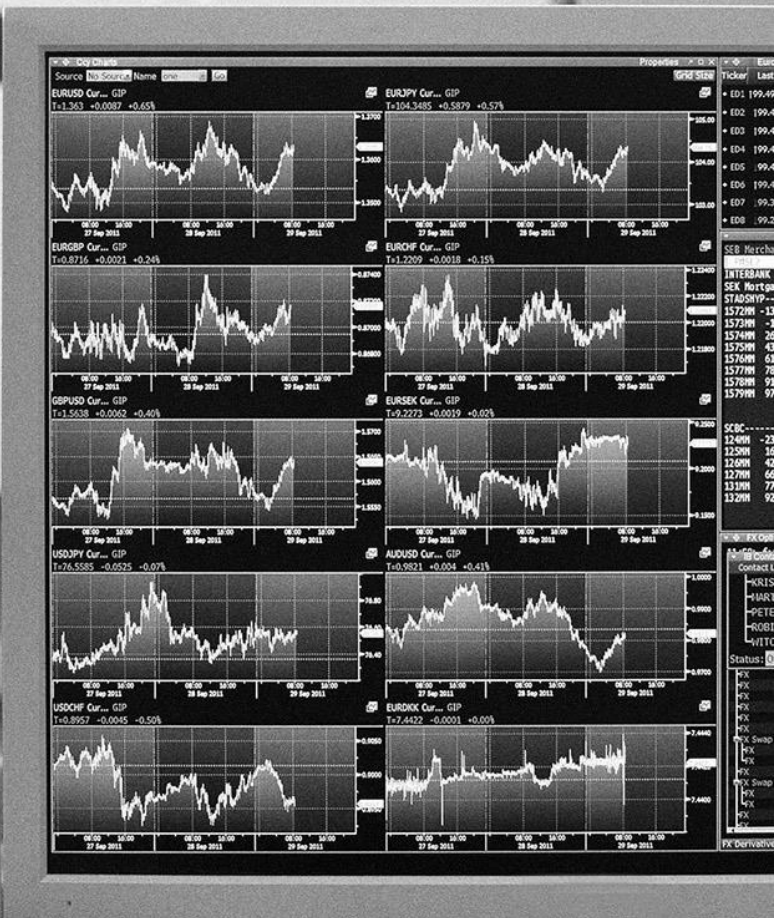
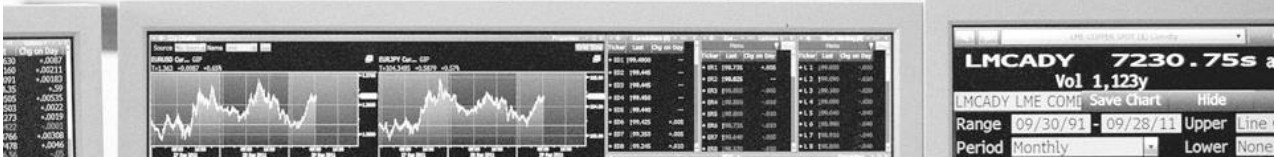


# PFA INVEST

## NYHEDSBREV - DECEMBER 2015





## MARKEDSKOMMENTAR

### Markedet

Danske obligationer steg med 0,3% til 0,5% i november afhængig af, hvilken del af rentekurven der betragtes. Tendensen var generelt, at statsobligationer outperformede tilsvarende realkreditobligationer.

Der har været positive takter fra det amerikanske arbejdsmarked, og gennem november er der blevet bygget en forventning op til ECB mødet primo december, hvor det var ventet, at Draghi ville understøtte markedet med en række tiltag, herunder faldende renter, mere om det senere.

Inden for kreditobligationer klarede Emerging Markets obligationer sig bedst med et afkast på 4,6%, mens Investment Grade og High Yield segmentet har givet henholdsvis 3,5% og 3,2% i november målt ved relevante benchmark. De stærke afkast inden for kreditobligationer skyldes helt primært styrkelsen af USD mod DKK, idet kreditspændene faktisk er udvidet en smule gennem november.

