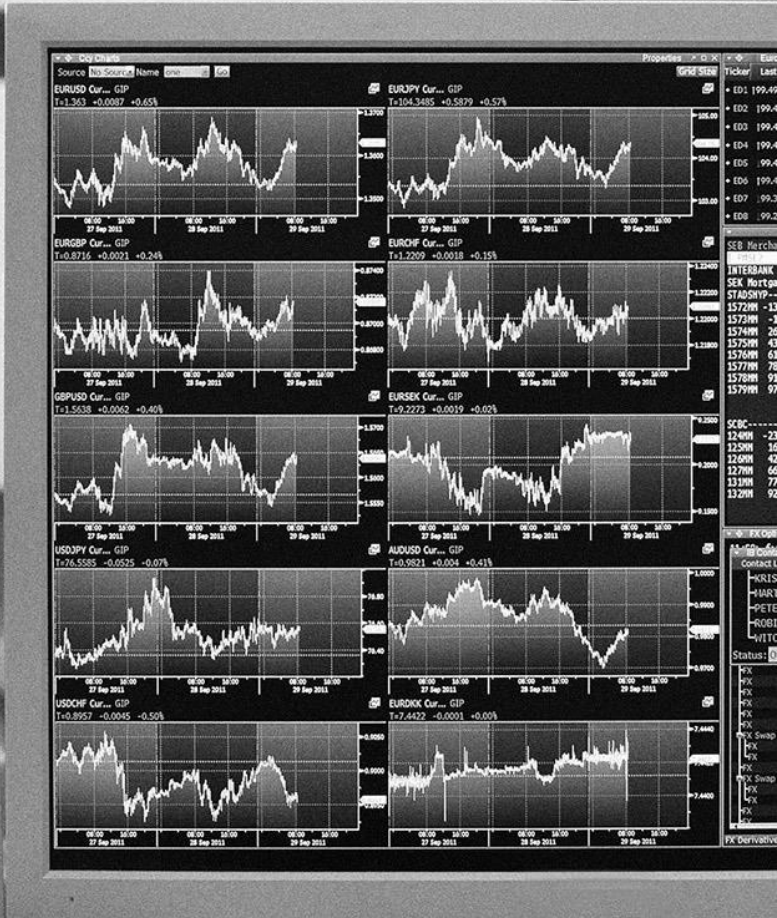


# PFA INVEST

## NYHEDSBREV – NOVEMBER 2016





## MARKEDSKOMMENTAR

### Positiv stemning i global økonomi

De seneste måneder har konjunkturindikatorer tegnet et mere positivt billede af aktiviteten i de store økonomier. PMI-indikatorer for fremstillingsindustrien er steget i USA, Eurozonen, Japan og Kina og markerer for de fleste regioner det højeste niveau i år. Den positive trend er bredt baseret og på tværs af Europa, Asien og Latinamerika med enkelte undtagelser i blandt andet Storbritannien.

Kombineret med en stabil udvikling i privatforbrug og beskæftigelse tegner PMI indikatorerne et positivt billede af udviklingen i den globale økonomi. Det har ført til mindre opjusteringer i analytikernes forventninger (jf. Bloomberg) til væksten det kommende år, som nu ventes at stige til 3,2% i 2016 fra tidligere 3,1%. Den ventede vækst er dog stadig lav i forhold til årene efter finanskrisen, hvor den globale økonomi gennemsnitligt er vokset med 3,8%. Løftet i væksten ventes specielt at blive drevet af stigende vækst i udviklingslandene (til 4,8% i 2017 fra 4,1% i 2016), mens OECD-landene ventes at vokse med mere beskedne 1,8% i 2017 efter 1,6% i 2016. Kina leverer stadig et væsentligt bidrag på cirka 40% til den globale vækst, mens USA, Japan og Eurozonen kun står for cirka 25% sammenlagt. Dette understreger også, hvor svag væksten kunne blive, hvis Kina styrede mod en hård opbremsning.

### Stigende usikkerhed om fremtiden for ECB's opkøbsprogram

I Eurozonen ventes ECB's styrelsesråd at bruge mødet i starten af december til at diskutere, hvordan opkøbsprogrammet skal fortsætte i 2017. Under programmets nuværende rammer ventes ECB at løbe tør for blandt andet tyske obligationer (som opfylder kravene) i første halvår af 2017. Draghi har holdt kortene tæt til kroppen i forhold til programmets fremtid, om end han tydeligt signalerer, at det vil fortsætte efter den nuværende udløbsdato til marts 2017. Kombinationen af bedre end forventede væksttal, centralbankernes hints om en mulig overophedning af økonomien og usikkerheden om ECB's opkøbsprogram har bidraget til stigende lange renter. Italiens valg 4. december rummer også en potentiel risiko for, at deres EU medlemskab eventuelt senere lægges ud til folkeafstemning, men dette er dog langt fra sikkert.

### Det amerikanske præsidentvalg

Det amerikanske præsidentvalg udgør den mest synlige risikofaktor på kort sigt. Hvis valget falder på Trump, forventes risikofyldte aktiver at ville reagere negativt. Han har signaleret, at han vil forbedre de handelsaftaler, som USA har med resten af verden, ligesom afgiften på kinesiske og mexicanske varer skal øges. Risikoen for en handelskrig vil ramme aktiemarkedene globalt og ikke mindst aktier og valutaer fra Emerging Markets. Kombinationen af ekspansiv finanspolitik og mere lukkede grænser vil føre til stigende inflation og renter. Derfor kan et valg af Trump også betyde højere renter på længere sigt.

