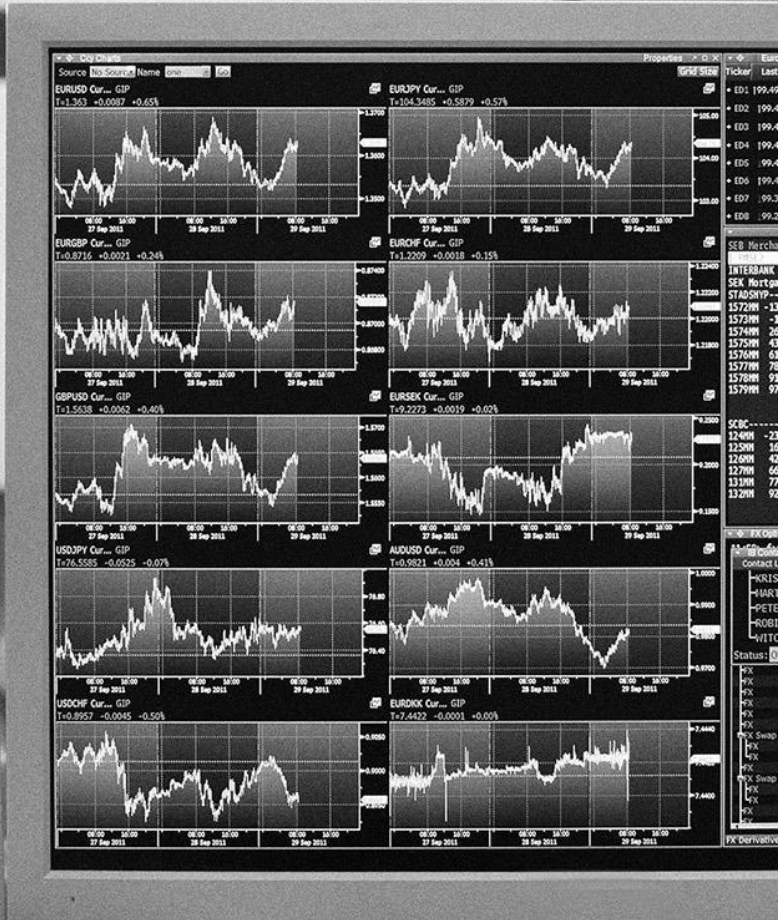
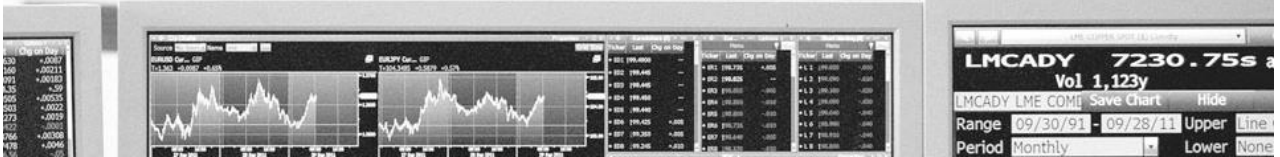


# PFA INVEST

## NYHEDSBREV – OKTOBER 2016





## MARKEDSKOMMENTAR

### Markederne i tredje kvartal

Efter et uroligt første halvår hvor først frygt for en hård opbremsning i USA og Kina, og siden det britiske nej til EU, skabte uro på de finansielle markeder, var tredje kvartal præget af en positiv udvikling navnlig på aktiemarkederne. Det skyldes især bedre end ventede økonomiske nøgletal, samt at centralbankerne endnu en gang sendte lempeligere signaler blandt andet som en reaktion på Brexit.

Stigende råvarepriser har smittet positivt af på de råvareproducerende økonomier, og i Kina har de seneste måneders lempeligere økonomiske politik været med til at stabilisere aktiviteten i økonomien. I Europa er den politiske situation vanskelig efter Brexit, men det synes dog alene at være i Storbritannien, at vækstindikatorerne er negativt påvirket. I USA bæres væksten fortsat af stigende beskæftigelse, boligpriser og forbrugertillid, mens blandt andet en stærk dollar er en af de faktorer, der er med til at dæmpe virksomhedernes investeringer.