Aktier fortsatte den positive optrend fra oktober. Dette samtidig med at USD blev styrket og renter faldt. Kreditspreads på tværs af segmenter er blevet udvidet gennem november. Målt ved MSCI World (DKK) steg det globale aktiemarked med 4,1% i november (+15,8% i 2015). Af de store regioner under MSCI World klarede nordamerikanske aktier sig bedst gennem november målt i DKK med et afkast på 4,8% (+16,9% i 2015). Herefter fulgte japanske aktier målt ved MSCI Japan (DKK) med +3,6% (+25,4% i 2015) og europæiske aktier målt ved MSCI Europa (DKK) med 2,7% (+14,5% i 2015). Som trenden har været gennem de seneste par år, indtog aktier fra Emerging Markets igen "jumbopladsen" med et afkast på 0,6% målt ved MSCI Emerging Market Equities (DKK). Emerging Market aktier har ultimo november givet -0,1% i 2015! Danske aktier var tilbage i den globale førertrøje med et afkast på 8,3% i november. Dermed kan afkastet for danske aktier opgøres til 34,8% målt ved OMX Copenhagen Capped.

### Divergerende centralbanker

ECB besluttede i starten af december at sænke den ledende rente yderligere og dermed bringe renter ned i endnu mere negativt territorie. Fed's Yellen har omvendt signaleret, at hun er klar til at hæve renten senere i december ved årets sidste pengepolitiske møde den 16. december.

ECB's lempelser kommer, selvom den økonomiske aktivitet i Eurozonen er tæt på det højeste niveau siden 2011. Dog ligger inflationen stadig noget under ECB's ønskede niveau. I USA er den indenlandske vækst stadig robust, mens mere globalt orienterede virksomheder må se deres indtjening og konkurrenceevne forværret af den stærke dollar. Historien viser dog, at det er langt fra sikkert, at USD skal styrkes yderligere over for EUR, på trods af at ECB og Fed driver pengepolitik i to forskellige lejre.

### ECB lempet pengepolitikken

Ved mødet den 3. december lempede ECB pengepolitikken ved at sænke indlånsrenten yderligere 10 bp. til minus 0,3%. Samtidig forlængede de opkøbsprogrammet med et halvt år til nu marts 2017 med mulighed for en yderligere forlængelse. Selvom Draghi ikke helt levede op til markedets forventninger, blev de nye lempelser vedtaget, mens der er forholdsvis pæn fremgang i de europæiske konjunkturindikatorer for stemningen blandt virksomheder og forbrugere. PMI-indikatoren for fremstillingssektoren steg i november til 52,8, og indikatoren for servicesektoren har ligget komfortabelt over 54 siden foråret 2015.

### Fed klar med rentestigning

I USA ventes Fed at hæve renten, når FOMC-rådet mødes den 16. december. Det vil i givet fald være første gang siden 2006, at renten hæves. De seneste udtalelser fra Fed's Yellen peger på, at hun anser økonomien for værende tilstrækkelig robust til at sikre fortsat fremgang på arbejdsmarkedet og gradvist stigende inflation. Dette er betingelser for at hæve renten.



## MARKEDSKOMMENTAR

Den usædvanligt stærke arbejdsmarkedsrapport fra oktober har givetvis styrket Yellens tillid til robustheden. Rapporten viste robust jobskabelse og tegn på stigende lønpres i visse sektorer. Der er imidlertid stadig svaghestegn i de mere globalt orienterede dele af industrien, som døjer under den stærke dollar. ISM-konjunkturindikatoren for fremstillingsindustrien faldt i november til 48,6, hvilket er det laveste niveau siden 2009 og en indikator for, at væksten i denne sektor er gået i stå. Optimismen er dog på højde med midten af 00'erne i servicesektoren. Denne sektor udgør omkring 80% af USA's økonomi, er arbejdskraftintensiv og kun i mindre omfang påvirket af den globale situation. Mere fremadrettet er det da også den indenlandske økonomi, som ventes at være den primære drivfaktor bag væksten i USA.

### Overvejende positive udsigter for den kommende periode

Det er vores vurdering, at udsigterne for den første del af 2016 er bedre end for andet halvår. Markederne er ved at have indstillet sig på, at Fed hæver renten i december, og medmindre inflationen pludselig skulle begynde at skyde i vejret vil Fed gøre alt for at signalere, at rentestigningerne kommer gradvist og i moderate doser.

Kina er næppe færdig med at stimulere økonomien. Der er i skrivende stund visse spæde tegn på, at det faktisk har en positiv effekt på økonomien. Sensommerens korrektion på aktiemarkederne var den største korrektion i fire år. Det ses ofte, at det skaber et positivt fundament for de kommende tre til seks måneder. For 2016 som helhed forventer vi en mindre klar optrend for de risikofyldte aktivtyper suppleret med en større volatilitet, end vi har set i de seneste år.