### Lavere afkast og større volatilitet

Med det in mente er det dog vores vurdering, at risikofyldte aktiver tilbyder større potentiale end traditionelle obligationer i de kommende måneder. Nyhedsstrømmen er positiv, pengepolitikken er meget lempelig, og mange investorer har skruet nogle grader ned for risikoen i porteføljen efter at have brændt fingrene på de to voldsomme korrektioner, der betød, at globale aktier faldt med over 20% fra sommeren 2015 til februar 2016. Men fremadrettet vil det primært være nyhedsstrømmen, der styrer aktiemarkedene. Tiden med rente- og likviditetsdrevne markeder ligger bag os, og det betyder udsigt til lavere afkast og større volatilitet.



## AFKASTOVERSIGT 2016 - PFA INVEST

PFA INVEST AFDELINGER	Oktober	2016	2015	2014	Afkast siden start	Start
PFA Invest Balance A	-0,1%	3,8%	7,1%	12,4%	24,9%	28-01-2014
PFA Invest Balance B	-0,1%	1,9%	10,3%	15,4%	47,2%	01-10-2012
PFA Invest Balance C	-0,3%	0,2%	-0,9%	N/A	-0,7%	05-05-2015
PFA Invest Globale Aktier (D)	-0,3%	-1,4%	17,7%	18,5%	73,0%	01-10-2012

PFA Invest Mellemlange Obligationer	-0,5%	1,2%	N/A	N/A	1,2%	30-03-2016
PFA Invest Udenlandske statsobligationer	-1,0%	-1,0%	N/A	N/A	-1,0%	26-10-2016
PFA Invest Kreditobligationer	1,0%	9,2%	7,8%	19,4%	38,7%	01-10-2012
PFA Invest Danske Aktier	-0,6%	2,3%	36,4%	17,9%	126,4%	01-10-2012
PFA Invest Højt Udbytte Aktier	-0,7%	-5,4%	11,4%	8,2%	36,6%	20-12-2012
PFA Invest Europa Value Aktier	-0,4%	-5,6%	14,1%	-0,9%	6,8%	07-10-2014
PFA Invest USA Stabile Aktier	-1,6%	-1,6%	N/A	N/A	-1,6%	26-10-2016

Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast.

I henhold til bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel kan anvendt afkastdata findes i sin fuldstændighed under [www.pfainvest.dk/afdelinger.html](http://www.pfainvest.dk/afdelinger.html).

## AFKASTKOMMENTARER

### BALANCE A

Det samlede porteføljeafkast blev marginalt negativt i oktober. Stigende renter var den primære årsag bag afkastudviklingen, idet såvel kreditobligationer som aktier, målt ved de relevante benchmark, gav positive afkast.

Konsekvenserne af Brexit kom igen på dagsordenen, og markedet var vidne til et markant fald i GBP mod såvel EUR som USD.

Fokus i markedet har i perioden været på en generel bedring af de økonomiske nøgletal, den igangværende regnskabsæson, præsidentvalget i USA tirsdag den 8. november 2016 samt folkeafstemningen i Italien den 4. december 2016, som vil svække senatets magt. Sidstnævnte er problematisk, da Italien har akut behov for reformer, som kan blive vanskelige at gennemføre ved et "nej".

Umiddelbart dominerede den politiske dagsorden udviklingen på de finansielle markeder i oktober. Således at forstå, at bedre økonomiske nøgletal samt hvad der ligner en bedre end forventet regnskabsæson indtil videre ikke har været nok til at opveje usikkerheden fra dels skiftende meningsmålinger omkring, hvem der bliver USA's næste præsident samt udfaldet af den italienske afstemning.

Renten på traditionelle stats- og realkreditobligationer steg med cirka 0,2%-point i oktober. Stigningen var størst for den længere del af rentekurven. Generelt klarede realkreditobligationer sig bedre end tilsvarende statsobligationer, ligesom korte obligationer generelt klarede sig bedre end obligationer med høj varighed.



Inden for kreditobligationer havde de stigende renter en negativ effekt på afkastet. At de forskellige klasser af kreditobligationer så alligevel endte måneden med et positivt afkast (Investment Grade +0,4%, High Yield +1,8% og Emerging Market +0,2%), skyldes helt primært en stigning i USD mod DKK på cirka 1,8%. High Yield obligationer udmærkede sig endvidere med en indsnævring af kreditspændet på cirka 0,1%-point. Kreditobligationer har haft et fantastisk 2016! Opgjort i DKK har de forskellige typer givet et afkast for året på: Investment Grade +5,6%, High Yield +13,1% og Emerging Market +10,9%.

På aktiesiden har Asien, og specielt Japan, haft en god måned, mens europæiske aktier nok engang indtog en skuffende "jumboplads". Målt ved MSCI World (DKK) gav det globale aktiemarked et afkast på 0,4% i oktober (+2,3% opgjort i DKK for 2016). Amerikanske aktier blev hjulpet af en positiv udvikling i USD og sluttede måneden med et afkast på 0,5% målt ved MSCI World (DKK). Til sammenligning faldt europæiske aktier målt ved MSCI Europa med 0,9%, mens MSCI Japan steg 3,8% primært trukket af en styrket yen. Danske aktier sluttede i bunden med et afkast på niveau med europæiske aktier generelt.

For året som helhed er det fortsat aktierne fra Emerging Markets, der har givet det højeste afkast (14,9% målt ved MSCI Emerging Market i DKK), efterfulgt af amerikanske (+4,6% i DKK) og japanske (2,6% i DKK). Til sammenligning har europæiske målt ved MSCI Europa (DKK) givet et afkast på -4,4% og danske aktier målt ved Nasdaq OMX Capped 1,3%.