Aktier har givet positive afkast i kvartalet, men september har budt på små fald. Renterne har gennem kvartalet ligget på et lavt niveau med størst volatilitet/ændring i september.

### En af de største risici kommer fra pengepolitikken

Den lempelige globale pengepolitik spiller en afgørende hovedrolle for de finansielle markeder, herunder også aktiemarkederne. Mens viljen til en fortsat lempelig/mere lempelig pengepolitik er ganske bredt til stede udenfor USA, er der i stigende grad uenighed om pengepolitikken i den amerikanske centralbank. Således stemte tre medlemmer af rentekomiteen imod beslutningen om at fastholde renten på det seneste møde. De frygter, at (for) lave renter ender med at overophede økonomien og afspore opsvinget. Presset på Janet Yellen for at hæve renten er derfor stigende, og det er sandsynligt, at den amerikanske centralbank hæver renten på deres møde i december, medmindre nøgletallene bliver for svage.

Det er dog værd at bemærke, at det økonomiske momentum i amerikansk økonomi er væsentligt svagere, end det har været historisk, når centralbanken har hævet renten for anden gang. Det er også værd at notere, at den lempelige pengepolitik har været en meget væsentlig drivkraft bag den kraftige optur i risikofyldte aktiver siden finanskrisen. Den har presset investorerne ud af risikokurven og gjort det muligt for amerikanske virksomheder at øge deres aktietilbagekøb. Betragter man kursmønstrene de seneste tre årtier, har aktiemarkederne typisk performeret stærkt på de dage, hvor der har været rentemøde i den amerikanske centralbank. Så uanset hvordan man vender og drejer det, har den lempelige pengepolitik spillet en hovedrolle på aktiemarkederne siden finanskrisen.

### Hvad skal vi se, før pengepolitikken strammes?

Hvad kan få den amerikanske centralbank til at stramme skruen, hurtigere end markedet forventer og bryder sig om? 1. Tegn på et stærkere lønpres i økonomien. Aktuelt er lønpresset ganske moderat og endnu ikke stigende. 2. Tegn på at den ledige kapacitet på arbejdsmarkedet er ved at være opsuget. Det er endnu ikke tilfældet idet arbejdsløshedsprocenten har været stabil i år. 3. Højere vækstrater i resten af verden samt større stabilitet. Vækstindikatorerne er stabile, men stadig på et forholdsvis lavt niveau, der signalerer at væksten kun er moderat. 4. Lav inflation, produktivitet og vækst samt høj gæld betyder, at renteniveauet i dag skal være væsentligt lavere end tidligere. Dette synspunkt vinder stadig flere tilhængere. 5. Hvis renten hæves for hurtigt, og økonomien atter går i stå, er det meget svært for pengepolitikken at få gang i økonomien igen. Netop en for tidlig stramning af pengepolitikken er den største risiko for økonomien og aktiemarkederne.



## AFKASTOVERSIGT 2016 - PFA INVEST

| PFA INVEST AFDELINGER         | September | 2016  | 2015  | 2014  | Afkast siden start | Start      |
|-------------------------------|-----------|-------|-------|-------|--------------------|------------|
| PFA Invest Balance A          | -0,1%     | 3,9%  | 7,1%  | 12,4% | 25,1%              | 28-01-2014 |
| PFA Invest Balance B          | -0,2%     | 2,0%  | 10,3% | 15,4% | 47,4%              | 01-10-2012 |
| PFA Invest Balance C          | -0,3%     | 0,5%  | -0,9% | N/A   | -0,4%              | 05-05-2015 |
| PFA Invest Globale Aktier (D) | -0,3%     | -1,1% | 17,7% | 18,5% | 73,6%              | 01-10-2012 |

