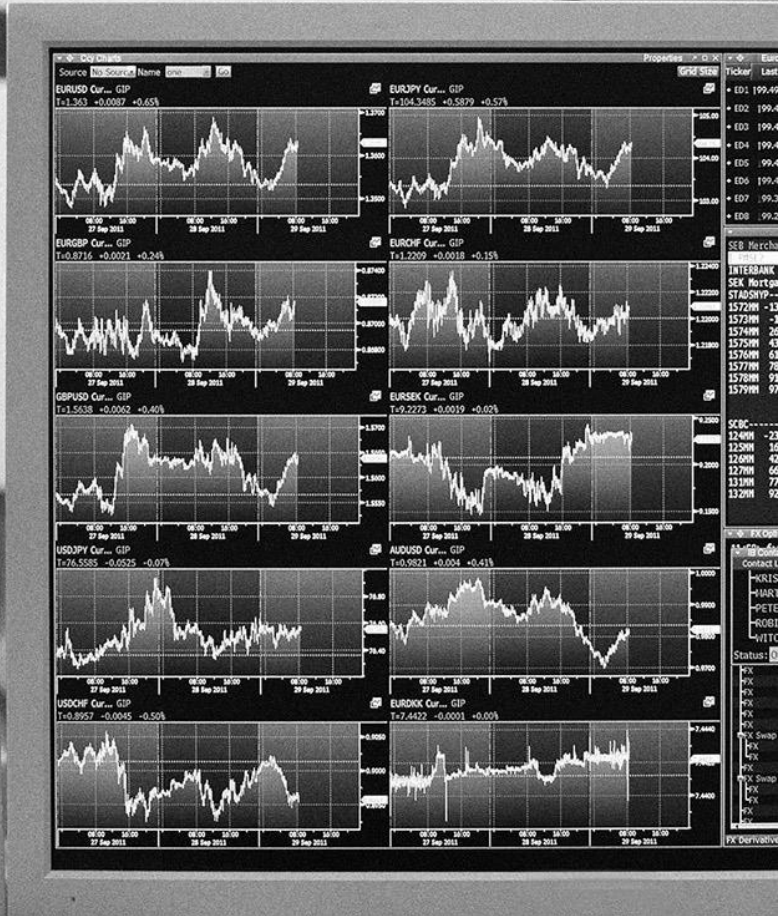
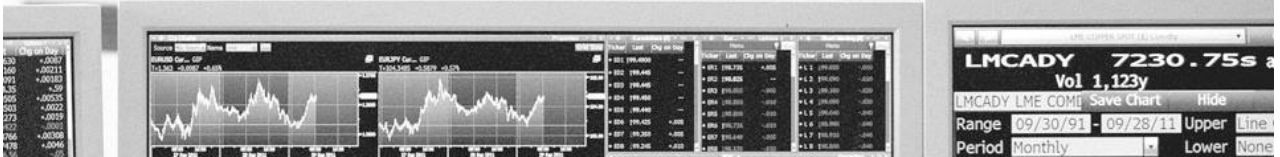


# PFA INVEST

## NYHEDSBREV - NOVEMBER 2015





## MARKEDSKOMMENTAR

### ECB sender obligationsrenter ned

Europæiske renter er generelt faldet i oktober. Faldet fik yderligere fart på, da Draghi åbnede for en mulig rentenedsættelse i forbindelse med december måneds pengepolitiske møde. Renten på en tysk statsobligation er nu omkring 50 bp., hvilket er det laveste niveau siden maj. Niveauet er dog stadig noget højere end bunden i april, hvor renten kortvarigt faldt til 7bp. Renterne i de sydeuropæiske lande er faldet mere og har dermed indsnævret spændet til Tyskland. De lavere renter har givet positive afkast til investeringer i europæiske obligationer. De bedste afkast inden for obligationer er skabt inden virksomhedsobligationer rated Investment Grade eller High Yield samt Emerging Market obligationer. Disse obligationer har nydt godt af både faldende renter og lavere risikopræmier.

### Stærk fremgang i aktier

I oktober steg globale aktier, målt ved MSCI World (DKK), med 9,0%, hvilket er den største månedlige stigning i fire år. Den positive udvikling skal dog ses i sammenhæng med de negative afkast i august og september, som udvaskede det meste af forårets stigninger for de fleste aktieindeks. Stigningerne var forholdsvis bredt baserede på tværs af geografiske regioner. Danske C20-aktier, der er kommet væsentligt bedre gennem korrektionen de forrige måneder, har dog kun præsteret en mindre stigning på knap 3% siden ultimo september. I Europa er aktiekurserne stadig noget lavere end toppen i april, mens amerikanske aktier er tæt på det niveau, som har været fremherskende gennem det meste af 2015.