## AFKASTOVERSIGT 2015 - PFA INVEST

PFA INVEST AFDELINGER	Afkast November	Afkast 2015	Afkast 2014	Afkast siden start	Start
PFA Invest Balance A	2,8%	9,1%	12,4%	22,6%	28-01-2014
PFA Invest Balance B	3,8%	13,3%	15,4%	48,5%	01-10-2012
PFA Invest Balance C	4,7%	1,9%	N/A	1,9%	05-05-2015
PFA Invest Globale Aktier (D)	6,1%	21,4%	18,5%	81,0%	01-10-2012
PFA Invest Korte Obligationer	0,3%	-1,2%	2,3%	2,5%	10-10-2012
PFA Invest Lange Obligationer	0,7%	-0,7%	5,6%	6,6%	01-10-2012
PFA Invest Kreditobligationer	3,2%	11,8%	19,4%	31,6%	01-10-2012
PFA Invest Danske Aktier	8,2%	36,9%	17,9%	122,1%	01-10-2012
PFA Invest Højt Udbytte Aktier	3,6%	15,5%	8,2%	49,7%	20-12-2012
PFA Invest Europa Value Aktier	4,6%	19,7%	-0,9%	18,6%	07-10-2015

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).

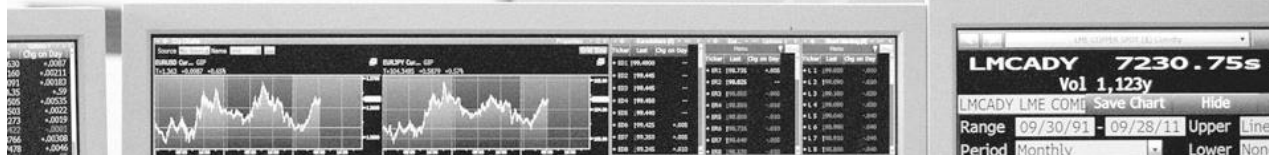
## AFKASTKOMMENTARER

### BALANCE A

Porteføljen gav i november et afkast på 2,8% mod benchmarks 2,4%. Dermed kan afkastet for året opgøres til 9,1% mod benchmarks 8,3%.

Porteføljens andel af traditionelle danske obligationer, har i perioden givet et afkast på 0,6%, hvilket er 0,1% mere end benchmark for denne delporteføje. Andelen af danske obligationer har i perioden været undervægtet i forhold til den fastsatte vægt i benchmark og udgjorde ultimo november 34,8%. Danske statsobligationer - som er undervægtet i forhold til realkredit - har outperformat realkreditobligationer.

Kreditobligationer udgjorde ultimo november 35,0% af den samlede porteføje, hvilket svarer til vægten i benchmark. Samlet set gav kreditobligationer et afkast på 3,1% mod 3,5% for benchmark. Udviklingen dækker over, at kreditspændet på tværs af kreditsegmenterne er udvidet, hvilket har påvirket afkastet negativt. Omvendt har styrkelsen af USD mod DKK bidraget positivt til periodens afkast, idet der i porteføljen af kreditobligationer ikke foretages afdækning af USD. Indenfor porteføljen af kreditobligationer gav Investment Grade obligationer et afkast på 3,3%, mens High Yield obligationer og Emerging Market obligationer bidrog med et afkast på henholdsvis 2,0% og 4,7%. År til dato kan afkastet på kreditobligationer opgøres til 11,7%.



Aktiemarkedet fortsatte gennem november de stærke takter, som oktober sluttede af med. Målt ved MSCI World (DKK) steg det globale aktiemarked med 4,1% i november (15,8% i 2015). Af de store regioner under MSCI World klarede nordamerikanske aktier sig bedst gennem november målt i DKK med et afkast på 4,8% (16,9% i 2015). Herefter fulgte japanske aktier målt ved MSCI Japan (DKK) med 3,6% (25,4% i 2015) og europæiske aktier målt ved MSCI Europa (DKK) med 2,7% (14,5% i 2015). Som trenden har været gennem de seneste par år, indtog aktier fra Emerging Markets igen "jumbopladsen" med et afkast på 0,6% målt ved MSCI Emerging Market Equities (DKK). Emerging Market aktier har ultimo november givet -0,1% i 2015! Danske aktier var tilbage i den globale førertrøje med et afkast på 8,3% i november. Dermed kan afkastet for danske aktier for året opgøres til 34,8% målt ved OMX Copenhagen Capped.