|                                     |       |       |       |       |        |            |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|------------|
| PFA Invest Korte Obligationer*      | -0,1% | 0,9%  | -1,4% | 2,3%  | 3,2%   | 01-10-2012 |
| PFA Invest Mellemlange Obligationer | 0,3%  | 1,7%  | N/A   | N/A   | 1,7%   | 30-03-2016 |
| PFA Invest Lange Obligationer*      | 0,0%  | 5,0%  | -1,1% | 5,6%  | 11,5%  | 01-10-2012 |
| PFA Invest Kreditobligationer       | -0,4% | 8,1%  | 7,8%  | 19,4% | 37,2%  | 01-10-2012 |
| PFA Invest Danske Aktier            | -1,1% | 3,0%  | 36,4% | 17,9% | 127,8% | 01-10-2012 |
| PFA Invest Højt Udbytte Aktier      | -0,9% | -4,7% | 11,4% | 8,2%  | 37,6%  | 20-12-2012 |
| PFA Invest Europa Value Aktier      | -0,1% | -5,2% | 14,1% | -0,9% | 7,2%   | 07-10-2014 |

\* Afdelingen er lukket og sidste NAV beregning er foretaget den 23/9.

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

Efter et uroligt første halvår hvor først frygt for en hård opbremsning i USA og Kina, og siden det britiske nej til EU, skabte uro på de finansielle markeder, var tredje kvartal præget af en positiv udvikling navnlig på aktiemarkederne. Det skyldes især bedre end ventede økonomiske nøgletal, samt at centralbankerne endnu en gang sendte lempeligere signaler blandt andet som en reaktion på Brexit.

Stigende råvarepriser har smittet positivt af på de råvareproducerende økonomier, og i Kina har de seneste måneders lempeligere økonomiske politik været med til at stabilisere aktiviteten i økonomien. I Europa er den politiske situation vanskelig efter Brexit, men det synes dog alene at være i Storbritannien, at vækstindikatorerne er negativt påvirket. I USA bæres væksten fortsat af stigende beskæftigelse, boligpriser og forbrugertillid, mens blandt andet en stærk dollar er en af de faktorer, der er med til at dæmpe virksomhedernes investeringer.



På aktiemarkedene har de asiatiske aktiemarkeder ført an i tredje kvartal efterfulgt af europæiske aktier. Afkastene på amerikanske aktier har været lavere, blandt andet trukket ned af en mindre svækkelse af dollaren. For året som helhed er det aktierne på Emerging Markets, der har givet de højeste afkast, mens amerikanske aktier har givet mere beskedne afkast. Afkastene i Europa og Japan er, trods stigningerne i tredje kvartal, stadig negative. Afkast i september har dog været negative på de fleste aktiemarkeder, målt i danske kroner. Deutsche Bank har trukket negative overskrifter på grund af kapitalmangel, hvilket har spredt usikkerhed. Amerikanske aktier er faldet 0,7%, Europa 0,0% og verdensindekset er nede med 0,3%, alle målt på benchmarkniveau.

Det globale renteniveau dykkede kraftigt sidst i juni efter det britiske nej til EU. I tredje kvartal er obligationsrenterne forblevet på et meget lavt niveau i Europa, mens renterne er trukket en anelse op i Japan og USA. Afkastene på statsobligationer har derfor været meget beskedne i kvartalet. Kreditobligationer har dog nydt godt af den stigende risikoappetit og igen leveret positive afkast i tredje kvartal. For året som helhed har både statsobligationer, realkreditobligationer og kreditobligationer leveret solide afkast trods det lave renteniveau. I september har afkastene på statsobligationer været positive, omkring 0,2%, mens realkreditobligationer har outperformat stater med et afkast på 0,6% målt på benchmark. Obligationer med lang løbetid har givet højere afkast end obligationer med kort løbetid. Inden for kreditobligationer har High Yield obligationer klaret sig bedst med -0,2% i september, mens Investment Grade og Emerging Market Bonds har givet -0,8% henholdsvis -0,4%, målt på benchmarkniveau.

Periodens afkast kan opgøres til -0,1%, hvilket er 0,1%-point mere end benchmark. År til dato er afkastet 3,9% mod benchmarks 5,2%. Den negative performance relativt til benchmark kan tilskrives underperformance på aktier, herunder overvægt i Europa og underperformance på den globale afdeling samt undervægt i obligationer.

