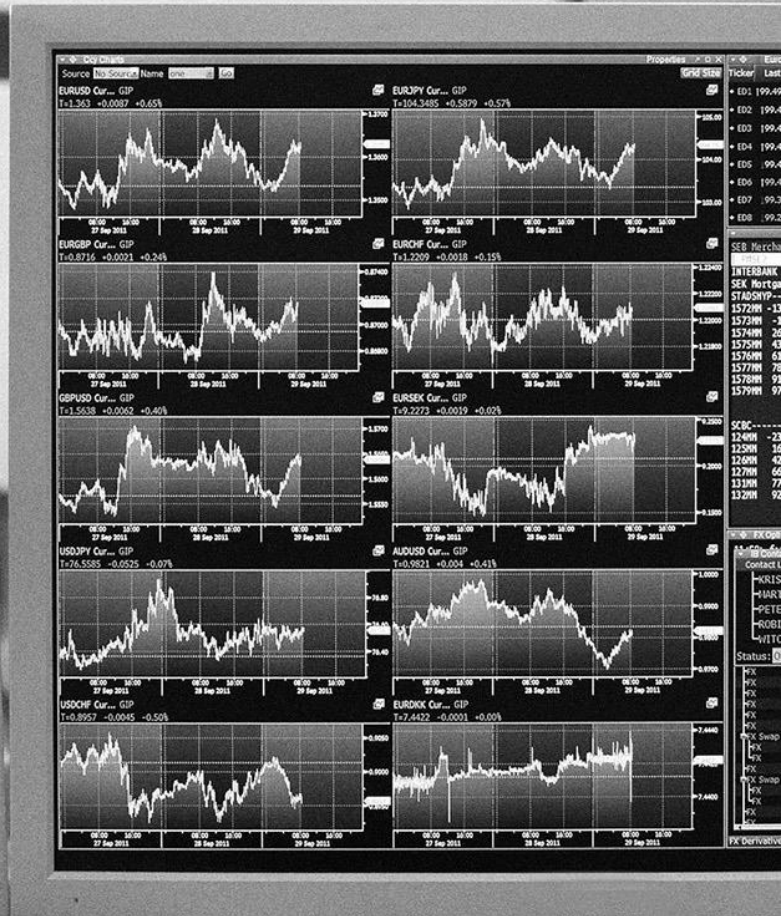
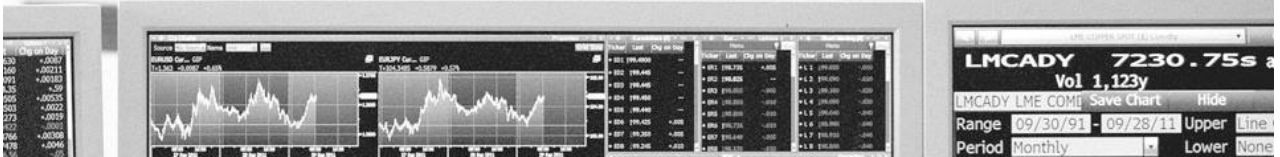


# PFA INVEST

## NYHEDSBREV - NOVEMBER 2014





## MARKEDSKOMMENTAR – NOVEMBER 2014

### Oktober præget af kraftige markedsbevægelser

De finansielle markeder har oplevet to stresstests i oktober – den ene af bankerne i Europa og den anden af aktiemarkederne – begge blev bestået. Aktiemarkederne blev i den første halvdel af oktober ramt af den største korrektion i år drevet af frygt for en ny europæisk recession, spredning af ebola, konflikten med Rusland mv. Uroen kulminerede, da den amerikanske detailomsætning for september viste et uventet fald. Det skabte frygt for, at ikke kun Europa var ramt, men at der dermed var revner i det fundament de fleste baserer deres positive forventninger på, nemlig det amerikanske opsving.