I november kan afkastet på aktieporteføljen opgøres til 5,8%, hvilket er 1,7%-point mere end afkastet på benchmark. Periodens performance påvirkes positivt af allokeringen til danske aktier, ligesom aktieudvælgelsen inden for europæiske og globale aktier bidrog positivt. For året kan aktieafkastet opgøres til 20,7%, hvilket svarer til en merperformance på 4,9%-point.

Gennem november har aktieandelen være overvægtet i forhold til den fastsatte vægt i benchmark. Ultimo måneden udgjorde aktieandelen 27,3% mod en benchmark vægt på 25,0%.

Valutarisk har perioden budt på styrkelse af USD mod DKK på cirka 4,2%, hvilket har understøttet afkastudviklingen for såvel den samlede portefølje som aktieporteføljen. Gennem 2015 er USD styrket med cirka 15,0% mod DKK.

### Porteføljestrategi:

Porteføljen er positioneret til et moderat "risk on" scenarie. Dette er udtrykt i form af allokeringen til hhv. kreditobligationer og aktier.

Strukturen i porteføljen sikrer beskyttelse mod et "risk off" scenarie, når det sker samtidig med faldende renter, som udtryk for et "flight to quality". Dermed bliver den største trussel mod porteføljen et scenarie, hvor risikoaktiver falder i pris (aktier og kreditobligationer), samtidig med at renterne stiger.

Med udgangspunkt i den stærke performance på aktier gennem oktober og november, overvejes det aktuelt, hvorvidt tidspunktet for en reduktion af specielt aktierisikoen er det rette. Dette vil blive set i sammenhæng med et ønske om samtidig at nedbringe eksponeringen mod USD. Sidstnævnte kan ske gennem salg af globale aktier og/eller ved at reducere porteføljens andel af kreditobligationer.

### Porteføljetilpasninger:

Der er ikke foretaget omlægninger gennem november med det formål at ændre den overordnede allokering mellem aktivklasserne.



## BALANCE B

Porteføljen gav i november et afkast på 3,8% mod benchmarks 3,1%. Dermed kan afkastet for året opgøres til 13,3% mod benchmarks 11,4%.

Porteføljens andel af traditionelle danske obligationer, har i perioden givet et afkast på 0,7%, hvilket er 0,2% mere end benchmark for denne delportefølje. Andelen af danske obligationer har i perioden været undervægtet i forhold til den fastsatte vægt i benchmark og udgjorde ultimo november 21,9%. Danske statsobligationer - som er undervægtet i forhold til realkredit - har outperformat realkreditobligationer.

Kreditobligationer udgjorde ultimo november 18,8% af den samlede portefølje, hvilket er en marginal undervægt i forhold til benchmark på 1,2%-point. Samlet set gav kreditobligationer et afkast på 3,2% mod 3,5% for benchmark. Udviklingen dækker over, at kreditspændet på tværs af kreditsegmenterne er udvidet, hvilket har påvirket afkastet negativt. Omvendt har styrkelsen af USD mod DKK bidraget positivt til periodens afkast, idet der i porteføljen af kreditobligationer ikke foretages afdækning af USD. Inden for porteføljen af kreditobligationer gav Investment Grade obligationer et afkast på 3,3%, mens High Yield obligationer og Emerging Market obligationer bidrog med et afkast på henholdsvis 2,0% og 4,7%. År til dato kan afkastet på kreditobligationer opgøres til 11,2%.

Aktiemarkedet fortsatte gennem november de stærke takter, som oktober sluttede af med. Målt ved MSCI World (DKK) steg det globale aktiemarked med 4,1% i november (15,8% i 2015). Af de store regioner under MSCI World klarede nordamerikanske aktier sig bedst gennem november målt i DKK med et afkast på 4,8% (16,9% i 2015). Herefter fulgte japanske aktier målt ved MSCI Japan (DKK) med 3,6% (25,4% i 2015) og europæiske aktier målt ved MSCI Europa (DKK) med 2,7% (14,5% i 2015). Som trenden har været gennem de sidste par år, indtog aktier fra Emerging Markets igen "jumbopladsen" med et afkast på 0,6% målt ved MSCI Emerging Market Equities (DKK). Emerging Market aktier har ultimo november givet -0,1% i 2015! Danske aktier var tilbage i den globale førertrøje med et afkast på 8,3% i november. Dermed kan afkastet for danske aktier for året opgøres til 34,8% målt ved OMX Copenhagen Capped.

I november kan afkastet på aktieporteføljen opgøres til 5,5%, hvilket er 1,4%-point mere end afkastet på benchmark. Periodens performance påvirkes positivt af allokeringen til danske aktier, ligesom aktieudvælgelsen inden for europæiske og globale aktier bidrog positivt. For året kan aktieafkastet opgøres til 19,4%, hvilket svarer til en merperformance på 3,6%-point.