### ECB signalerer handlekraft

I Europa er fokus rettet mod den Europæiske Centralbank, som ved rentemødet i oktober tydeligt signalerede, at man er klar til at lempe pengepolitikken ved det næste møde i starten af december. I forbindelse med mødet sagde Draghi, at ECB's styrelsesråd aktivt diskuterer, om renterne skal sænkes yderligere, og om det eksisterende opkøbsprogram er tilstrækkeligt til at få inflationen tilbage til ECB's mål på 2%. Det var mere lempelige toner end markedet havde forventet og gav ny medvind til mere risikobetonede aktiver som aktier og kreditobligationer, mens renterne samtidig faldt.

Det er hovedsageligt den meget lave inflation, som presser ECB i offensiven.

### Fed står klar i kulissen

I USA er fokus rettet mod både centralbanken – Fed – og den økonomiske udvikling. Ved det seneste møde i Fed blev risikoen nedtonet for, at amerikansk vækst kunne blive ramt negativt af en global afmatning, hvilket blandt andet skyldes tegn på stabilisering af væksten i Kina og stigende aktiekurser gennem oktober. Signalerne fra Fed tyder på, at man stadig ønsker at hæve renten i 2015, men kun hvis økonomien udvikler sig som forventet. Det var lidt mere restriktivt, end markedet havde forventet, og der er nu indregnet en 50/50 sandsynlighed for, at Fed faktisk hæver renten i december (mod knap 30% før mødet). Reaktionen i markedet var ellers forholdsvis behersket, da Fed gennem længere tid har understreget, at en kommende renteforhøjelse vil blive efterfulgt af en mere afventende og dataafhængig serie af rentestigninger end set ved tidligere perioder med stigende renter.

Oktober har budt på blandede nøgletal, hvor specielt en svagere fremgang på arbejdsmarkedet har afstedkommet bekymrede panderynker. I august og september blev der kun skabt gennemsnitligt knap 140.000 nye jobs pr. måned, hvilket er markant lavere end gennemsnittet på 230.000 nye jobs over de seneste 12 måneder. Samtidig viser nøgletal, at væksten i fremstillingssektoren stort set er sat på stand-by, som følge af den stærke USD og vanskelige betingelser i energisektoren.





## AFKASTOVERSIGT 2015 - PFA INVEST

PFA INVEST AFDELINGER	Afkast Oktober	Afkast 2015	Afkast 2014	Afkast siden start	Start
<b>PFA Invest Balance A</b>	2,9%	6,1%	12,4%	19,3%	28-01-2014
<b>PFA Invest Balance B</b>	4,9%	9,2%	15,4%	43,1%	01-10-2012
<b>PFA Invest Balance C</b>	6,0%	-2,7%	N/A	-2,7%	05-05-2015
<b>PFA Invest Globale Aktier (D)</b>	8,4%	14,5%	18,5%	70,6%	01-10-2012
<b>PFA Invest Korte Obligationer</b>	0,2%	-1,4%	2,3%	2,3%	10-10-2012
<b>PFA Invest Lange Obligationer</b>	0,4%	-1,4%	5,6%	5,9%	01-10-2012
<b>PFA Invest Kreditobligationer</b>	2,8%	8,3%	19,4%	27,5%	01-10-2012
<b>PFA Invest Danske Aktier</b>	1,7%	26,5%	17,9%	105,2%	01-10-2012
<b>PFA Invest Højt Udbytte Aktier</b>	6,3%	11,5%	8,2%	44,5%	20-12-2012
<b>PFA Invest Europa Value Aktier</b>	7,8%	14,4%	-0,9%	13,4%	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 oktober et afkast på 2,9% mod benchmarks 3,2%. Dermed kan afkastet for året opgøres til 6,1% mod benchmarks 5,8% svarende til en mer-performance på 0,3%-point.

Underperformance i oktober kan tilskrives en undervægt af kreditobligationer, papirudvælgelsen inden for aktieporteføljen samt allokeringen til danske aktier.

Porteføljens andel af traditionelle danske obligationer har i perioden givet et afkast på 0,5%, hvilket svarer til benchmarks afkast for denne delporteføje. For året har danske obligationer givet et afkast på -1,5%, hvilket er 1,0%-point lavere end afkastet for det opstillede benchmark. Andelen af danske obligationer har i perioden været undervægtet i forhold til den fastsatte vægt i benchmark. Ultimo perioden udgjorde andelen 37,6% svarende til en undervægt på 2,4%-point.

