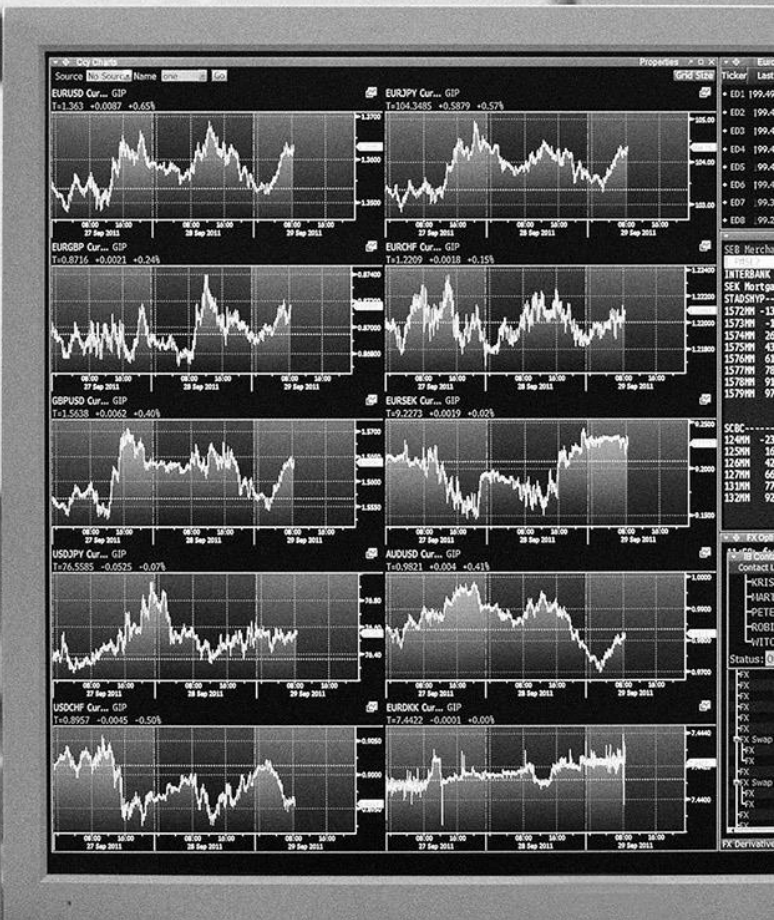


PFA INVEST

NYHEDSBREV - OKTOBER 2015





MARKEDSKOMMENTAR

Europa viser ingen tegn på gul feber – endnu

Konjunkturindikatorer fra september tyder på, at væksten i Europa stadig bevæger sig i et moderat leje omkring 0,4% kvartal/kvartal, hvilket er på samme niveau som de forrige to kvartaler. Der er således kun spredte tegn på, at den stigende usikkerhed om aktiviteten i Kina og emerging markets har påvirket Europa negativt. I de seneste tillidsundersøgelser blandt virksomhederne holder Europas eksportnation nummer 1, Tyskland, stadig hovedet højt. Undersøgelserne er dog foretaget før VW-skandalen.

Stigende pres på ECB for at øge QE

De seneste inflationstal for Eurozonen har vist, at priserne falder svagt i forhold til samme periode sidste år. Faldet i inflationen skyldes i høj grad de lavere oliepriser. Fremadrettet vil effekten fra den faldende oliepris aftage, når priserne enten stabiliserer sig eller igen begynder at stige. En længere periode med meget lav inflation øger dog risikoen for, at arbejdsmarkedets parter indregner lavere inflation i lønforhandlingerne, hvilket på længere sigt vil dæmpe inflationen til under ECB's mål på 2% p.a. Det viser sig også i ECB's inflationsprognose, som i september igen blev sænket for de kommende år, at der nu går længere tid før inflationen igen nærmer sig de en årlig rate på 2%. ECB's chef, Draghi, og flere styrelsesrådsmedlemmer har ved flere lejligheder understreget, at opkøbsprogrammet kan blive justeret og udvidet, hvis man finder, at det er nødvendigt at gøre mere for at få inflationen op.