Gennem november har aktieandelen være overvægtet i forhold til den fastsatte vægt i benchmark. Ultimo måneden udgjorde aktieandelen 57,1% mod en benchmark vægt på 55,0%.

Valutarisk har perioden budt på styrkelse af USD mod DKK på cirka 4,2%, hvilket har understøttet afkastudviklingen for såvel den samlede portefølje som aktieporteføljen. Gennem 2015 er USD styrket med cirka 15,0% mod DKK.

### Porteføljestrategi:

Porteføljen er positioneret til et moderat "risk on" scenarie. Dette er udtrykt i form af allokeringen til hhv. kreditobligationer og aktier.

Strukturen i porteføljen sikrer beskyttelse mod et "risk off" scenarie, når det sker samtidig med faldende renter, som udtryk for et "flight to quality". Dermed bliver den største trussel mod porteføljen et scenarie, hvor risikoaktiver falder i pris (aktier og kreditobligationer), samtidig med at renterne stiger.



Med udgangspunkt i den stærke performance på aktier gennem oktober og november, overvejes det aktuelt, hvorvidt tidspunktet for en reduktion af specielt aktierisikoen er det rette. Dette vil blive set i sammenhæng med et ønske om samtidig at nedbringe eksponeringen mod USD. Sidstnævnte kan ske gennem salg af globale aktier og/eller ved at reducere porteføljens andel af kreditobligationer.

### Porteføljetilpasninger:

Der er ikke foretaget omlægninger gennem november med det formål at ændre den overordnede allokering mellem aktivklasserne.

### BALANCE C\*

Porteføljen gav i november et afkast på 4,7% mod benchmarks 3,5%. Dermed kan afkastet siden opstart primo maj opgøres til 1,9% mod benchmarks 1,1%.

Porteføljens andel af traditionelle danske obligationer, har i perioden givet et afkast på 0,7%, hvilket er 0,2% mere end benchmark for denne delporteføje. Andelen af danske obligationer har i perioden været undervægtet i forhold til den fastsatte vægt i benchmark og udgjorde ultimo november 12,4%. Danske statsobligationer - som er undervægtet i forhold til realkredit - har outpermet realkreditobligationer.

Kreditobligationer udgjorde ultimo november 9,0% af den samlede porteføje, hvilket er en marginal undervægt i forhold til benchmark på 1,0%-point. Samlet set gav kreditobligationer et afkast på 3,2% mod 3,5% for benchmark. Udviklingen dækker over, at kreditspændet på tværs af kreditsegmenterne er udvidet, hvilket har påvirket afkastet negativt. Omvendt har styrkelsen af USD mod DKK bidraget positivt til periodens afkast, idet der i porteføljen af kreditobligationer ikke foretages afdækning af USD. Indenfor porteføljen af kreditobligationer gav Investment Grade obligationer et afkast på 3,3%, mens High Yield obligationer og Emerging Market obligationer bidrog med et afkast på henholdsvis 2,0% og 4,7%. Siden opstarten i maj har afkastet på kreditobligationer været 1,3%.

Aktiemarkedet fortsatte gennem november de stærke takter, som oktober sluttede af med. Målt ved MSCI World (DKK) steg det globale aktiemarked med 4,1% i november (15,8% i 2015). Af de store regioner under MSCI World klarede nordamerikanske aktier sig bedst gennem november målt i DKK med et afkast på 4,8% (16,9% i 2015). Herefter fulgte japanske aktier målt ved MSCI Japan (DKK) med 3,6% (25,4% i 2015) og europæiske aktier målt ved MSCI Europa (DKK) med 2,7% (14,5% i 2015). Som trenden har været gennem de seneste par år, indtog aktier fra Emerging Markets igen "jumbopladsen" med et afkast på 0,6% målt ved MSCI Emerging Market Equities (DKK). Emerging Market aktier har ultimo november givet -0,1% i 2015! Danske aktier var tilbage i den globale førertrøje med et afkast på 8,3% i november. Dermed kan afkastet for danske aktier for året opgøres til 34,8% målt ved OMX Copenhagen Capped.

I november kan afkastet på aktieporteføljen opgøres til 5,7%, hvilket er 1,6%-point mere end afkastet på benchmark. Periodens performance påvirkes positivt af allokeringen til danske aktier, ligesom aktieudvælgelsen inden for europæiske og globale aktier bidrog positivt. Siden opstarten i maj har aktieporteføljen givet et afkast på 2,4%, hvilket svarer til en merperformance på 1,3%-point.