Kreditobligationer udgjorde ultimo oktober 32,2% af den samlede portefølje, hvilket er en undervægt på 2,8%-point.

Periodens stærke udvikling på risikofyldte aktivklasser var en medvirkende årsag til, at den samlede portefølje af kreditobligationer i perioden gav et afkast på 2,9% mod 2,6% for benchmark. Indenfor porteføljen af kreditobligationer gav Investment Grade obligationer et positivt afkast på 1,4%, mens High Yield obligationer og Emerging Market obligationer bidrog med et afkast på henholdsvis 3,6% og 3,7%. Dermed kan afkastet for året på kreditobligationer opgøres til 8,9%, hvilket er 0,5%-point lavere end afkastet for det sammenvægtede benchmark.



Efter et par måneder med store udsving på specielt risikofyldte aktiver, herunder aktier, markerede oktober måned et foreløbigt vendepunkt. Mange vil sikkert mene, at dette også var tiltrængt, da aktieafkastet på de store aktieindeks ultimo september faretruende nærmede sig 0% for året! Således var aktiemarkedet tilbage i smult vande understøttet af en række af de samme faktorer, som tidligere var de største kilder til de faldende kurser, herunder bekymring omkring faldende vækst i Kina, gældsloftet i USA, officielle rentestigninger i USA etc.

En interessant observation i relation til aktiemarkedet er, at virksomhederne i det seneste kvartal alene leverer acceptable regnskaber. Det sker på baggrund af bl.a. svag udvikling i bl.a. omsætningen. Kursstigningerne sker derfor primært i form af, at investorerne accepterer, at aktier implicit bliver prisfast højere.

I oktober kan afkastet på aktieporteføljen opgøres til 7,7%, hvilket er 1,3%-point lavere end afkastet på benchmark. Periodens performance påvirkes negativt af en allokering til danske aktier, ligesom aktieudvælgelsen inden for europæiske og globale aktier også bidrog negativt. For året kan aktieafkastet opgøres til 14,0%, hvilket svarer til en merperformance på 2,8%-point. Merperformance for året er positivt påvirket af allokering til danske aktier og europæisk højt udbytte aktier, mens aktieudvælgelsen inden for den globale aktieportefølje ligeledes har bidraget positivt.

Målt ved de større aktieindeks var udviklingen i oktober rimelig homogen. Således gav globale aktier målt ved MSCI World (DKK) et afkast på 9,0%. Fordelingen på de store regionale indeks var: MSCI Nordamerika 9,1% (DKK), MSCI Europa (DKK) 8,2%, MSCI Japan (DKK) 11,2% samt MSCI EM (DKK) 8,2%. For en sjælden gangs skyld tabte danske aktier terræn i forhold til det globale aktiemarked. Danske aktier gav i perioden mere beskedne 2,1%.

For året topper danske og japanske aktier afkasttabellen med henholdsvis 22,2% og 21,0%, mens aktier fra Emerging Markets opgjort i DKK ultimo oktober stadig har givet et negativt afkast på 0,7% for året. Globale aktier har for året til sammenligning givet 11,3%, hvilket er på niveau med aktier fra såvel Nordamerika og Europa, som har givet henholdsvis 10,8% og 11,4%.

Gennem oktober har aktieandelen være overvægtet i forhold til den fastsatte vægt i benchmark. Ultimo måneden udgjorde aktieandelen 26,8% mod en benchmark vægt på 25,0%.

Valutarisk har perioden budt på styrkelse af USD mod DKK på 1,6%, hvilket har understøttet afkastudviklingen for porteføljen. Gennem 2015 er USD styrket med ca. 10% mod DKK.

### Porteføljestrategi:

Lange obligationer vurderes fortsat attraktive, idet den stejle rentestruktur (carry) kan virke som stødpude i forhold til eventuelle rentestigninger. Danske realkreditobligationer tilbyder en attraktiv merrente i forhold til tilsvarende statsobligationer. Efter vores vurdering er der p.t. mest værdi i den lange del af rentekurven.

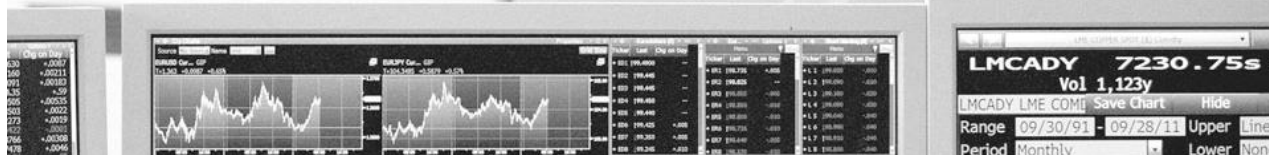
Andelen af aktier er holdt på et niveau over benchmark med overvægt af europæiske og danske aktier. Det er fortsat vores vurdering, at aktiemarkedet tilbyder bedre risikjusterede afkast end såvel traditionelle obligationer og kontanter.