Porteføljens danske stats- og realkreditobligationer gav i september et afkast på 0,4%, hvilket er marginalt bedre end benchmark. For året har danske obligationer givet et afkast på 5,0%, hvilket er 0,7%-point lavere end afkastet på benchmark. År til dato har de længere obligationer givet de højeste afkast på grund af faldende renter. Andelen af danske obligationer udgør ultimo september 36,4%, hvilket er en undervægt på 3,6%-point.

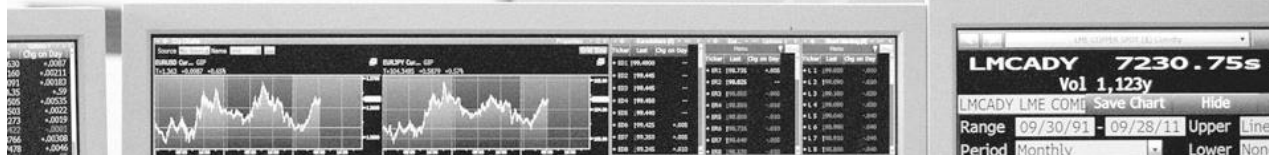
Aktier har givet et negativt afkast på -0,3%, svarende til benchmark. For året er afkastet på -1,8%, 3,6% efter benchmark. Det er underperformance på den globale aktieportefølje samt overvægt i Europa der trækker afkastet ned. Danske aktier trækker op.

Kreditobligationer, havde en negativ udvikling i september. Afkastet på kreditobligationer kan opgøres til -0,3%, 0,4%-point bedre end benchmark. For året har kreditobligationer givet et afkast på 7,7%, hvilket er 0,9%-point mere end benchmark. High Yield obligationer har klaret sig bedst i september med 0,0%, mens Investment Grade og Emerging Market obligationer har givet henholdsvis -0,4% og -0,5%. År til dato er det fortsat obligationer fra Emerging Market, der trækker afkastet op med et afkast på 10,8%.

Andelen af kreditobligationer udgør samlet 34,6% ultimo perioden fordelt med Investment Grade 25,2%, High Yield Bonds 4,5% og Emerging Market Bonds 4,4%.

### Allokering:

Risikoniveauet er fastholdt gennem september på et uændret niveau. Kontanter udgør 5,3%. Samlet er aktier undervægtet og danske obligationer er undervægtet. Overvægten i europæiske aktier og danske aktier fastholdes foreløbigt, og har bidraget positivt til performance i tredje kvartal. Aktieandelen er på 23,8%, hvor den toppede i marts med 28%.



## BALANCE B

Efter et uroligt første halvår hvor først frygt for en hård opbremsning i USA og Kina, og siden det britiske nej til EU, skabte uro på de finansielle markeder, var tredje kvartal præget af en positiv udvikling navnlig på aktiemarkederne. Det skyldes især bedre end ventede økonomiske nøgletal, samt at centralbankerne endnu en gang sendte lempeligere signaler blandt andet som en reaktion på Brexit.

Stigende råvarepriser har smittet positivt af på de råvareproducerende økonomier, og i Kina har de seneste måneders lempeligere økonomiske politik været med til at stabilisere aktiviteten i økonomien. I Europa er den politiske situation vanskelig efter Brexit, men det synes dog alene at være i Storbritannien, at vækstindikatorerne er negativt påvirket. I USA bæres væksten fortsat af stigende beskæftigelse, boligpriser og forbrugertilid, mens blandt andet en stærk dollar er en af de faktorer, der er med til at dæmpe virksomhedernes investeringer.

På aktiemarkederne har de asiatiske aktiemarkeder ført an i tredje kvartal efterfulgt af europæiske aktier. Afkastene på amerikanske aktier har været lavere, blandt andet trukket ned af en mindre svækkelse af dollaren. For året som helhed er det aktierne på Emerging Markets, der har givet de højeste afkast, mens amerikanske aktier har givet mere beskedne afkast. Afkastene i Europa og Japan er, trods stigningerne i tredje kvartal, stadig negative. Afkast i september har dog været negative på de fleste aktiemarkeder, målt i danske kroner. Deutsche Bank har trukket negative overskrifter på grund af kapitalmangel, hvilket har spredt usikkerhed. Amerikanske aktier er faldet 0,7%, Europa 0,0% og verdensindekset er nede med 0,3%, alle målt på benchmarkniveau.