Efterfølgende har aktierne dog rettet sig. De amerikanske nøgletal har generelt overrasket positivt, og det samme gælder de amerikanske regnskaber for 3. kvartal. I Europa er frygten for en ny recession reduceret. Vækstindikatorerne fra fremstillingsvirksomhederne for oktober var bedre end ventet, tilliden i servicevirksomhederne er stabil og ligger på et væsentligt højere niveau end under recessionen i 2012/13, og det samme gælder forbrugertilliden. Dertil kommer, at centralbankerne i både USA og Europa har signaleret, at de om nødvendigt er villige til yderligere lempelser af pengepolitikken. Det har samlet set resulteret i et stærkt comeback på aktiemarkederne i den sidste halvdel af oktober.

### Europa: Fortsat pres fra svag vækst og lav inflation

Europas problem er en kombination af svag vækst og en inflation, der er så lav, at det nærmer sig deflation – altså faldende priser. Det kommer efter en lang periode, hvor en kraftig forbedring af betalingsbalancerne i periferien og pengepolitiske signaler fra den europæiske centralbankchef Draghi har sænket renteniveauerne i periferien kraftigt. Den lave vækst illustrerer, at Europa har brug for mere end det.

Siden sommeren har en række potentielle drivkræfter imidlertid udviklet sig positivt for væksten i den globale økonomi, herunder ikke mindst i Europa. Olieprisen er faldet med i størrelsesordenen 20%, renterne er faldet stimuleret af støtteopkøb af obligationer i Europa, og euroen er faldet med omkring 10% overfor USD.

### Global vækst fortsat understøttet af de toneangivende centralbanker

Opsvinget i USA vurderes af den amerikanske centralbank, Fed, til at være tilstrækkeligt selv bærende til, at de har fjernet de sidste støtteopkøb af obligationer. Samtidig vurderer Fed, at arbejdsmarkedet er på rette spor, og dermed er der åbnet for, at næste skridt bliver at hæve renten.

Men samtidig med at Fed stopper sine obligationskøb har den europæiske centralbank, ECB, påbegyndt sit nye købsprogram, og den japanske centralbank har den 31. oktober meddelt, at den øger sine opkøb af obligationer. Dermed er der fortsat udsigt til, at flere af de toneangivende centralbanker, herunder specielt den europæiske og japanske centralbank, fortsat vil være med til at holde en understøttende hånd under risikofyldte aktivklasser ved at foretage fortsatte støtteopkøb af obligationer.

### Forventninger

Vi forventer en positiv afslutning på året indenfor risikofyldte aktivklasser. De amerikanske virksomheder foretager normalt en fjerdedel af årets tilbagekøb af aktier i november og december. Dernæst ligger globale fund managers med større beholdninger af kontanter end normalt. I takt med at aktiemarkederne atter viser positive takter, får de typisk mere appetit på at investere disse penge i aktier. Dertil kommer at perioden november til januar traditionelt er den bedste tre måneders periode for aktier. Endelig er nyhedsstrømmen forbedret, og i Japan bærer centralbanken og verdens største offentlige pensionsfond yderligere brænde til bålet.

Markedernes fokus vil også i den kommende tid være rettet mod signaler fra centralbankerne og de makroøkonomiske nøgletal. De største risikomomenter er yderligere tegn på vækststopbremsning i Europa og Kina, som kan stimulere frygten for en ny recession i Europa og en hård landing i Kina.

Allokeringsmæssigt er vi positive på aktier og kredit, og neutrale til undervægtede på obligationer.





## AFKASTOVERSIGT 2014 - PFA INVEST

PFA INVEST AFDELINGER	Afkast oktober	Afkast 2014	Benchmark 2014	Merperformance 2014
PFA Invest Balance A	0,9%	10,9%	10,8%	0,1%
PFA Invest Balance B	1,1%	13,7%	12,9%	0,8%
PFA Invest Korte Obligationer	0,1%	2,3%	1,2%	1,1%
PFA Invest Lange Obligationer	0,3%	4,9%	5,7%	-0,8%
PFA Invest Kreditobligationer	1,9%	16,7%	15,9%	0,8%
PFA Invest Danske Aktier	0,6%	19,2%	16,6%	2,6%
PFA Invest Globale Aktier	2,2%	15,3%	14,7%	0,6%
PFA Invest Højt Udbytte Aktier	-1,0%	5,9%	4,8%	1,1%
PFA Invest Europa Value Aktier	0,1%	0,1%	0,3%	-0,2%

## AFKASTKOMMENTARER

### BALANCE A

Afdeling Balance A har siden opstart givet et afkast på 10,9%. Afdelingen har gennem det meste af perioden været overvægtet i europæiske og danske aktier samt kreditobligationer, med undervægt i danske obligationer, hvor især overvægten af danske aktier har bidraget positivt til merafkastet. Herudover har god papirudvælgelse på kreditobligationer ligeledes bidraget positivt til afkastet for afdelingen.