I takt med kursstigningerne gennem oktober, er den samlede andel af risikofyldte aktiver øget, hvilket vi både er beviste omkring og komfortable med.

Det lave og senest faldende renteniveau samt den stigende USD mod DKK er ligeledes faktorer, som vi er opmærksomme på. For nuværende vælger vi imidlertid at fastholde eksponeringen mod den længere del af obligationsmarkedet samt en eksponering mod aktiver denomineret i USD.

### Porteføljetilpasninger:

Der er ikke foretaget omlægninger i porteføljen gennem oktober med det formål at ændre på den overordnede risikoeksponering på tværs af traditionelle obligationer, kreditobligationer og aktier.



## BALANCE B

Porteføljen gav i oktober et afkast på 4,9% mod benchmarks 5,6%. Dermed kan afkastet for året opgøres til 9,2% mod benchmarks 8,1% svarende til en mer-performance på 1,1%-point.

Underperformance i oktober kan tilskrives en undervægt af kreditobligationer, papirudvælgelsen inden for aktieporteføljen samt allokeringen til danske aktier.

Porteføljens andel af traditionelle danske obligationer har i perioden givet et afkast på 0,5%, hvilket svarer til benchmarks afkast for denne delportefølje. For året har danske obligationer givet et afkast på -1,5%, hvilket er 1,0%-point lavere end afkastet for det opstillede benchmark. Andelen af danske obligationer har i perioden været undervægtet i forhold til den fastsatte vægt i benchmark. Ultimo perioden udgjorde andelen 22,3% svarende til en undervægt på 2,7%-point.

Kreditobligationer udgjorde ultimo oktober 18,4% af den samlede portefølje, hvilket er en undervægt på 1,6%-point.

Periodens stærke udvikling på risikofyldte aktivklasser var en medvirkende årsag til, at den samlede portefølje af kreditobligationer i perioden gav et afkast på 2,7% mod 2,6% for benchmark. Indenfor porteføljen af kreditobligationer gav Investment Grade obligationer et positivt afkast på 2,1%, mens High Yield obligationer og Emerging Market obligationer bidrog med et afkast på henholdsvis 3,6% og 3,7%. Dermed kan afkastet for året på kreditobligationer opgøres til 7,7%, hvilket er 1,7%-point lavere end afkastet for det sammenvægtede benchmark.

Efter et par måneder med store udsving på specielt risikofyldte aktiver, herunder aktier, markerede oktober måned et foreløbigt vendepunkt. Mange vil sikkert mene, at dette også var tiltrængt, da aktieafkastet på de store aktieindeks ultimo september faretruende nærmede sig 0% for året! Således var aktiemarkedet tilbage i smult vande understøttet af en række af de samme faktorer, som tidligere var de største kilder til de faldende kurser, herunder bekymring omkring faldende vækst i Kina, gældsloftet i USA, officielle rentestigninger i USA etc. En interessant observation i relation til aktiemarkedet er, at virksomhederne i det seneste kvartal alene leverer acceptable regnskaber. Det sker på baggrund af bl.a. svag udvikling i bl.a. omsætningen. Kursstigningerne sker derfor primært i form af, at investorerne accepterer, at aktier implicit bliver priskest højere.

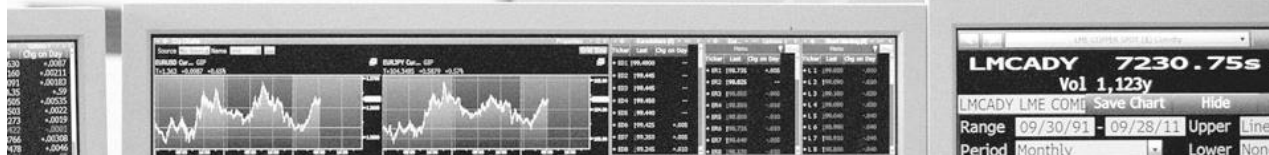
I oktober kan afkastet på aktieporteføljen opgøres til 7,6%, hvilket er 1,4%-point lavere end afkastet på benchmark. Periodens performance påvirkes negativt af en allokering til danske aktier, ligesom aktieudvælgelsen inden for europæiske og globale aktier også bidrog negativt. For året kan aktieafkastet opgøres til 13,2%, hvilket svarer til en merperformance på 2,0%-point. Merperformance for året er positivt påvirket af allokering til danske aktier og europæisk højt udbytte aktier, mens aktieudvælgelsen inden for den globale aktieportefølje ligeledes har bidraget positivt.