Periodens afkast kan opgøres til -0,1%, hvilket svarer til benchmark. År til dato er afkastet 3,8% mod benchmarks 5,1%. Den negative performance relativt til benchmark kan tilskrives underperformance på aktier, herunder overvægt i Europa og underperformance på den globale aktieportefølje samt undervægt af traditionelle obligationer.

Porteføljen af danske stats- og realkreditobligationer gav i oktober et afkast på -0,7%, hvilket er 0,3% bedre end benchmark. For året har danske obligationer givet et afkast på 4,3%, hvilket er 0,4%-point lavere end afkastet på benchmark. År til dato har de længere obligationer fortsat givet de højeste afkast på grund af faldende renter. Andelen af danske obligationer udgør ultimo oktober 36,4%, svarende til en undervægt på 3,6%-point.

Kreditobligationer har i perioden givet et afkast på 0,5%, mens afkastet for året kan opgøres til 8,3%, hvilket er 0,9%-point mere end benchmark. High Yield obligationer har klaret sig bedst i oktober med 2,8%, mens Investment Grade og Emerging Market obligationer har givet henholdsvis 1,2% og 1,1%. År til dato er det fortsat Emerging Market og High Yield, der trækker afkastet på kreditobligationer op med et afkast på henholdsvis 12,1% og 12,5%. En stor del af kreditobligationsporteføljen er blevet valutaafdækket i oktober, hvorfor USD-stigningen ikke slår fuldt igennem.

Andelen af kreditobligationer udgør samlet 36,1% ultimo perioden fordelt med Investment Grade 26,4%, High Yield 4,9% og Emerging Market Bonds 4,8%.

Aktieporteføljen gav i oktober et afkast på -0,3% mod benchmarks 0,4%. Underperformance skyldes overvægten mod europæiske aktier (herunder danske aktier), der var at finde som den dårligst performende region i oktober. Ligeledes påvirkes performance negativt af selskabsudvælgelsen inden for den globale aktieportefølje. For året har aktieporteføljen samlet set givet -2,1%, hvilket kan sammenholdes med et afkast for MSCI World (DKK) på 2,2% svarende til en underperformance på 4,3%-point.

Aktier udgør ultimo oktober 23,5% svarende til en undervægt på 1,5%-point.

#### **Allokering:**

Risikoniveauet er øget gennem oktober med køb af kreditobligationer (1,5%) og US Stabile aktier (+1,5%). Kontanter udgør ultimo perioden 4,0%. Samlet er danske obligationer og aktier fortsat undervægtet. Inden for aktieporteføljen er overvægten i europæiske og danske aktier fastholdt. Den er dog reduceret i perioden ved køb af US Stabile aktier.



## BALANCE B

Det samlede porteføljeafkast blev marginalt negativt i oktober. Stigende renter var den primære årsag bag afkastudviklingen, idet såvel kreditobligationer som aktier, målt ved de relevante benchmark, gav positive afkast.

Konsekvenserne af Brexit kom igen på dagsordenen, og markedet var vidne til et markant fald i GBP mod såvel EUR som USD.

Fokus i markedet har i perioden været på en generel bedring af de økonomiske nøgletal, den igangværende regnskabssæson, præsidentvalget i USA tirsdag den 8. november 2016 samt folkeafstemningen i Italien den 4. december 2016, som vil svække senatets magt. Sidstnævnte er problematisk, da Italien har akut behov for reformer, som kan blive vanskelige at gennemføre ved et "nej".

Umiddelbart dominerede den politiske dagsorden udviklingen på de finansielle markeder i oktober. Således at forstå, at bedre økonomiske nøgletal samt hvad der ligner en bedre end forventet regnskabssæson indtil videre ikke har været nok til at opveje usikkerheden fra dels skiftende meningsmålinger omkring, hvem der bliver USA's næste præsident samt udfaldet af den italienske afstemning.

Renten på traditionelle stats- og realkreditobligationer steg med cirka 0,2%-point i oktober. Stigningen var størst for den længere del af rentekurven. Generelt klarede realkreditobligationer sig bedre end tilsvarende statsobligationer, ligesom korte obligationer generelt klarede sig bedre end obligationer med høj varighed.

Inden for kreditobligationer havde de stigende renter en negativ effekt på afkastet. At de forskellige klasser af kreditobligationer så alligevel endte måneden med et positivt afkast (Investment Grade +0,4%, High Yield +1,8% og Emerging Market +0,2%), skyldes helt primært en stigning i USD mod DKK på cirka 1,8%. High Yield obligationer udmærkede sig endvidere med en indsnævring af kreditspændet på cirka 0,1%-point. Kreditobligationer har haft et fantastisk 2016! Opgjort i DKK har de forskellige typer givet et afkast for året på: Investment Grade +5,6%, High Yield +13,1% og Emerging Market +10,9%.

På aktiesiden har Asien, og specielt Japan, haft en god måned, mens europæiske aktier nok engang indtog en skuffende "jumboplads". Målt ved MSCI World (DKK) gav det globale aktiemarked et afkast på 0,4% i oktober (+2,3% opgjort i DKK for 2016). Amerikanske aktier blev hjulpet af en positiv udvikling i USD og sluttede måneden med et afkast på 0,5% målt ved MSCI World (DKK). Til sammenligning faldt europæiske aktier målt ved MSCI Europa med 0,9%, mens MSCI Japan steg 3,8% primært trukket af en styrket yen. Danske aktier sluttede i bunden med et afkast på niveau med europæiske aktier generelt.