Det globale renteniveau dykkede kraftigt sidst i juni efter det britiske nej til EU. I tredje kvartal er obligationsrenterne forblevet på et meget lavt niveau i Europa, mens renterne er trukket en anelse op i Japan og USA. Afkastene på statsobligationer har derfor været meget beskedne i kvartalet. Kreditobligationer har dog nydt godt af den stigende risikoappetit og igen leveret positive afkast i tredje kvartal. For året som helhed har både statsobligationer, realkreditobligationer og kreditobligationer leveret solide afkast trods det lave renteniveau. I september har afkastene på statsobligationer været positive, omkring 0,2%, mens realkreditobligationer har outperformat stater med et afkast på 0,6% målt på benchmark. Obligationer med lang løbetid har givet højere afkast end obligationer med kort løbetid. Inden for kreditobligationer har High Yield obligationer klaret sig bedst med -0,2% i september, mens Investment Grade og Emerging Market Bonds har givet -0,8% henholdsvis -0,4%, målt på benchmarkniveau.

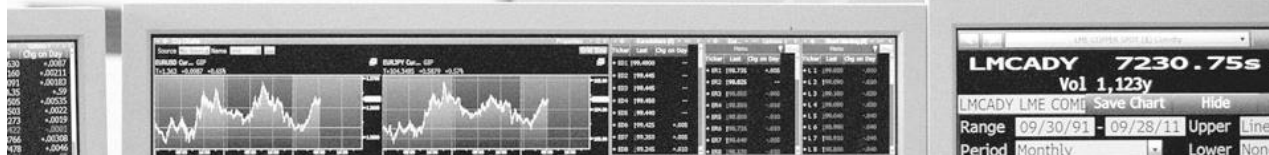
Periodens afkast kan opgøres til -0,2%, hvilket er på niveau med benchmark. År til dato er afkastet 2,0% mod benchmarks 4,1%. Den negative performance relativt til benchmark kan tilskrives underperformance på aktier, herunder overvægt i Europa og underperformance på den globale afdeling samt undervægt i obligationer.

Porteføljens danske stats- og realkreditobligationer gav i september et afkast på 0,4%, hvilket på niveau med benchmark. For året har danske obligationer givet et afkast på 5,0%, hvilket er 0,7%-point lavere end afkastet på benchmark. År til dato har de længere obligationer givet de højeste afkast på grund af faldende renter. Andelen af danske obligationer udgør ultimo september 23,7%, hvilket er en undervægt ift. benchmark.

Aktier har givet et negativt afkast på -0,3%, svarende til benchmark. For året er afkastet på -1,1%, 2,9% efter benchmark. Det er underperformance på den globale aktieportefølje samt overvægt i Europa der trækker afkastet ned. Danske aktier trækker op.

Kreditobligationer, havde en negativ udvikling i september. Afkastet på kreditobligationer kan opgøres til -0,4%, 0,2%-point mere end benchmark. For året har kreditobligationer givet et afkast på 8,4%, hvilket er 0,3%-point mere end benchmark. High Yield obligationer har klaret sig bedst i september med 0,0%, mens Investment Grade og Emerging Market obligationer har givet henholdsvis -0,4% og -0,5%. År til dato er det fortsat Emerging Market obligationer, der trækker afkastet op med et afkast på 10,8%.

Andelen af kreditobligationer udgør samlet 19,6% ultimo perioden fordelt med Investment Grade 9,7%, High Yield Bonds 5,2% og Emerging Market Bonds 4,2%.