Målt ved de større aktieindeks var udviklingen i oktober rimelig homogen. Således gav globale aktier målt ved MSCI World (DKK) et afkast på 9,0%. Fordelingen på de store regionale indekser var: MSCI Nordamerika 9,1% (DKK), MSCI Europa (DKK) 8,2%, MSCI Japan (DKK) 11,2% samt MSCI EM (DKK) 8,2%. For en sjælden gangs skyld tabte danske aktier terræn i forhold til det globale aktiemarked. Danske aktier gav i perioden mere beskedne 2,1%.

For året topper danske og japanske aktier afkasttabellen med henholdsvis 22,2% og 21,0%, mens aktier fra Emerging Markets opgjort i DKK ultimo oktober stadig har givet et negativt afkast på 0,7% for året. Globale aktier har for året til sammenligning givet 11,3%, hvilket er på niveau med aktier fra såvel Nordamerika og Europa, som har givet henholdsvis 10,8% og 11,4%.

Gennem oktober har aktieandelen være overvægtet i forhold til den fastsatte vægt i benchmark. Ultimo måneden udgjorde aktieandelen 56,2% mod en benchmark vægt på 55,0%.

Valutarisk har perioden budt på styrkelse af USD mod DKK på 1,6%, hvilket har understøttet afkastudviklingen for porteføljen. Gennem 2015 er USD styrket med ca. 10% mod DKK.



### Porteføljestrategi:

Lange obligationer vurderes fortsat attraktive, idet den stejle rentestruktur (carry) kan virke som stødpude i forhold til eventuelle rentestigninger. Danske realkreditobligationer tilbyder en attraktiv merrente i forhold til tilsvarende statsobligationer. Efter vores vurdering er der p.t. mest værdi i den lange del af rentekurven. Andelen af aktier er holdt på et niveau over benchmark med overvægt af europæiske og danske aktier. Det er fortsat vores vurdering, at aktiemarkedet tilbyder bedre risikjusterede afkast end såvel traditionelle obligationer og kontanter.

I takt med kursstigningerne gennem oktober, er den samlede andel af risikofyldte aktiver øget, hvilket vi både er beviste omkring og komfortable med.

Det lave og senest faldende renteniveau samt den stigende USD mod DKK er ligeledes faktorer, som vi er opmærksomme på. For nuværende vælger vi imidlertid at fastholde eksponeringen mod den længere del af obligationsmarkedet samt en eksponering mod aktiver denomineret i USD.

### Porteføljetilpasninger:

Der er ikke foretaget omlægninger i porteføljen gennem oktober med det formål at ændre på den overordnede risikoeksponering på tværs af traditionelle obligationer, kreditobligationer og aktier.

### BALANCE C\*

Porteføljen gav i oktober et afkast på 6,0% mod benchmarks 7,0%. Dermed kan afkastet for året opgøres til -2,7% mod benchmarks -2,5% svarende til en underperformance på 0,2%-point.

Underperformance i oktober kan tilskrives en undervægt af kreditobligationer, papirudvælgelsen inden for aktieporteføljen samt allokeringen til danske aktier.

Porteføljens andel af traditionelle danske obligationer har i perioden givet et afkast på 0,5%, hvilket svarer til benchmarks afkast for denne delporteføje. For året har danske obligationer givet et afkast på -1,9%, hvilket er 0,5%-point lavere end afkastet for det opstillede benchmark. Andelen af danske obligationer har i perioden været undervægtet i forhold til den fastsatte vægt i benchmark. Ultimo perioden udgjorde andelen 11,0% svarende til en undervægt på 4,0%-point.

Kreditobligationer udgjorde ultimo oktober 9,6% af den samlede porteføje, hvilket er en beskedent undervægt på 0,4%-point.

Periodens stærke udvikling på risikofyldte aktivklasser var en medvirkende årsag til, at den samlede porteføje af kreditobligationer i perioden gav et afkast på 2,7% mod 2,6% for benchmark. Indenfor porteføljen af kreditobligationer gav Investment Grade obligationer et positivt afkast på 2,1%, mens High Yield obligationer og Emerging Market obligationer bidrog med et afkast på henholdsvis 3,6% og 3,7%. Dermed kan afkastet for året på kreditobligationer opgøres til -1,8%, hvilket er 1,2%-point lavere end afkastet for det sammenvægtede benchmark.