For året som helhed er det fortsat aktierne fra Emerging Markets, der har givet det højeste afkast (14,9% målt ved MSCI Emerging Market i DKK), efterfulgt af amerikanske (+4,6% i DKK) og japanske (2,6% i DKK). Til sammenligning har europæiske målt ved MSCI Europa (DKK) givet et afkast på -4,4% og danske aktier målt ved Nasdaq OMX Capped 1,3%.

Periodens afkast kan opgøres til -0,1%, hvilket er 0,3%-point mindre end benchmark. År til dato er afkastet 2,2% mod benchmarks 4,2%. Den negative performance relativt til benchmark kan tilskrives underperformance på aktier, herunder overvægt i Europa og underperformance på den globale aktieportefølje samt undervægt af traditionelle obligationer.

Porteføljen af danske stats- og realkreditobligationer gav i oktober et afkast på -0,6%, hvilket er 0,3% bedre end benchmark. For året har danske obligationer givet et afkast på 4,3%, hvilket er 0,4%-point lavere end afkastet på benchmark. År til dato har de længere obligationer fortsat givet de højeste afkast på grund af faldende renter. Andelen af danske obligationer udgør ultimo oktober 24,4%, svarende til en undervægt på 0,6%-point.



Kreditobligationer har i perioden givet et afkast på 1,1%, mens afkastet for året kan opgøres til 9,6%, hvilket er 0,8%-point mere end benchmark. High Yield obligationer har klaret sig bedst i oktober med 2,8%, mens Investment Grade og Emerging Market obligationer har givet henholdsvis 1,2% og 1,1%. År til dato er det fortsat Emerging Market og High Yield, der trækker afkastet på kreditobligationer op med et afkast på henholdsvis 12,1% og 12,5%. En stor del af kreditobligationsporteføljen er blevet valutaafdækket i oktober, hvorfor USD-stigningen ikke slår fuldt igennem.

Andelen af kreditobligationer udgør samlet 20,5% ultimo perioden fordelt med Investment Grade 10,4%, High Yield 5,6% og Emerging Market Bonds 4,5%.

Aktieporteføljen gav i oktober et afkast på -0,4% mod benchmarks 0,4%. Underperformance skyldes overvægten mod europæiske aktier (herunder danske aktier), der var at finde som den dårligst performende region i oktober. Ligeledes påvirkes performance negativt af selskabsudvælgelsen inden for den globale aktieporteføje. For året har aktieporteføljen samlet set givet -1,5%, hvilket kan sammenholdes med et afkast for MSCI World (DKK) på 2,2% svarende til en underperformance på 3,8%-point.

Aktier udgør ultimo oktober 53,7% svarende til en undervægt på 1,3%-point.

## Allokering

Risikoniveauet er øget gennem oktober med køb af kreditobligationer (+1,5%-point) og US Stabile aktier (+1,5%-point). Kontanter udgør ultimo perioden 1,4%. Samlet er danske obligationer og aktier fortsat undervægtet. Inden for aktieporteføljen er overvægten i europæiske og danske aktier fastholdt. Den er dog reduceret i perioden ved køb af US Stabile aktier.

## BALANCE C

Det samlede porteføljeafkast blev marginalt negativt i oktober. Stigende renter var den primære årsag bag afkastudviklingen, idet såvel kreditobligationer som aktier, målt ved de relevante benchmark, gav positive afkast.

Konsekvenserne af Brexit kom igen på dagsordenen, og markedet var vidne til et markant fald i GBP mod såvel EUR som USD.

Fokus i markedet har i perioden været på en generel bedring af de økonomiske nøgletal, den igangværende regnskabssæson, præsidentvalget i USA tirsdag den 8. november 2016 samt folkeafstemningen i Italien den 4. december 2016, som vil svække senatets magt. Sidstnævnte er problematisk, da Italien har akut behov for reformer, som kan blive vanskelige at gennemføre ved et "nej".

Umiddelbart dominerede den politiske dagsorden udviklingen på de finansielle markeder i oktober. Således at forstå, at bedre økonomiske nøgletal samt hvad der ligner en bedre end forventet regnskabssæson indtil videre ikke har været nok til at opveje usikkerheden fra dels skiftende meningsmålinger omkring, hvem der bliver USA's næste præsident samt udfaldet af den italienske afstemning.

Renten på traditionelle stats- og realkreditobligationer steg med cirka 0,2%-point i oktober. Stigningen var størst for den længere del af rentekurven. Generelt klarede realkreditobligationer sig bedre end tilsvarende statsobligationer, ligesom korte obligationer generelt klarede sig bedre end obligationer med høj varighed.

Inden for kreditobligationer havde de stigende renter en negativ effekt på afkastet. At de forskellige klasser af kreditobligationer så alligevel endte måneden med et positivt afkast (Investment Grade +0,4%, High Yield +1,8% og Emerging Market +0,2%), skyldes helt primært en stigning i USD mod DKK på cirka 1,8%. High Yield obligationer udmærkede sig endvidere med en indsnævring af kreditspændet på cirka 0,1%-point. Kreditobligationer har haft et fantastisk 2016! Opgjort i DKK har de forskellige typer givet et afkast for året på: Investment Grade +5,6%, High Yield +13,1% og Emerging Market +10,9%.



På aktiesiden har Asien, og specielt Japan, haft en god måned, mens europæiske aktier nok engang indtog en skuffende "jumboplads". Målt ved MSCI World (DKK) gav det globale aktiemarked et afkast på 0,4% i oktober (+2,3% opgjort i DKK for 2016). Amerikanske aktier blev hjulpet af en positiv udvikling i USD og sluttede måneden med et afkast på 0,5% målt ved MSCI World (DKK). Til sammenligning faldt europæiske aktier målt ved MSCI Europa med 0,9%, mens MSCI Japan steg 3,8% primært trukket af en styrket yen. Danske aktier sluttede i bunden med et afkast på niveau med europæiske aktier generelt.