## Allokering

Risikoniveauet er mindsket lidt gennem september. Kontanter udgør 6,4%. Samlet er aktier undervægtet med 4,7%-point og danske obligationer er undervægtet med 1,3%-point. Overvægten i europæiske aktier og danske aktier fastholdes foreløbigt, og har bidraget positivt til performance i tredje kvartal. Aktieandelen er p.t. på 50,3%, hvor den toppede i marts med 57%.

## BALANCE C

Efter et uroligt første halvår hvor først frygt for en hård opbremsning i USA og Kina, og siden det britiske nej til EU, skabte uro på de finansielle markeder, var tredje kvartal præget af en positiv udvikling navnlig på aktiemarkederne. Det skyldes især bedre end ventede økonomiske nøgletal, samt at centralbankerne endnu en gang sendte lempeligere signaler blandt andet som en reaktion på Brexit.

Stigende råvarepriser har smittet positivt af på de råvareproducerende økonomier, og i Kina har de seneste måneders lempeligere økonomiske politik været med til at stabilisere aktiviteten i økonomien. I Europa er den politiske situation vanskelig efter Brexit, men det synes dog alene at være i Storbritannien, at vækstindikatorerne er negativt påvirket. I USA bæres væksten fortsat af stigende beskæftigelse, boligpriser og forbrugertillid, mens blandt andet en stærk dollar er en af de faktorer, der er med til at dæmpe virksomhedernes investeringer.

På aktiemarkederne har de asiatiske aktiemarkeder ført an i tredje kvartal efterfulgt af europæiske aktier. Afkastene på amerikanske aktier har været lavere, blandt andet trukket ned af en mindre svækkelse af dollaren. For året som helhed er det aktierne på Emerging Markets, der har givet de højeste afkast, mens amerikanske aktier har givet mere beskedne afkast. Afkastene i Europa og Japan er, trods stigningerne i tredje kvartal, stadig negative. Afkast i september har dog været negative på de fleste aktiemarkeder, målt i danske kroner. Deutsche Bank har trukket negative overskrifter på grund af kapitalmangel, hvilket har spredt usikkerhed. Amerikanske aktier er faldet 0,7%, Europa 0,0% og verdensindekset er nede med 0,3%, alle målt på benchmark niveau.

Det globale renteniveau dykkede kraftigt sidst i juni efter det britiske nej til EU. I tredje kvartal er obligationsrenterne forblevet på et meget lavt niveau i Europa, mens renterne er trukket en anelse op i Japan og USA. Afkastene på statsobligationer har derfor været meget beskedne i kvartalet. Kreditobligationer har dog nydt godt af den stigende risikoappetit og igen leveret positive afkast i tredje kvartal. For året som helhed har både statsobligationer, realkreditobligationer og kreditobligationer leveret solide afkast trods det lave renteniveau. I september har afkastene på statsobligationer været positive, omkring 0,2%, mens realkreditobligationer har outperformat stater med et afkast på 0,6% målt på benchmark. Obligationer med lang løbetid har givet højere afkast end obligationer med kort løbetid. Inden for kreditobligationer har High Yield obligationer klaret sig bedst med -0,2% i september, mens Investment Grade og Emerging Market Bonds har givet -0,8% henholdsvis -0,4%, målt på benchmarkniveau.

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

Porteføljens danske stats- og realkreditobligationer gav i september et afkast på 0,3%, hvilket er 0,1%-point mindre end benchmark. For året har danske obligationer givet et afkast på 4,7%, hvilket er 1%-point lavere end afkastet på benchmark. År til dato har de længere obligationer givet de højeste afkast på grund af faldende renter. Andelen af danske obligationer udgør ultimo september 13,7%, hvilket er en undervægt ift. benchmark.

Aktier har givet et negativt afkast på -0,3%, svarende til benchmark. For året er afkastet på -1%, 2,8% efter benchmark. Det er underperformance på den globale aktieportefølje samt overvægt i Europa der trækker afkastet ned. Danske aktier trækker op.



Kreditobligationer, havde en negativ udvikling i september. Afkastet på kreditobligationer kan opgøres til -0,4%, 0,2%-point mere end benchmark. For året har kreditobligationer givet et afkast på 8,1%, hvilket er 0,1%-point mere end benchmark. High Yield obligationer har klaret sig bedst i september med 0,0%, mens Investment Grade og Emerging Market obligationer har givet hhv. -0,4% og -0,5%. År til dato er det fortsat Emerging Market obligationer, der trækker afkastet op med et afkast på 10,8%.