Efter et par måneder med store udsving på specielt risikofyldte aktiver, herunder aktier, markerede oktober måned et foreløbigt vendepunkt. Mange vil sikkert mene, at dette også var tiltrængt, da aktieafkastet på de store aktieindeks ultimo september faretruende nærmede sig 0% for året! Således var aktiemarkedet tilbage i smult vande understøttet af en række af de samme faktorer, som tidligere var de største kilder til de faldende kurser, herunder bekymring omkring faldende vækst i Kina, gældsloftet i USA, officielle rentestigninger i USA etc. En interessant observation i relation til aktiemarkedet er, at virksomhederne i det seneste kvartal alene leverer acceptable regnskaber. Det sker på baggrund af bl.a. svag udvikling i bl.a. omsætningen. Kursstigningerne sker derfor primært i form af, at investorerne accepterer, at aktier implicit bliver prisfast højere.



## KORTE OBLIGATIONER

Afkastet i oktober kan opgøres til 0,2% mod benchmarks 0,3%. Dermed kan årets afkast på porteføljen opgøres til -1,4% mod benchmarks -0,1%.

Året har været præget af store udsving på rentemarkedet, hvilket også var tilfældet gennem oktober. Det overordnede billede var dog, at renteniveauet stort set var uændret målt fra primo til ultimo.

Rentekurven blev gennem oktober noget stejlere udtrykt ved forskellen mellem de 10 årige og 30 årige renter. Realrenterne faldt pænt i oktober.

Kreditspændet på realkreditobligationer mod henholdsvis swap- og statsrenter blev udvidet gennem perioden, mens volitalitetsfaktoren faldt.

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

## LANGE OBLIGATIONER

Afkastet i oktober kan opgøres til 0,4%, hvilket er identisk med afkastet på benchmark. Dermed kan årets afkast på porteføljen opgøres til -1,4% mod benchmarks -0,4%.

Året har været præget af store udsving på rentemarkedet, hvilket også var tilfældet gennem oktober. Det overordnede billede var dog, at renteniveauet stort set var uændret målt fra primo til ultimo.

Rentekurven blev gennem oktober noget stejlere udtrykt ved forskellen mellem de 10 årige og 30 årige renter. Realrenterne faldt pænt i oktober.

Landsspændet mellem Danmark og Tyskland blev udvidet gennem oktober, ligesom kreditspændet på realkreditobligationer mod henholdsvis swap- og statsrenter blev udvidet gennem perioden, mens volitalitetsfaktoren faldt.

Porteføljen har i perioden været overvægtet konverterbare og Capped Floatere mod en tilsvarende undervægt i Floatere, 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.

## KREDOBLIGATIONER

Oktober blev en afkastmæssig stærk måned for kredittobligationer på tværs af de forskellige kredit segmenter. Et resultat skabt på baggrund af en generel forøget risiko appetit.

Afdelingen gav et afkast på 2,8%, hvilket er 0,2%-point mere end afkastet på benchmark. For året kan afkastet ultimo oktober opgøres til 8,3% mod benchmarks 9,4%.

Kreditsegmenterne med den laveste rating gav de højeste afkast i perioden. Således gav delporteføljen af Investment Grade obligationer 2,1% (7,4% år-til-dato), mens delporteføljerne High Yield Bonds og Emerging Market Bonds gav henholdsvis 3,7% (12,3% år-til-dato) og 3,6% (9,0% år-til-dato).

Ultimo perioden består porteføljen af fordeling på kreditsegmenter: 51% Investment Grade, 24% High Yield, 23% Emerging Market samt 2% er kontanter.

I september blev der for alvor stillet skarpt på Emerging Markets. Bl.a. arbejdede den kinesiske centralbank hårdt på at forklare sine handlinger fra måneden før. Gennem oktober oplevede markedet et vist tilbagesalg, da kreditspændet på mange obligationer havde nået meget lave niveauer måneden før.





Fundamentalt set har intet ændret sig i løbet af oktober, som blev en god afkastmæssig god måned for EM. Emerging Markets er ikke på vej i krise. For flere landes vedkommende vil 2015 og begyndelsen af 2016 formodentlig markere bunden rent vækstmæssigt. De meget store fald i EM-valutaerne over for USD og EUR vil samtidig hjælpe med at justere de eksterne balancer. Meget få EM lande har mulighed for at føre en ekspansiv finanspolitik og flere bliver klemt af både faldende råvarepriser, stramning af finanspolitikken samtidig med et flerårigt fald i kreditgivningen. Denne cocktail udstiller for alvor manglende reformer i flere lande. I løbet af november vil der langsomt begynde at være data til rådighed, hvilket gør det muligt at vurdere, hvorvidt der fortsat sker forbedring af de eksterne balancer.