For året som helhed er det fortsat aktierne fra Emerging Markets, der har givet det højeste afkast (14,9% målt ved MSCI Emerging Market i DKK), efterfulgt af amerikanske (+4,6% i DKK) og japanske (2,6% i DKK). Til sammenligning har europæiske målt ved MSCI Europa (DKK) givet et afkast på -4,4% og danske aktier målt ved Nasdaq OMX Capped 1,3%.

Periodens afkast kan opgøres til -0,3%, hvilket er 0,5%-point mindre end benchmark. År til dato er afkastet 0,5% mod benchmarks 3,3%. Den negative performance relativt til benchmark kan tilskrives underperformance på aktier, herunder overvægt i Europa og underperformance på den globale aktieportefølje samt undervægt af traditionelle obligationer.

Porteføljen af danske stats- og realkreditobligationer gav i oktober et afkast på -0,6%, hvilket er 0,4% bedre end benchmark. For året har danske obligationer givet et afkast på 4,1%, hvilket er 0,6%-point lavere end afkastet på benchmark. År til dato har de længere obligationer fortsat givet de højeste afkast på grund af faldende renter. Andelen af danske obligationer udgør ultimo oktober 15,1%, svarende til vægten i det opstillede benchmark.

Kreditobligationer har i perioden givet et afkast på 1,0%, mens afkastet for året kan opgøres til 9,2%, hvilket er 0,5%-point mere end benchmark. High Yield obligationer har klaret sig bedst i oktober med 2,8%, mens Investment Grade og Emerging Market obligationer har givet henholdsvis 1,2% og 1,1%. År til dato er det fortsat Emerging Market og High Yield, der trækker afkastet på kreditobligationer op med et afkast på henholdsvis 12,1% og 12,5%. En stor del af kreditobligationsporteføljen er blevet valutaafdækket i oktober, hvorfor USD-stigningen ikke slår fuldt igennem.

Andelen af kreditobligationer udgør samlet 11,3% ultimo perioden fordelt med Investment Grade 5,7%, High Yield 2,9% og Emerging Market Bonds 2,8%.

Aktieporteføljen gav i oktober et afkast på -0,5% mod benchmarks 0,4%. Underperformance skyldes overvægten mod europæiske aktier (herunder danske aktier), der var at finde som den dårligst performende region i oktober. Ligeledes påvirkes performance negativt af selskabsudvælgelsen inden for den globale aktieportefølje. For året har aktieporteføljen samlet set givet -1,5%, hvilket kan sammenholdes med et afkast for MSCI World (DKK) på 2,2% svarende til en underperformance på 3,8%-point.

Aktier udgør ultimo oktober 74,2% svarende til en undervægt på 0,8%-point.

## Allokering

Risikoniveauet er øget gennem oktober med køb af US Stabile aktier (+4,0%-point). Kontanter udgør ultimo perioden 1,0%. Samlet er danske obligationer og aktier fortsat undervægtet. Inden for aktieporteføljen er overvægten i europæiske og danske aktier fastholdt. Den er dog reduceret i perioden ved køb af US Stabile aktier. Afdelingen har ligget undervægtet i aktier i længere tid, men denne undervægt er nu mindsket betydeligt.



## MELLEMLANGE OBLIGATIONER (etableret 30.03.2016)

Afkastet i oktober blev -0,5%, hvilket er 0,1%-point bedre end afkastet på benchmark. For året kan afkastet opgøres til 1,2%, hvilket er 0,1%-point bedre end afkastet for benchmark.

Efter et par måneder, hvor renterne har været stabile, var oktober måned generelt en periode, hvor renterne var stigende. Den primære årsag til stigende renter var en jagttagelse af, at den europæiske centralbanks (ECB) opkøb af obligationer nærmer sig en afsluttende fase – marts 2017. Det nuværende opkøbsprogram fortsætter indtil marts 2017. Hvorvidt programmet afvikles, forlænges eller udvides samt hvordan detailrammerne herfor måtte blive, hersker der stadig stor usikkerhed omkring.

Porteføljen har i perioden været overvægtet konverterbare realkreditobligationer mod en tilsvarende undervægt af stats- og rentetilpasningsobligationer. Afdelingen har i perioden haft en renterisiko en anelse under benchmark - dog med en overvægt til det mellemlange rentesegment.

## UDENLANDSKE STATSOBLIGATIONER (etableret 21.10.2016)

Rygter om nedtrækning af ECBs opkøbsprogram satte tonen for oktober måned, hvor vi var vidne til såvel højere renter samt en stejlere rentekurve. I Tyskland steg renteforskellen mellem 5- og 30 årige obligationer med ca. 20 bp.

Også i Storbritannien steg renterne markant efter premierminister Theresa May udtrykte sin uenighed i Bank of Englands nuværende opkøbsprogram. Samtidig understregede hun sin agenda for de forestående Brexit-forhandlinger, hvilket syntes at øge risikoen for et "hard Brexit".

Som i Storbritannien og Eurozonen var temaet i USA ligeledes generelt højere renter samt en stejlere rentekurve på specielt statsobligationer. Nøgletal for den amerikanske økonomi kom generelt positivt ud og en renteforhøjelse fra den amerikanske centralbank (Fed) til december, ser stadig mere sandsynligt ud. Meget synes dog at afhænge af præsidentvalgets udfald den 8. november.