Amerikansk produktion lider, mens servicesektoren blomstrer

I USA har fremstillingsindustrien problemer med at fordøje den styrkede USD, som koster på konkurrenceevnen. I september faldt konjunkturindikatoren (ISM) for fremstillingssektoren til det laveste niveau siden 2013, hvilket signalerer, at væksten i verdens største økonomi sandsynligvis vil aftage i 3. kvartal i forhold til 2. kvartals høje vækst på 3,9% annualiseret. Dette ses også i de seneste opgørelser fra arbejdsmarkedet, som har vist en noget lavere beskæftigelsesvækst end tidligere på året. At væksten ikke ventes at aftage helt så meget som indikeret af fremstillingssektorens ISM skyldes den yderst robuste fremgang inden for de mere indenlandsk orienterede serviceerhverv.

Den amerikanske centralbank – Fed – står derfor i en noget prekær situation. Fed har tydeligt signaleret, at man vurderer, at økonomien er robust nok til, at renten kan hæves fra de seneste seks års kriserenter tæt på 0%. Det er dog vanskeligt at implementere, når en central del af økonomien viser tydelige svaghedstegn. Ved det seneste rentemøde udtalte Feds chef, Janet Yellen, at man stadig forventede at hæve renten i 2015, men at den forhøjede usikkerhed om situationen i emerging market landene og den kraftige aktiekorrektion i august var medvirkende faktorer til at udskyde beslutningen lidt endnu. Siden dette møde har fremstillingssektoren vist nye tegn på svaghed, ligesom der er sket en tydelig opbremsning i antallet af nye beskæftigede på arbejdsmarkedet.

Aktiemarkedet gennemgår endnu en hård måned

For aktiemarkedet var september generelt endnu en svær måned drevet af bl.a. nervøsiteten for udviklingen i den globale økonomi. Alle de store regionale aktieindeks leverede således negative afkast i september. Af de vestlige markeder faldt Europa mest, da blandt andet VW-skandalen var med til at trække Autosektoren kraftigt ned. Volatiliteten i markedet er stadig forhøjet, hvilket nok vil fortsætte noget tid endnu, indtil markedet finder en form for konsensus om den økonomiske retning.



Faldende renter giver obligationer medvind

Renterne er generelt faldet i september. Dette på baggrund af usikkerheden om væksten, lav inflation og lempelige signaler fra centralbankerne. I USA er 10-årige renter nu igen omkring 2%, mens tyske renter ligger omkring 0,5%. Den meget lave inflation i både Europa og globalt holder spekulatøren kørende om, hvorvidt ECB kommer på banen med en udvidelse af opkøbsprogrammet. Den beslutning vil potentielt kan presse renterne lidt længere ned.

Spæde tegn på kinesisk stabilisering

I Kina har myndighederne skruet op for det offentlige forbrug. Det er sket i et forsøg på at stimulere økonomien, som de seneste måneder har vist tegn på en opbremsning af væksten. Finanspolitikken er blevet lempet og de offentlige udgifter stiger med cirka 20%, hvilket er betydeligt mere end indtægterne.

Samtidig er der også tegn på stabilisering i vækstindikatoren Li Ke Qiang indekset (som bygger på udviklingen i banklån, elektricitetsproduktion og godstrafik) og de officielle PMI-tal. Fortsat usikkerhed om retningen i den økonomiske vækst kan dog ikke helt afskrives, da andre indikatorer stadig peger i retning af aftagende vækst. Uanset, hvordan man ser på udviklingen i Kina, er der dog forholdsvis tydelige tegn på, at væksten stadig er i underkanten af de ønskede 7% p.a.. Dermed er myndighedernes udfordring med at stimulere økonomien ikke ovre endnu.



AFKASTOVERSIGT 2015 - PFA INVEST

PFA INVEST AFDELINGER	Afkast September	Afkast 2015	Afkast 2014	Afkast siden start	Start
PFA Invest Balance A	-1,0%	3,1%	12,4%	15,9%	28-01-2014
PFA Invest Balance B	-2,4%	4,0%	15,4%	36,4%	01-10-2012
PFA Invest Balance C	-3,3%	-8,2%	N/A	-8,2%	05-05-2015
PFA Invest Globale Aktier (D)	-4,5%	5,6%	18,5%	57,4%	01-10-2012
PFA Invest Korte Obligationer	0,0%	-1,6%	2,3%	2,1%	10-10-2012
PFA Invest Lange Obligationer	0,5%	-1,8%	5,6%	5,5%	01-10-2012
PFA Invest Kreditobligationer	-1,3%	5,4%	19,4%	24,0%	01-10-2012
PFA Invest Danske Aktier	-0,7%	24,4%	17,9%	101,8%	01-10-2012
PFA Invest Højt Udbytte Aktier	-3,4%	4,9%	8,2%	36,0%	20-12-2012
PFA Invest Europa Value Aktier	-3,7%	6,1%	-0,9%	5,2%	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.