### Porteføljestrategi:

Porteføljen er positioneret til et moderat "risk on" scenarie. Dette er udtrykt i form af allokeringen til hhv. kreditobligationer og aktier.

Strukturen i porteføljen sikrer beskyttelse mod et "risk off" scenarie, når det sker samtidig med faldende renter, som udtryk for et "flight to quality". Dermed bliver den største trussel mod porteføljen et scenarie, hvor risikoaktiver falder i pris (aktier og kreditobligationer), samtidig med at renterne stiger.



Med udgangspunkt i den stærke performance på aktier gennem oktober og november, overvejes det aktuelt, hvorvidt tidspunktet for en reduktion af specielt aktierisikoen er det rette. Dette vil blive set i sammenhæng med et ønske om samtidig at nedbringe eksponeringen mod USD. Sidstnævnte kan ske gennem salg af globale aktier og/eller ved at reducere porteføljens andel af kreditobligationer.

### Porteføljetilpasninger:

Der er ikke foretaget omlægninger gennem november med det formål at ændre den overordnede allokering mellem aktivklasserne.

## KORTE OBLIGATIONER

Afkastet i november kan opgøres til 0,3% mod benchmarks 0,3%. Dermed kan årets afkast på porteføljen opgøres til -1,2% mod benchmarks 0,2%.

Året har været præget af store udsving på rentemarkedet, hvilket også var tilfældet gennem november. Det overordnede billede var dog, at de korte og mellemlange renter faldt og at de længere renter forblev stort set uændret. Dermed blev rentekurven stejlere i november.

Vi så en indsnævring af landespændet mellem danske og tyske stats- og swaprenter. Kreditspændet på realkreditobligationer var generelt uændret men dog en tendens til indsnævring i rentetilpasningsobligationer og i de 20-årige mod de 30 årige konverterbare obligationer.

Porteføljen har i perioden været overvægtet konverterbare realkreditobligationer og Floaters mod en tilsvarende undervægt i rentetilpasningsobligationer samt statsobligationer. Afdelingen har haft en marginal større renterisiko end sit benchmark gennem perioden.

## LANGE OBLIGATIONER

Afkastet i november kan opgøres til 0,7%, mod benchmarks 0,5%. Dermed kan årets afkast på porteføljen opgøres til -0,7% mod benchmarks 0,1%.

Året har været præget af store udsving på rentemarkedet, hvilket også var tilfældet gennem november. Det overordnede billede var dog, at de korte og mellemlange renter faldt og at de længere renter forblev stort set uændret. Dermed blev rentekurven stejlere i november.

Vi så en indsnævring af landespændet mellem danske og tyske stats- og swaprenter. Kreditspændet på realkreditobligationer var generelt uændret men dog en tendens til indsnævring i rentetilpasningsobligationer og i de 20-årige mod de 30 årige konverterbare obligationer.

Porteføljen har i perioden været overvægtet konverterbare realkreditobligationer og Capped Floaters mod en tilsvarende undervægt i Floaters, rentetilpasningsobligationer samt statsobligationer. Afdelingen har haft en marginal større renterisiko end sit benchmark, hvilket er udtrykt ved en overvægt til det mellemlange og lange rentesegment.





## KREDITOBLIGATIONER

Afkastet for november blev godt hjulpet af en generel høj appetit på risikofyldte aktiver som kreditobligationer og aktier samt en styrkelse af den amerikanske dollar mod danske kroner.

Porteføljen gav et afkast på 3,2% i november, hvilket kan sammenholdes med et afkast på det opstillede benchmark på 3,5%. For 2015 kan porteføljens afkast dermed opgøres til 11,80% mod 13,2% for benchmark.

Indenfor porteføljens aktivklasser gav Investment Grade 3,3% (10,9% år til dato), High Yield Bonds 2,0% (11,2% år til dato) og Emerging Market Bonds 4,7% (17,5% år til dato).