Porteføljens renterisiko har været højere end det fremgår af benchmark, hvilket har bidraget negativt til såvel den absolutte som relative performance. Afkast år til dato er -1.0%, marginalt lavere end benchmark.





## KREDITOBLIGATIONER

Efter grundige overvejelser har PFA Asset Management i løbet af oktober valgt at ændre strategien for afdelingen. Hidtil har afdelingen ikke foretaget afdækning af valutakursrisikoen mod danske kroner.

Fremadrettet vil eksponering mod udenlandsk valuta blive afdækket. Afdækningen kommer til at være i intervallet 85-100% for så vidt angår den samlede mængde aktiver denomineret i andre valutaer end DKK/EUR. I det daglige arbejde omhandler det primært afdelingens eksponering til den amerikanske dollar.

Ved udgangen af oktober er over 80% af afdelingens aktiver investeret i USD-denominerede aktiver. Den resterende del er primært investeret i EUR-denominerede aktiver. Fremadrettet vil investeringerne i USD blive valutaafdækket.

Den ændrede strategi forventes at minimere afkastudsvingene fremadrettet, da valutakomponenten historisk har været en betydelig kilde til udsving i afkastene. Ændringen af prospektet og påbegyndelse af valutaafdækningen skete den 12. oktober 2016. Fremadrettet forventes det derfor at kilderne til afkastet primært vil findes i den generelle renteutvikling samt indsnævring/udvidelse af kreditspændet/-præmien. Da valutaafdækningen vil ske indenfor et bånd (85-100%), forsvinder følsomheden over for udsving i USD ikke helt.

Det sammenvægtede benchmark er ligeledes fra den 12. oktober ændret, så det afspejler afdelingens ændrede strategi. Afdelingens benchmark er således 100% afdækket mod DKK.

Måneden bød på svagt stigende renter i både USA og Europa, hvilket holdt det absolutte afkast lidt tilbage, Porteføljen har i oktober givet et afkast på 1,0%, hvilket er 0,4%-point bedre end afkastet på det sammenvægtede benchmark. År-til-dato kan porteføljens afkast opgøres til 9,2%, hvilket er 0,5%-point bedre end afkastet på benchmark.

Fokus i markedet har gennem en periode været på det kommende præsidentvalg i USA. Meningsmålingerne har længe haft Hillary Clinton som favorit. På det seneste er rolle blevet udfordret af stigende tilslutning til Trump. Baggrunden for Trumps fremgang var bl.a. en undersøgelse fra det amerikanske forbundspoliti, FBI, hvor der blev offentliggjort mere materiale omkring den såkaldte "e-mail sag". En blanding af et marked som handler på fair priser og nervøsiteten omkring udfaldet af valget, gav sig udslag i en negativ stemning.

Investment Grade segmentet havde fortsat fokus på transaktioner, der involverer en samtidig virksomhedsovertagelse. AT&Ts køb af Time Warner skal eksempelvis delfinansieres med en stor gældsudstedelse. Kreditpræmierne i det generelle marked har dog været nogenlunde stabile relativt til rentestigningerne, som bidrog negativt til det samlede afkast. Telekommunikation var ligeledes blandt de svageste sektorer, mens Forsikring og Energi bidrog positivt.

High Yield gav i perioden det højeste afkast, hvilket bl.a. kan tilskrives, at dette segment indeholder mange energiselskaber, som var den sektor der klarede sig bedst. Der var i oktober en række overskrifter fra OPEC omkring mulig fastfrysning af olieproduktionen, men det lykkedes ikke for organisation at finde enighed, og olien faldt næsten 10% i sidste halvdel af oktober. Det var dog ikke nok til at ødelægge festen i energisektoren. Ikke-cykliske forbrugsvarer, herunder sundhedspleje, klarede sig dårligst.

Emerging Markets var ligesom det resterende marked præget af en stor udstedelsesaktivitet i oktober, hvor blandt andet Saudi Arabien udstedte for USD 17,5 mia. Dette var kun var et enkelt land i rækken af større udstedere i perioden. Investorerne sender stadig flere penge til aktivklassen om end der kan anes en afbøjning i stigningstakten, som har været massiv gennem 2016. Der var få udstederspecifikke nyheder i måneden som bevægede markedet, der i høj grad er drevet af generelle makrofaktorer.



## DANSKE AKTIER

Det amerikanske og europæiske aktiemarked oplevede mindre udsving i oktober. Det samme var tilfældet for det danske aktiemarked om end der var store udsving i de underliggende aktier. Målt ved OMX Copenhagen Cap\_GI faldt danske aktier med 0,4%. Dermed har det danske aktiemarked givet 1,3% i 2016. Porteføljen gav i oktober et afkast på -0,6%, hvilket bringer årets afkast på 2,3%.

Af de selskabsspecifikke nyheder var månedens klart største Novo Nordisks nedjustering. Væksten for 2016 blev nedjusteret en lille smule. Men den primære grund til at aktien faldt kraftigt, var at selskabet nedjusterede den langsigtede vækst i overskuddet fra 10% til nu 5%. Det nye vækst mål er fastsat ud fra forudsætningen om, at det nuværende intense konkurrencemiljø fortsætter. Herudover er der skabt usikkerhed om, hvorvidt Novo Nordisk faktisk kan opretholde den høje pris på de nye innovative insulinprodukter. Dette er endvidere blevet et tema i den amerikanske valgkamp. Ligeledes er investorerne bekymrede omkring, hvorvidt Victoza bliver udsat for en meget hårdere pris konkurrence. Novo faldt ca. 12% i oktober, hvilket bringer årets fald op omkring 40%!