AFKASTKOMMENTARER

BALANCE A

Porteføljen gav i september et afkast på -1,0% mod benchmarks -0,7%. Dermed kan afkastet for året opgøres til 3,1% mod benchmarks 2,5%.

Porteføljens andel af traditionelle danske obligationer har i perioden givet et afkast på 0,5%, hvilket er på niveau med det opstillede benchmark. Andelen af danske obligationer har i perioden været undervægtet med 2%-point i forhold til den fastsatte vægt i benchmark. Af de aktivklasser, der indgår i porteføljen, har danske obligationer, med et afkast på -2,0% for året, klaret sig dårligst.

Andelen af kreditobligationer udgjorde ultimo september 33,2% af den samlede portefølje, hvilket svarer til en undervægt på 1,8%-point i forhold til det opstillede benchmark. Samlet set gav porteføljen af kreditobligationer et afkast på -0,3% mod benchmarks -0,1%. Investment Grade obligationer gav det mindst negative afkast med -0,6%, mens High Yield obligationer og Emerging Market obligationer bidrog med et negativt afkast på henholdsvis -2,6% og -0,9%. År til dato har kreditobligationer bidraget positivt til det samlede porteføljeafkast, idet de har givet et afkast på 6,2%. Inden for de enkelte kreditsegmenter har afkastet for året været: Investment Grade 5,1%, High Yield 5,1% og Emerging Market Bonds 8,2%.



Som tilfældet også var i august, kommer denne måneds primære forklaringsfaktor bag det negative afkast fra de faldende aktiekurser. Således gav den samlede aktieportefølje et afkast på -3,9% i september mod et afkast for MSCI World (DKK) på -3,4%. Danske aktier var med et afkast på -0,7% igen at finde i den bedre ende af afkastspektret. Den øvrige del af aktieporteføljen gav et afkast mellem -3,5% og -4,4%. År til dato har aktieporteføljen givet et afkast på 5,9% mod benchmarks 2,0% svarende til et merafkast på 3,9%-point.

Aktier udgør aktuelt 26,8% mod benchmarks 25,0%. Overvægten af aktier har været til stede i hele perioden.

Aktieandelen er i perioden holdt på et niveau over benchmark. Vi ser fortsat aktier og kreditobligationer som værende det bedste alternativ til traditionelle obligationer og kontant placering.

Vores forventning om at investeringsmiljøet også i den kommende periode vil være gunstigt for risikofyldte aktiver, er således fortsat gældende. Vi er dog opmærksomme på, at der er nogle grå skyer i horisonten.

BALANCE B

Porteføljen gav i september et afkast på -2,4% mod benchmarks -1,9%. Dermed kan afkastet for året opgøres til 4,0% mod benchmarks 2,4%.

Porteføljens andel af traditionelle danske obligationer har i perioden givet et afkast på 0,5%, hvilket er på niveau med det opstillede benchmark. Andelen af danske obligationer har i perioden været undervægtet med 3%-point i forhold til den fastsatte vægt i benchmark. Af de aktivklasser, der indgår i porteføljen, har danske obligationer, med et afkast på -2,0% for året, klaret sig dårligst.

Andelen af kreditobligationer udgjorde ultimo september 19,2% af den samlede portefølje, hvilket svarer til en undervægt på 0,8%-point i forhold til det opstillede benchmark. Samlet set gav porteføljen af kreditobligationer et afkast på -1,1% mod benchmarks -0,5%. Investment Grade obligationer gav det mindst negative afkast med -0,6%, mens High Yield obligationer og Emerging Market obligationer bidrog med et negativt afkast på henholdsvis -2,6% og -0,9%. År til dato har kreditobligationer bidraget positivt til det samlede porteføljeafkast, idet de har givet et afkast på 4,9%. Inden for de enkelte kreditsegmenter har afkastet for året været: Investment Grade 5,1%, High Yield 5,1% og Emerging Market Bonds 8,2%.