Afdelingen har i oktober måned givet et afkast på 0,9% mod et markedsafkast på 1,1%. Undervægten på danske obligationer har bidraget positivt i måneden, mens papirudvælgelsen på aktier har bidraget negativt.

Ved udgangen af oktober er afdelingen overvægtet i aktier, herunder overvægtet Europa mod USA og Japan, og undervægtet obligationer.

### BALANCE B

Afdeling Balance B har siden årets start givet et afkast på 13,7%. Afdelingen har gennem det meste af perioden været overvægtet i europæiske og danske aktier samt kreditobligationer, med undervægt i danske obligationer, hvor især overvægten af danske aktier har bidraget positivt til merafkastet. Herudover har god papirudvælgelse på kreditobligationer og aktier ligeledes bidraget positivt til merafkastet for afdelingen.

Afdelingen har i oktober måned givet et afkast på 1,1% mod et markedsafkast på 1,3%. Undervægten på danske obligationer har bidraget positivt i måneden, mens papirudvælgelsen på aktier har bidraget negativt.

Ved udgangen af oktober er afdelingen overvægtet i aktier, herunder overvægtet Europa mod USA og Japan, og undervægtet obligationer.



## KORTE OBLIGATIONER

År til dato afkastet har været præget af et pænt generelt rentefald. Selv de helt korte renter, som i forvejen er meget tæt på nul, har oplevet rentefald. Senest har den europæiske centralbank introduceret negative indlånsrenter og udtalt at renterne forbliver lave i lang tid fremover. Dertil kommer at ECB er tæt på at lancere et decideret opkøbsprogram i europæiske obligationer.

Rentefaldet er indtrådt i kølvandet på stigende mistillid til fornyet vækst, aftagende inflation samt global geopolitisk uro og dermed tiltagende interesse for mere sikre placeringer i obligationsmarkedet.

Afdelingen har i oktober givet et afkast tæt på 0 og et afkast på 2,3% for året, hvilket er pænt ift. benchmark og skyldes en overvægt i realkreditobligationer.

## LANGE OBLIGATIONER

År til dato afkastet har været præget af et ganske pænt rentefald. De lange obligationer har således nydt godt af det generelle rentefald med pæne afkast til følge.

Rentefaldet er primært indtrådt henover sommeren mens de seneste måneder har været mere stabile med et mere begrænset rentefald til følge. Renterne er presset ned af skuffende økonomiske nøgletal og tiltagende geopolitisk uro ovenpå en mindre opgående tendens i begyndelsen af måneden.

Afdelingen har haft en overvægt i konverterbare realkreditobligationer.

Afdelingen har i oktober givet et afkast på 0,3% og et afkast på 4,9% for året.

## KREDITOBLIGATIONER

Markedet for kreditobligationer var præget af øget markedsvolatilitet i oktober måned. Svage globale vækstindikatorer, frygt for Ebola og faldende oliepriser lagde et pres på risikofyldte aktiver. Spændet peakede i medio oktober, hvor bl.a. aftagende frygt for Ebola var med til at vende sentiment. Aktiviteten i det primære marked tog en puster efter septembers markante mængde ny-udstedelser. På tværs af aktivklasserne underperformede de lavere ratede kreditter, og det var cykliske sektorer såsom Metal & Mining samt Energy som var mest under pres i oktober.

I oktober måned nød porteføljen igen godt af dollarstyrkelsen. År til dato har afdelingen givet et merafkast på 0,8%, hvilket skyldes både papirudvælgelse særligt indenfor Investment Grade og allokering mellem aktivklasserne med en overvægt i Emerging Markets.