Pandora steg over 10% i måneden, selvom de først kom med regnskab i november. Stigningen tilskrives, at en af de danske aktiemæglere havde lavet en større undersøgelse omkring forventningerne blandt Pandoras franchisetagere.

Novozymes var et andet selskab, hvor der var en stor kursreaktion i oktober. Regnskabet var noget under forventet. Også her fulgte selskabet op med en nedjustering af forventningerne til såvel salgsvæksten samt væksten i overskuddet. Mange af Novozymes divisioner er udfordret af en intensiveret pris konkurrence. Ligeledes har den lave oliepris en negativ påvirkning af deres bioenergi division.

De største bidragsydere til årets performance har været Pandora (overvægt), Vestas (overvægt) og Novozymes (undervægt), mens Københavns Lufthavne (undervægt), Novo Nordisk (overvægt) og Bavarian (overvægt) bidrog negativt. Københavns Lufthavne er lidt speciel, idet aktien godt nok er noteret. Aktien handles stort set ikke på børsen, og det er derfor ikke muligt at have en position i selskabet. Det betyder, at de få aktier, der handles, er meget kurspåvirkende.

## GLOBALE AKTIER

Afdeling Globale Aktier gav i oktober et afkast på -0,3 %, hvilket er 0,8 %-point lavere end for porteføljens benchmark, MSCI World (DKK). For året har afdelingen givet et afkast på -1,4 %, hvilket er 3,7 %-point lavere end MSCI World (DKK), der har givet 2,2% i afkast.

Måneden har været præget af selskabernes regnskabsaflæggelse for tredje kvartal 2016. Overordnet set har regnskaberne vist en bedre end forventet tendens med en positiv EPS vækst for første gang i en række kvartaler. Omvendt har det været kendetegnende, at selv små skuffelser/nedjusteringer er blevet straffet med store kursfald. Modsat har positive overraskelser kun resulteret i mindre stigninger. Dette er typiske kendetegn for et sen-cyklisk aktiemarked, som vidner om, at investorerne er blevet mere påpasselige og ofte vælger at sælge en specifik aktie selv ved mindre skuffelser.

Investorerne har i særlig grad straffet medicinal selskaberne, der generelt har været under pres. Porteføljens medicinal selskaber, der omfatter Novo Nordisk, Roche, Allergan og Pfizer, har alle set deres værdifastsættelse falde betragteligt. Både Novo Nordisk og Allergan har måtte nedjustere deres forventninger til året, og Novo Nordisk har endvidere måtte nedjustere deres langsigtede guidance. Begge selskaber er på den baggrund faldet ca. 40% for året. Roche er ligeledes faldet markant gennem året. De store kursfald inden for medicinalbranchen kan bl.a. tilskrives et stærkere konkurrentbillede. Flere ensartede produkter har været med til at vende prisforhandlingerne, hvor prisfald nu i højere grad realiseres. Investorerne (og selskaberne selv) har ellers haft for vane gennem de seneste mange år, at tage prisstigninger for givet!

Det foranstående amerikanske præsidentvalg har desuden forøget usikkerheden i markedet. Særligt i den sidste uge af oktober og ind i november har investorerne solgt ud af deres mere risikofyldte aktier.

På den positive side har bankerne aflagt en række flotte regnskaber, der alle har vist en indtjening over det forventede for tredje kvartal. Den større markedsuro i kølvandet på Brexit-afstemningen i juni, har endvidere betydet en stærk stigning i den markedsrelaterede indtjening. Bankerne har dog også vist en god basisindtjening, som dog fortrinsvis har været drevet af omkostningstilbageholdenhed.

Positive bidragsydere i oktober var Pandora, Kering og MasterCard, mens Sabre og Allergan bidrog negativt.



## HØJT UDBYTTE AKTIER

Porteføljens afkast kan i oktober opgøres til -0,7% mod benchmarks -0,9%. For året har porteføljen givet et afkast på -5,4%, svarende til en underperformance på 1,0%-point i forhold til afkastet for MSCI Europa (DKK).

I oktober er performance positivt påvirket både af allokering (0,1%-point) samt selektion (0,2%-point) i Consumer Staples. Undervægten i Consumer Staples skyldes primært prisfastsættelsen samt nulvægten i tobak og alkohol. På selskabsniveau kom de positive bidrag fra overvægten af Ahold og Tate&Lyle samt undervægten i ABB Inbev. De største negative bidrag kom fra undervægten af Materials samt tilvalget af kemiselskaber på bekostning af deciderede råvareaktier.

På selskabsniveau var de positive bidrag koncentreret omkring afdelingens eksponering til selskaber inden for Finans. Således kom de største relative selskabsbidrag fra ABN (o/w), Danske Bank (o/w) og DnB Nor (o/w), mens Banco Santander, Unilever og Cap Gemini bidrog negativt til den relative afkastudvikling.

Under det der på overfladen ligner en "flad" måned, gemmer der sig en del begivenheder, der har bidraget til store udsving i kurserne på selskabsniveau. Regnskabssæsonen har således været præget af store kursudsving på selskaber, som i forbindelse med rapportering af regnskaber for tredje kvartal enten kun lige har indfriet forventningerne eller decideret skuffet.

Samlet set ser regnskabssæsonen fin ud. I skrivende stund har 83% af selskaberne i S&P500 rapporteret. 75% overgår forventningerne til EPS vækst med 6%, mens 55% overgår forventningerne til salget. Selvom forventningerne til begge komponenter er blevet reduceret betydeligt hen over året, så er det absolut positivt, at trenden er vendt, hvilket ses som en betydelig faktor for fortsatte kursstigninger på aktiemarkedet. I Europa (DJStoxx600) har 69% af selskaberne rapporteret. 62% overgår EPS estimerne med 6%, mens kun 48% overgår forventningerne på salget.