Som tilfældet også var i august, kommer denne måneds primære forklaringsfaktor bag det negative afkast fra de faldende aktiekurser. Således gav den samlede aktieportefølje et afkast på -3,9% i september mod et afkast for MSCI World (DKK) på -3,4%. Danske aktier var med et afkast på -0,7% igen at finde i den bedre ende af afkastspektret. Den øvrige del af aktieporteføljen gav et afkast mellem -3,5% og -4,4%. År til dato har aktieporteføljen givet et afkast på 5,2% mod benchmarks 2,0% svarende til et merafkast på 3,2%-point.

Aktier udgør aktuelt 56,8% mod benchmarks 55,0%. Overvægten af aktier har været til stede i hele perioden.

Aktieandelen er i perioden holdt på et niveau over benchmark. Vi ser fortsat aktier og kreditobligationer som værende det bedste alternativ til traditionelle obligationer og kontant placering.

Vores forventning om at investeringsmiljøet også i den kommende periode vil være gunstigt for risikofyldte aktiver, er således fortsat gældende. Vi er dog opmærksomme på, at der er nogle grå skyer i horisonten.

I perioden har vi øget andelen af kreditobligationer og europæiske aktier. Denne allokering kommer primært fra kontanter.



BALANCE C*

Porteføljen gav i september et afkast på -3,3% mod benchmarks -2,5%. Dermed kan afkastet siden etablering primo maj 2015 opgøres til -8,5% mod benchmarks -8,8%.

Porteføljens andel af traditionelle danske obligationer har i perioden givet et afkast på 0,5%, hvilket er på niveau med det opstillede benchmark. Andelen af danske obligationer har i perioden været undervægtet med 3%-point i forhold til den fastsatte vægt i benchmark.

Andelen af kreditobligationer udgjorde ultimo september 9,1% af den samlede portefølje, hvilket svarer til en undervægt på 0,9%-point i forhold til det opstillede benchmark. Samlet set gav porteføljen af kreditobligationer et afkast på -1,3% mod benchmarks -0,6%. Investment Grade obligationer gav det mindst negative afkast med -0,6%, mens High Yield obligationer og Emerging Market obligationer bidrog med et negativt afkast på henholdsvis -2,6% og -0,9%.

Som tilfældet også var i august, kommer denne måneds primære forklaringsfaktor bag det negative afkast fra de faldende aktiekurser. Således gav den samlede aktieportefølje et afkast på -4,3% i september mod et afkast for MSCI World (DKK) på -3,4%. Danske aktier var med et afkast på -0,7% igen at finde i den bedre ende af afkastspektret. Den øvrige del af aktieporteføljen gav et afkast mellem -3,5% og -4,4%.

Aktier udgør aktuelt 75,8% mod benchmarks 75,0%.

Aktieandelen er holdt på et niveau over benchmark, da vi fortsat ser aktier som værende det bedste alternativ i forhold til obligationer og kontant. Vi har øget risikoen en anelse hen mod slutningen af september på markedets tilbagefald, som vi så som en opkøbsmulighed.

Vores forventning om at investeringsmiljøet også i den kommende periode vil være gunstigt for risikofyldte aktiver, er således fortsat gældende. Vi er dog opmærksomme på, at der er nogle grå skyer i horisonten.

I perioden er andelen af europæiske aktier øget.

* Balance C er etableret i maj 2015, hvorfor år til dato afkastet ikke dækker hele 2015.

KORTE OBLIGATIONER

Efter rentestigningerne i april og maj måned har renteændringerne hen over sommermånederne været beskedne. Renterne er dog gennem generelt september faldet.

For danske statsobligationer blev september præget af en udvidelse af spændet til tyske statsobligationer. Ligeledes faldt likviditeten for såvel stats- som realkreditobligationer efter sommermånederne på det danske obligationsmarked. Kreditspændet på realkreditobligationer fortsatte en anelse ud i september.

Afdelingen har i 2015 leveret et afkast på -1,6%, hvilket kan sammenholdes med et afkast på -0,4% for afdelingens benchmark.