Udviklingen i november lignede til forveksling udviklingen fra oktober. Ud over det gode absolutte afkast er fokus stadig på den økonomiske udvikling i USA og den mulige renteforhøjelse ved det pengepolitiske møde den 16. december. Jobmarkedet ser fortsat ud til at skabe nye jobs i et fornuftigt tempo, selvom det primært af de lavtlønnede del af arbejdsmarkedet, der oplever en betydelig fremgang. På nuværende tidspunkt er vi meget langt inde i opsvinget i både Europa og USA, men lønvæksten er begrænset og peger ikke i retning af inflation. Det er dog værd at huske på, at inflationen målt år-til-år, vil stige i januar, da den indtil nu har været holdt nede af faldet i energipriserne sidste år. Denne såkaldte "basis-effekt" vil således forsvinde i begyndelsen af det nye år, hvorfor inflationen af tekniske årsager vil stige. Den svage indkomstudvikling i USA kombineret med den svage indtjeningsudvikling for de amerikanske virksomheder kan give nogle udfordringer for de virksomhedsobligationer med den dårligste kvalitet, som primært er afhængige af hjemmemarkedet. I Europa forventer vi fortsat, at alle kreditter og rentebærende instrumenter vil nyde godt af den fortsatte strøm af pengepolitiske lempelser, som den europæiske centralbank annoncerede på det seneste møde i begyndelsen af december. Dette vil fortsat holde en hånd under finansmarkederne i Europa, selvom både traditionelle renter og kreditspænd allerede er langt nede.

Gennem året har porteføljen haft en mindre andel investeret i High Yield Bonds end fastlagt i afdelingens benchmark. Porteføljen har fokuseret på investering i obligationer udstedt af kvalitetsselskaber. På den baggrund er en række svage udstedelser fra primært selskaber inden for energisegmentet i USA fravalgt. Overordnet set har undervægten til High Yield Bonds bidraget positivt til performance, mens de på papiret svageste udstedelser har klaret sig bedre end forventet, hvilket har bidraget negativt.

Herudover har afdelingen haft en mindre undervægt til obligationer fra Emerging Market hen over året. Denne aktivklasse har oplevet meget store udsving hen over året, hvilket kan henføres til bl.a. den store usikkerhed omkring den fremtidige vækstscenarie for Emerging Market lande samt de kraftigt faldende priser på råvarer herunder ikke mindst olie. Emerging Market obligationer er imidlertid den kreditaktivklasse, der har klaret sig bedst i 2015 indtil videre.

De store fald i Emerging Markets valutaer over for amerikanske dollar og euro har givet råvareproducenterne et tiltrængt pusterum. Det har samtidig udskudt den nødvendige reduktion af produktionskapaciteten. Mange lande har oplevet en betydelig opbremsning i omfanget af udenlandske investeringer. Dette enten direkte via virksomheder eller indirekte via de lokale værdipapirmarkeder. Samtidig har emerging market landene haft et betydeligt finansieringsbehov, der stammer fra underskud på de løbende poster - eksempelvis handelsbalancen. Underskuddet på de løbende poster har været drevet af især underskud fra import til privatforbrug samt udenlandske virksomheders hjemtagelse af udbytter. Den skarpe depreciering af mange emerging market valutaer har fået det nominelle underskud på betalingsbalancerne til at falde kraftigt de seneste 1-2 år, men er nu tæt på balance igen. Udfordringen er dog, at en stor del af drivkraften i at skabe "balance i balancerne" kommer fra et stærkt faldende privatforbrug. Den helt store og ukendte faktor fremadrettet er, hvad kilderne til vækst i Emerging Markets bliver.

Uagtet de seneste måneders (og årets) gunstige udvikling på markedet for kreditobligationer, er kreditspændet for alle 3 aktivklasser stadig på et interessant niveau, hvilket tegner positivt for det absolutte afkast i 2016. Det er dog vores forventning, at der fortsat vil være høj volatilitet på tværs af alle tre aktivklasser.



## DANSKE AKTIER

Porteføljen af danske aktier gav i november et afkast på 8,2% og markerede sig dermed igen ved at være blandt de bedste aktiemarkeder i verden. For året har porteføljen givet et afkast på 36,9%, hvilket kan sammenholdes med et benchmarkafkast på 32,5% (OMX Copenhagen Capped) svarende til en outperformance på 4,4%-point.

Markedet i Europa og Danmark steg, idet ECB chef Draghi gav håb om at han ville øge tilbagekøbsprogrammet af obligationer. Hvis ikke inflationen levede op til målsætningerne ville han "tage de nødvendige handlinger".

I Danmark sluttede regnskabssæsonen. Der var bl.a. regnskaber fra Coloplast der steg næsten 10%, En anden aktie, der gjorde det godt var Genmab, som steg 36%, idet selskabet fik kræftmidlet Darzalex godkendt af de amerikanske sundhedsmyndigheder.