En fællesnævner for de offentliggjorte regnskaber er, ud over at flere selskaber slår EPS forventningerne, at de hårdtprøvede banker leverer stærke tal for tredje kvartal. Generelt ser såvel vækstrater samt salg stærkere ud i USA end i både Europa og Japan.

Det amerikanske præsidentvalg har selvsagt også spillet en rolle for markedsudviklingen i oktober. Dette i form af dels øget usikkerhed om USA's rolle i den globale økonomi efter valget. På sektorniveau har denne usikkerhed blandt andet været fokuseret på, hvorledes især Clinton vil påvirke lovgivningen inden for det amerikanske sundhedsvæsen. Frygten er, at der vil være en markant påvirkning af, hvilke priser selskaberne vil være i stand til at tage for deres produkter. Et ekstremt eksempel herpå er Novo Nordisk, der er faldet cirka 20% i forbindelse med regnskabsaflæggelsen for tredje kvartal samt mere end 40% i 2016!

## EUROPA VALUE AKTIER

Porteføljens afkast kan i oktober opgøres til -0,4% mod benchmarks -0,9%. For året har porteføljen givet et afkast på -5,6%, svarende til en underperformance på 1,1%-point i forhold til afkastet for MSCI Europa (DKK).

Det var de cykliske sektorer og regioner, der gav det bedste afkast. Hvis man kigger på sektorerne i Europa var det således Finans, der gav det bedste afkast med 6,2%. Energy gav det næstbedste afkast på 2,9%, mens man i bunden finder IT, Health Care og Consumer Staples med afkast på henholdsvis -6,5%, -5,9% og -5,2%.

Hvis man skal tegne et helt overordnet tema for aktiemarkedets udvikling, er det, at forventningerne til en kommende rentestigning er forøget. Hvorfor påvirker dette en sektor som eksempelvis Consumer Staples mere end eksempelvis Industrials? Det skyldes, at selskaber inden for Consumer Staples typisk har et stabilt cashflow mange år frem. Investorerne er derfor villig til at betale mere for disse selskaber. Når renten stiger, får dette cashflow en mindre værdi opgjort i dag. Dette er en af de vigtigste årsager til at defensive selskaber har givet et dårligere afkast end markedet i de seneste par måneder. Modsat er banker blandt dem, der har mest gavn af højere renter. Så bliver det lettere at tjene penge på den basale bankdrift. Første halvdel af 2016 var præget af lavere renter og derfor outperformede defensive strategier med de "dyre" aktier i porteføljen.



Idet PFA Value har færre af disse højt prisfastsatte aktier i porteføljen, har det gavn timer afkastet over de senere måneder.

Hvis vi ser på porteføljen har de bedste selskaber således været STMicroelectronics (IT), Arkema (Materials) og Atos (IT), mens de selskaber, der har bidraget negativt til performance var Easyjet (industri), ITV (forbrugsgoder) samt BT (Tele).

## USA STABILE AKTIER (etableret 21.10.2016)

PFA Invest USA Stabile Aktier blev etableret den 21. oktober 2016. Afdelingen fokuserer på aktier, der forventes at have en mere stabil kursudvikling end det generelle aktiemarked. Der vil i porteføljen være fokus på kvalitetselskaber, der historisk har udvist en stabil værdiskabelse, og som fremadrettet vurderes at have en høj gennemsnitlighed i indtjeningen.

Afkastet i afdelingens første måned kan opgøres til -1,6%, hvilket er 0,1%-point lavere end afkastet på det opstillede benchmark – MSCI USA (DKK).

Måneden har været præget af den igangværende regnskabsæson, der overordnet set har været bedre end ventet for specielt det amerikanske aktiemarked. Antallet af opjusteringer har oversteget antallet af nedjusteringer, hvilket også har betydet, at det amerikanske marked for første gang i seks kvartaler nu forventes at levere positiv indtjeningsvækst. Der har dog været en klar tendens til, at de aktier, der har leveret bedre end ventet ikke på tilsvarende vis er blevet belønnet via stigende aktiekurser. Omvendt har det været tydeligt, at selv mindre skuffelser har udløst store negative kursreaktioner. Der kan være flere årsager til den påpasselige adfærd fra investorernes side. Det kommende amerikanske valg og Fed's forventede renteforhøjelse i december, har begge øget den underliggende risiko i markedet.

Specielt sundhedssektoren har været negativt påvirket af den øgede usikkerhed op til det amerikanske valg. År til dato er det den svageste sektor med et fald på 7%. Hillary Clinton har ved flere lejligheder udtrykt ønske om at reformere sundhedsvæsenet, hvilket har øget frygten for at hun i tilfælde af en valgsejr, vil øge reguleringen og sætte pres på de samlede udgifter til medicin. Dette vil presse indtjening i sektoren. Afdelingen blev i oktober berørt af dette, da selskaberne McKesson og Zimmer Biomet begge rapporterede skuffende regnskaber, hvilket efterfølgende udløste store kursfald på omkring 20%. Vi er fortsat positive på begge selskaber, og ser de seneste kursfald som værende misvisende og ikke baseret på fundamentale faktorer.

Ultimo oktober er afdelingen overvægtet selskaber med eksponering til tele-, forsynings- og medicinalindustrien, mens afdelingen er undervægtet mere konjunkturfølsomme selskaber. Det er vurderingen at den nuværende portefølje indeholder selskaber med en attraktiv prisfastsættelse sammenholdt med en større gennemsnitlighed på indtjeningen såvel absolut som relativt.

# 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.