LANGE OBLIGATIONER

Efter rentestigningerne i april og maj måned har renteændringerne hen over sommermånederne været beskedne. Renterne er dog gennem generelt september faldet.

For danske statsobligationer blev september præget af en udvidelse af spændet til tyske statsobligationer. Ligeledes faldt likviditeten for såvel stats- som realkreditobligationer efter sommermånederne på det danske obligationsmarked. Kreditspændet på realkreditobligationer fortsatte en anelse ud i september.

Afdelingen har i 2015 leveret et afkast på -1,8%, hvilket kan sammenholdes med et afkast på -0,8% for afdelingens benchmark.



KREDOBLIGATIONER

Kina var det store tema i august måned efter devalueringen af den kinesiske Yuan. Devalueringen kan være et signal omkring forværrede vækstudsigter i Kina skabt på ryggen af et overophedet boligmarked og overkapacitet fra mange års overinvestering.

Kina er storimportør af mange råvarer, hvorfor faldende priser på råvarer og udviklingen i Kina er to sider af samme sag.

I Europa og USA har vi i september set flere selskabsspecifikke nyheder som har været med til at forværre markedsstemningen. Glencore, Volkswagen, Valeant osv. Derudover forværres det makroøkonomiske billede i USA fortsat. Det er ikke kun fremstillingsindustrien, der er under pres, men også salget i detailhandlen og forbruget generelt.

Såvel virksomhedernes top- og bundlinier er under pres. Denne uro har også forplantet sig til henholdsvis kredit- og valutamarkedet i lande med betydelig råvare eksport. Dette har fået flere analytikere til at drage paralleller til 1997 krisen for Emerging Market. Selvom der ses en vækstafmatning i Emerging Market landene over en bred kam, så er vi stadig et stykke fra en egentlig krise. En grund hertil er, at de systemisk vigtige lande, modsat tidligere, nu har flydende valutaer, meget begrænset ekstern statsgæld med lang løbetid og langsigtet finansiering af betalingsbalancen. At Emerging Markets har det svært har været tydeligt udtrykt i de finansielle markeder. Men vi vil fastholde, at den systemiske risiko fortsat er lav.

De nuværende niveauer virker derfor attraktive f.s.a. investering i såvel stats- som virksomhedsobligationer i disse lande. Den forhøjede usikkerhed omkring Kina gør dog, at aktiver fra Emerging Markets lande vil være præget af store udsving i den kommende tid.

Usikkerheden omkring vækstscenariet i Kina gav samtidig grobund for tvivl omkring en eventuel negativ påvirkning af væksten i USA og Europa. Udvidelse af kreditspænd på tværs af kreditsegmenter, er baggrunden for det negative afkast i september. Porteføljen er robust positioneret med høj diversifikation. Samtidig er det absolutte niveau på kreditspændet i både investment grade og high yield, på tværs af developed og emerging markets, på et historisk attraktivt niveau.

DANSKE AKTIER

Porteføljen af danske aktier er i 2015 steget med 24,4%, hvilket kan sammenholdes med en stigning på afdelingens benchmark på 19,7%.

De seneste måneder har været præget af frygten for lavere vækst i Kina og en eventuel negativ effekt for den globale vækst. Den største begivenhed i september var den amerikanske centralbanks beslutning om at lade styringsrenten forblive uændret. Markedsreaktionen var negativ. Herudover var der en del uro fra selskabsspecifikke nyheder, herunder Volkswagen skandalen.

Det danske aktiemarked har dog været særdeles robust sammenlignet med resten af verden i perioden.

I september fik Novo Nordisk deres nye produkt Tresiba godkendt i USA. Dette øger visibiliteten i selskabets indtjening i de kommende år.

De største positive bidragsydere til merafkastet år til dato har været Pandora, Simcorp og Mærsk. Største negative bidragsydere var Lundbeck, DFDS og Chr. Hansen.



GLOBALE AKTIER

Afdelingens afkast kan i september opgøres til -4,5% mod et benchmark afkast på -3,4%. År-til-dato har afdelingen givet et afkast på 5,6%, hvilket svarer til et merafkast på 3,5 %-point.