Mange lande har oplevet en betydelig opbremsning i kapitalinflow via investering i virksomheder og værdipapirer. Samtidig har landene haft et betydeligt finansieringsbehov, der stammer fra underskud på de løbende poster. Underskuddet på de løbende poster har været drevet af især underskud fra stor import til privatforbrug samt udenlandske virksomheders hjemtagelse af udbytter. Den skarpe depreciering af mange EM valutaer har fået det nominelle underskud på betalingsbalancerne til at falde kraftigt de seneste 1-2 år, hvorved der er ved at være balance igen. Udfordringen er dog, at en stor del af drivkraften er fra meget svage økonomier og stærkt faldende privatforbrug. Den store ukendte faktor fremadrettet er kilderne til vækst i Emerging Markets. Vi forventer fortsat en høj grad af volatilitet i Emerging Markets fordi flere lande har brug for nytænkning og reformer, hvilket ufravigeligt vil betyde effektivisering og opgør med en populistisk politik flere steder. PFA Asset Management deltog ved IMF/World Banks konferencerne i Lima. En faktor for den stigende volatilitet er en yderligere svækkelse af den kinesiske valuta, hvilket forventes at ske igen til næste år. Kinas handelsforhold oplever en stadig forværring fra deres binding af Yuan til en stærk og styrket US-dollar. Usikkerheden omkring vækstscenariet i Kina og Emerging Market generelt giver en afsmittende effekt på væksten i resten af verden. Herudover kan en devaluering af Yuan'en og afsmittende Emerging Market effekt ligeledes give et yderligere deflationært frem til USA og Europa.

Emerging Markets aktiver handler dog på nogle kursniveauer, hvor man bliver kompenseret for den store stigning i den systemiske præmie i Emerging Market generelt. En stor del af kreditobligationerne fra de udviklede lande handles ligeledes på attraktive niveauer, hvilket samtidig kan være en afspejling af den meget dårlige likviditet i markedet.

## DANSKE AKTIER

Danske aktier tabte terræn til de øvrige aktiemarkeder i oktober. Det ændrer ikke på det faktum, at danske aktier stadig har været et af de bedste aktiemarkeder i verden gennem 2015.

Porteføljen gav i oktober et afkast på 1,7%, hvilket er 0,4%-point lavere end afkastet på benchmark. For året har porteføljen givet et afkast på 26,5% mod benchmarks 22,2% svarende til en merperformance på 4,3%-point.

Oktober stod i regnskabernes tegn. Den aktuelle prisfastsættelse giver ikke plads skuffelser. For de selskaber, der kom ud og skuffede i forhold til forventningerne, var investorernes dom hård i form af lavere aktiekurser.

Det var især bankernes regnskaber, der var dårligere end ventet. Bankerne lider under det meget lave renteniveau samt lav udlånsvækst. Novo Nordisks regnskab var som ventet, men deres konkurrent, Sanofi, gav udtryk for, at de oplevede lavere vækst på deres produkter, hvilket pressede Novo aktien på regnskabsdagen. Aktien sluttede dog uændret for måneden.

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





## GLOBALE AKTIER

Efter et par måneder med store og negative udsving på specielt risikofyldte aktiver, herunder aktier, markerede oktober måned et foreløbigt vendepunkt. Mange vil sikkert mene, at dette også var tiltrængt, da aktieafkastet på de store aktieindeks ultimo september faretruende nærmede sig 0% for året! Således var aktiemarkedet globalt set tilbage i smult vande understøttet af en række af de samme faktorer, som tidligere var de største kilder til de faldende kurser, herunder bekymring omkring faldende vækst i Kina, gældsloftet i USA, officielle rentestigninger i USA etc.

I oktober kan afkastet på porteføljen opgøres til 8,4% mod benchmarks 9,0%. Årets afkast kan dermed opgøres til 14,5%, hvilket er 3,2% mere end afkastet på MSCI World (DKK) på 11,3%.

Målt ved de større aktieindeks var udviklingen i oktober rimelig homogen. Således gav globale aktier målt ved MSCI World (DKK) et afkast på 9,0%. Fordelingen på de store regionale indekx var: MSCI Nordamerika 9,1% (DKK), MSCI Europa (DKK) 8,2%, MSCI Japan (DKK) 11,2% samt MSCI EM (DKK) 8,2%. For en sjælden gangs skyld tabte danske aktier terræn i forhold til det globale aktiemarked. Danske aktier gav i perioden mere beskedne 2,1% målt på indeksniveau.