De største positive bidragsydere til periodens relative performance kom fra Mærsk, Pandora samt Simcorp mens Lundbeck, Chr. Hansen og DFDS påvirkede performance negativt.

## GLOBALE AKTIER

Det globale aktiemarked steg i november med 4,1 % målt ved MSCI World (DKK). Af de store regionale indeks gav nordamerikanske aktier 4,8%, japanske 3,6% og europæiske 2,7%. Som tilfældet har været gennem de sidste par år, leverede aktier fra Emerging Markets endnu engang skuffende afkast. MSCI Emerging Market Equities gav i november 0,6%. Alle afkast er opgjort i DKK.

Afdelingens afkast kan i november opgøres til 6,1 %, hvilket kan sammenholdes med et afkast for benchmark på 4,1 %. I 2015 har porteføljen givet et afkast på 21,4% mod benchmarks 15,8% svarende til en outperformance på 5,6%-point.

November var en positiv måned for aktier generelt. I Europa var afkastet drevet af ECBs retorik ift. forøgelse af ABS-programmet, samt at man er parat til at handle, hvis det mellemlange inflationsmål skulle komme i fare. Hovedparten af afkastet på amerikanske aktier kan henføres til den styrkede USD mod EUR/DKK. Sandsynligheden for at Fed hæver renten i december steg til 75 % på baggrund af et meget stærkt arbejdsløshedstal.

Den stærke regnskabssæson blev afsluttet i november. Ca. 70 % af selskaberne slog forventningerne. Grundlæggende står amerikansk økonomi rigtigt stærk i øjeblikket, og den amerikanske forbruger virker til at være i god form. Porteføljen har gennem det meste året været overvægtet amerikanske aktier.

I november deltog porteføljen i tre børsnoteringer: ABN Amro, Bravida og Dometic. Alle tre selskaber har leveret pæne afkast efter børsdebuten.

Af positive bidragsydere til performance i november kan nævnes: Xerox, Synchrony Financial og Bravida, mens UNH, Hengan og Glanbia bidrog negativt.

På sektorniveau kom de største positive bidrag i den forgangne måned fra Cyklisk forbrug, Industri og Finans, mens Stabilt Forbrug, Materials og Health Care trak ned.



## HØJT UDBYTTET AKTIER

November var endnu en god måned med en stigning på 2,7% på de europæiske aktiemarkeder således at år til dato afkastet nu udgør 14,5%.

Den positive stemning er fortsat hjulpet af udsigterne til lempelig pengepolitik i Europa for at stimulere og sikre væksten i økonomien. På sektorniveau fik flere af de konjunkturfølsomme sektorer et løft efter et udfordrende år, hvorimod de mere defensive ikke helt kunne følge med. Efter en svær oktober måned for porteføljen - bidrog især Finans- og IT selskaberne til et positivt merafkast for november isoleret set.

På porteføljeniveau er de største positive bidrag til afkastet i år kommet fra cyklisk forbrug, og finansselskaber, hvorimod de største negative bidrag kommer fra IT- og teleselskaber.

Porteføljens afkast for november var 3,6% mod et afkast for MSCI Europa (DKK) på 2,7%. For året har porteføljen givet et afkast på 15,5%, hvilket er bedre end afkastet for benchmark.

## EUROPA VALUE AKTIER

Afdelingens afkast kan i november opgøres til 4,7 %, hvilket kan sammenholdes med et afkast for benchmark på 2,7%. I 2015 har porteføljen givet et afkast på 19,7% mod benchmarks 14,5% svarende til en outperformance på 5,2%-point.

Generelt var markederne præget af optimisme drevet af støttende kommentarer fra ECB. I løbet af måneden var der en del udsving på markederne bl.a. som følge af nedskydningen af et russisk fly på Sinai samt de forfærdelige terrorangreb i Paris. Ikke desto mindre endte markederne i positivt terræn – også hjulpet af et 10% fald i olieprisen.

Merafkastet for porteføljen var særdeles tilfredsstillende. Særligt i lyset af at den selskabsspecifikke risiko er forholdsvis lav, ligesom der ikke foretog de store relative sektoreksponeringer. Den lave selskabsspecifikke risiko understreges af, at der år til dato er 50 selskaber, der har bidraget med mere end 0,1%-point, mens gruppen af negative bidragsydere er langt færre.

Følgende selskaber bidrog positivt til periodens performance: Infineon, Swedish Match og OMV. Af negative bidragsydere kan nævnes eksponeringen i Brenntag, Inbev samt Adecco.

# 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.