Afdelingen har i oktober givet et afkast på 1,9% og et afkast på 16,7% for året.

## DANSKE AKTIER

Det danske aktiemarked faldt 0,6% i oktober, og er steget 19,2% år til dato. De europæiske aktiemarkeder faldt 1,8% i oktober, og er "kun" steget 4,8% år til dato. Porteføljen overperformede marginalt i oktober drevet af overvægte i Ossur og Pandora, mens overvægte i B & O og OW Bunker bidrog negativt.

Regnskabssæsonen i Danmark er startet og ca. 1/3 af selskaberne har nu rapporteret for 3. kvartal. De foreløbige regnskaber har stort set været pæne, hvor bl.a. Chr. Hansen, Novozymes, DSV, Coloplast med flere har overrasket positivt. Den store skuffelse i oktober var en stor nedjustering og senere regnskab fra OW Bunker, hvilket fik aktien til at falde over 40% i måneden. I starten af november blev selskabet erklæret konkurs.

Afdelingen har i oktober givet et afkast på 0,6% og et afkast på 19,2% for året.



## GLOBALA AKTIER

De globale aktiemarkeder steg i oktober med 1,5% og er ÅTD steget med 14,7%. Japanske aktier faldt i oktober med -0,5%, mens de nordamerikanske aktiemarkeder steg med 2,8% og Europa faldt med -1,8%. Emerging markets steg med 2%.

Oktober måned blev indledt med et storstilet frasalg af risikofyldte aktiver. De moderate afkast for måneden giver således ikke et retvisende billede af de store markedsudsving. ECB holdte renterne uændrede samt indledte sit ABS program. Fokus mod slutningen af måneden var på ECBs stresstest af den europæiske banksektor. Resultatet heraf var som forventet, at ingen større banker dumpede testen. De fleste S&P 500 selskaber aflagde Q3 regnskaber i oktober. Samlet set skuffede selskaberne marginalt på toplinjen, mens den gennemsnitlige earningssurprise var positiv på 5,6%. De europæiske Q3 regnskabsaflæggelser var ligeledes positive. På porteføljeniveau var de største positive bidragsydere UNH, Visa og Synchrony. Fanuc og Linde bidrog negativt.

Afdelingen har i oktober givet et afkast på 2,2% og et afkast på 15,3% for året.

## HØJT UDBYTTET

De europæiske aktiemarkeder faldt med 1,8% i oktober måned. Frygten for yderligere skuffelser på den globale vækst samt starten på den europæiske regnskabssæson sendte markedet ned med næsten 10% fra månedens start. Selskaberne klarede sig imidlertid godt igennem regnskaberne og en stor del af det tabte blev indhentet mod slutningen af oktober.

Afdelingens performance er genereret af eksponeringen til udvalgte selskaber i finans- og energisektorerne. I finans er det især eksponeringen til forsikringselskaber og meget stabile banker der har bidraget positivt til afkastet.

Højt Udbytte Aktierne har udviklet sig bedre end det generelle marked i den seneste måned og for året som helhed.

Afdelingen har i oktober givet et afkast på -1,0% og et afkast på 5,9% for året.

## EUROPA VALUE AKTIER – NY AFDELING I PFA INVEST

PFA Europa Value startede den 7. oktober. Porteføljen sigter mod at være sektorneutral, således at man får eksponering til value aktier og ikke tager unødigt sektorrisiko. Porteføljen var positivt påvirket af eksponering til Belgacom hvor der kom en opjustering samt Pandora der steg på baggrund af fald i sølv og guldpriserne. Shire og Royal Dutch Shell trak ned i afkastet. Abvie trak tilbuddet tilbage på Shire og aktien faldt.

Risikoen i Value porteføljen styres risikomæssigt efter det brede MSCI indeks, hvor der er en lavere andel af finans end i det deciderede value indeks.

Porteføljen var med et afkast på 0,1% lidt efter det brede indeks der gav 0,3%, men klarede sig som value indekset i Europa.