For året topper danske og japanske aktier afkasttabellen med henholdsvis 22,2% og 21,0%, mens aktier fra Emerging Markets opgjort i DKK ultimo oktober stadig har givet et negativt afkast på 0,7% for året.

Nordamerikanske aktier har givet 10,8%, mens europæiske aktier har givet 11,4%.

Valutarisk har perioden budt på styrkelse af USD mod DKK på 1,6%, hvilket har understøttet afkastudviklingen for porteføljen. Gennem 2015 er USD styrket med ca. 10% mod DKK.

I Europa har selskaberne i forbindelse med regnskabsaflæggelsen samlet set skuffet. 32 % af selskaberne slog forventningerne til Earnings Per Share (EPS), mens 37 % missede. Specielt de fremlagte regnskaber fra banksektoren har været skuffende. Udfordringen er, at bankerne generelt oplever øget pres på udlånsvolumen, specielt i SME segmentet, men også i udlån til privatkunder. Dette sætter spørgsmålstejn ved effekten af ECBs stimulus program, hvor de i stor stil opkøber obligationer i markedet – Quantitative Easing (QE). Bankerne kan i sidste ende kan være nødsaget til at hæve deres udlånsrenter for at forsvare deres marginale og indtjening på bekostning af udlånsvækst.

I USA har regnskabsaflæggelserne været mere positive, idet selskaberne i gennemsnit overgik EPS forventningerne med 5,1 %. Specielt overraskede Energi, Health Care og IT. Førstnævnte efter at have oplevet en kraftig nedjustering hen over året, som følge af de faldende råvarepriser. Generelt har tendensen været at selskabernes indenlandske forretning udvikler sig godt, mens den udenlandske forretning oplever problemer bl.a. på baggrund af den stærke dollar.

På sektorniveau var de største positive bidragsydere Industri og IT, mens Finans og Health Care bidrog negativt.

Positive bidragsydere i oktober var Alibaba, Alphabet og SAP, mens PVH, Xerox og Pandora bidrog negativt til performance.



## HØJT UDBYTTE AKTIER

Oktober lagde godt fra start på aktiemarkederne efter tegn på stabilisering i den kinesiske økonomi. Det var primært selskaber, der indtil da havde haft et vanskeligt år, der steg mest såsom selskaber inden for bilindustrien samt selskaber relateret til råvarer og energi.

I den sidste del af oktober fik den positive stemning på aktiemarkedet yderligere brændstof, da ECB og FED begge fortsatte kursen med lave rente for at stimulere den økonomiske vækst. Dette betød, at mens 3. kvartal var det værste kvartal for globale aktier siden 2011, så har starten af 4. kvartal omvendt været stærk med stigninger tæt på 10 pct. på de fleste markeder.

Porteføljens fokus på aktier med et attraktivt og stabilt udbytte giver naturligt en eksponering mod mere stabile og defensive selskaber. Denne type selskaber har underperformeret markedet betydeligt i oktober, hvor mere cykliske aktier har haft investorenes fokus.

På porteføljeniveau er de største positive bidrag til afkastet i år kommet fra råvare- og IT-selskaber, hvorimod de største negative bidrag kommer fra selskaber inden for Finans og Telecom.

Porteføljens afkast for oktober var 6,3% mod et afkast for MSCI Europa (DKK) på 8,2%. For året har porteføljen givet et afkast på 11,5%, hvilket er på niveau med afkastet for benchmark.

## EUROPA VALUE AKTIER

Generelt var markederne præget af optimisme drevet af rentenedsættelse i Kina samt udsigten til yderligere stimuli fra ECB til december.

Oktober var samtidig en stor regnskabsmåned i Europa. På europæisk plan var der tale om de svageste regnskaber siden første kvartal 2013. Antallet af profit warnings i markedet steg og 37% af selskabernes regnskaber var dårligere end ventet.

Europa Value portefølje har en lavere risiko end det generelle europæiske aktiemarked målt ved MSCI Europa og kunne derfor ikke følge med de kraftige stigninger. Porteføljen var positivt påvirket af performance i Old Mutual, en undervægt i Nestle samt eksponeringen i Kone. Af negative bidragsydere kan nævnes eksponeringen mod Danske Bank, Publicis Groupe og Royal Mail.

Porteføljens afkast for oktober var 7,8% mod et afkast for MSCI Europa (DKK) på 8,2%. For året har porteføljen givet et afkast på 14,4%, hvilket er 3,0%-point mere end MSCI Europa (DKK).

# 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.