De globale aktiemarkeder var i september præget af fortsat høj volatilitet. Alle de store regioner oplevede faldende markeder. Således faldt USA ned 2,4%, Europa med 4,4%, mens japanske aktier var den mest negative region med et fald på 6,5%. Emerging markets faldt i september med 2,7%.

Den amerikanske centralbank FED holdt renten i ro, hvilket i aktiemarkedet blev tolket som tegn på fortsat makroøkonomisk usikkerhed, og aktieinvestorerne fortsatte salgspresset fra august måned.

På den selskabsspecifikke front dominerede VW-skandalen. VW er siden den 18. sept. faldet med ca. 40% svarende til et tab i markedsværdien på ca. EUR 30 mia. Det er vurderingen, at tabet i markedsværdien overgår de faktiske omkostninger ifm skandalen. Da omfanget af skandalen ikke for nuværende er fuldt afdækket, ligger usikkerheden omkring den potentielle størrelse af et evt. erstatningskrav som en dyne over aktien.

Sidst i september blev medicinalektoren udsat for et markant salgspres grundet usikkerhed om fremtidige prisreformer i USA. Usikkerheden bundede i udtalelser fra Hillary Clinton, der står som en af favoritterne til at vinde præsidentvalget i 2016.

VW-skandalen og salgspresset i sundhedssektoren, hvor porteføljen er overvægtet, forklarede månedens underperformance på ca. 1%-point.

Af positive bidragsydere til performance i september kan nævnes: Pandora, General Electric og Reckitt Benckiser, mens PVH, McGraw-Hill og Alibaba bidrog negativt.

På sektorniveau var de største positive bidragsydere i den forgangne måned Energi og Råvarer, hvor porteføljen i begge sektorer er undervægtet, men Cyklisk Forbrug – herunder VW – var største negative bidragsyder.

HØJT UDBYTTE AKTIER

Til trods for kursstigninger mod slutningen af måneden var september en dårlig måned for europæiske aktier. Porteføljen af Højt Udbytte aktier faldt i september 3,4%, hvilket er 1%-point bedre end MSCI Europa. For året er porteføljen steget 4,9%, hvilket er 1,9% bedre end benchmark.

På mange måder var september en forlængelse af august med omdrejningspunkt i den fortsatte uro om Kinas økonomiske formåen og de afledte effekter for de globale vækstudsigt.

Herudover øgede Fed usikkerheden om den amerikanske økonomis tilstand ved at udskyde renteforhøjelsen til tidligst i december.

VW aktien faldt 42% i september efter det kom frem, at selskabet bevidst havde manipuleret med udledningen af NOx for udvalgte diesel bilmotorer i US. Efterfølgende viste det sig, at det ikke kun omhandlede biler leveret til USA.

De to tyske forsyningselskaber E.on og RWE faldt begge 24% i måneden grundet øget behov for hensættelser til lukning af atomkraftværker i Tyskland.

På porteføljeniveau er de største positive bidrag til afkastet i år kommet fra råvare- og IT-selskaber, hvorimod de største negative bidrag kommer fra finans-, tele- og industriselskaberne.



EUROPA VALUE AKTIER

Porteføljen af europæiske value aktier faldt i september 3,7%, hvilket er 0,7%-point bedre end MSCI Europa. For året er porteføljen steget 6,1%, hvilket kan sammenholdes med 3,0% for MSCI Europa.

Uro om Kina samt Fed beslutning om ikke, som forventet af mange, at sætte renten op i september prægede markederne. De underliggende nøgletal for økonomien i specielt Europa peger dog fortsat op, selvom det går langsomt.

Defensive aktier ser fortsat relativt dyre ud. På nogle nøgletal handler value aktier relativt til meget defensive aktier på niveau set i forbindelse med Lehman krisen. På de europæiske aktiemarkeder var den "diselgate", som VW påståede snyd med forureningstillene allerede er døbt, dominerende. Der var en afsmittende effekt til andre selskaber såvel inden for som uden for bilindustrien.

Porteføljens selskaber har en tendens til at være mere fokuserede på det indenlandske marked i Europa, hvor spores en bedring i økonomien. Porteføljen var positivt påvirket af performance i Easyjet, Marine Harvet og Glencore og negativt af påvirket af udviklingen i Nestle, Arysza og SABMiller.

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.