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

## Allokering

Risikoniveauet er mindsket lidt gennem september. Kontanter udgør 5,4%. Samlet er aktier undervægtet og danske obligationer er undervægtet. Overvægten i europæiske aktier og danske aktier fastholdes foreløbigt, og har bidraget positivt til performance i tredje kvartal. Aktieandelen er på 69,7%, hvor den toppede i marts med 78%.

## KORTE OBLIGATIONER

Afdelingen er lukket per 23. september 2016.

## MELLEMLANGE OBLIGATIONER (etableret 30.03.2016)

Afkastet i september blev 0,3%, hvilket er på niveau med afkastet på benchmark. For året kan afkastet opgøres til 1,7%, hvilket er 0,1%-point lavere end afkastet for benchmark.

Siden ultimo juni har renterne ligget rimeligt stabilt målt måned-for-måned. Indenfor måneden har der imidlertid været endog ganske pæn rentevolatilitet, hvilket altså også har været mønstret i de andre enkeltmåneder i tredje kvartal. Månedens renteusving var drevet af forventninger til Bank of Japan og den amerikanske centralbank, Fed. Det kraftige rentefald primo året har endvidere været drevet af det massive opkøb af obligationer fra ECBs side.

Spændet mellem stat- og konverterbare realkreditobligationer var uforandret gennem måneden.

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

## LANGE OBLIGATIONER

Afdelingen er lukket per 23. september 2016.



## KREDITOBLIGATIONER

Efter flere måneder med meget flotte afkast, var udviklingen i september for kreditobligationer generelt mere afdæmpet.

Porteføljeafkastet kan i september opgøres til -0,4%, hvilket er 0,1%-point bedre end afkastet på det sammenvægtede benchmark. År-til-dato kan porteføljens afkast opgøres til 8,1%, hvilket er 0,1%-point bedre end afkastet på benchmark.

Den engelske centralbank, Bank of England, begyndte i løbet af måneden sit opkøbsprogram af virksomhedsobligationer med det formål at støtte den engelske vækst. Kreditspændet på tværs af de forskellige kreditsegmenter var relativt stabilt i september, mens det primært var svækkelsen af den amerikanske dollar, der trak afkastet ned. Aktiviteten for nye obligationsudstedelser var igen meget aktiv efter en stille periode hen over sommeren. Generelt er der stor efterspørgsel fra investorens side af kreditobligationer på tværs af alle segmenter. Dette udnytter virksomhederne ved at reducere kredittillægget, så de fleste nye udstedelser kommer med en noget reduceret præmie, hvilket er med til at lægge en dæmper på de kortsigtede forventninger til udvalgte kredittyper.

ECBs opkøb af virksomhedsobligationer (eksklusive bank-obligationer) fortsatte og satte rekord med knap EUR 10 milliarder i september. Til gengæld skabte banksektoren en del støj, idet Deutsche Bank var i fokus. Den tyske storbank blev idømt en bøde på op til USD 14 milliarder af det amerikanske justitsministerium i forbindelse med deres håndteringen af amerikanske realkreditobligationer for finanskrisen. Bødens størrelse skabte uro omkring, hvorvidt banken havde kapital nok til at modstå bødens størrelse og dermed i sidste ende betale renter på den gæld de har udstedt i markedet (efterstillet gæld).

Porteføljen af Investment Grade gav et afkast på -0,4% (0,4%-point bedre end benchmark), High Yield obligationer gav lidt over 0,0% (0,2%-point bedre end benchmark), mens Emerging Market Bonds gav et afkast på -0,5% (på niveau med benchmark). I segmenterne Investment Grade og High Yield var der positive bidrag fra papirudvælgelsen.

Markedet for Investment Grade havde primært fokus på Deutsche Bank. Eftersom porteføljen ikke indeholder hverken direkte eksponering til den tyske storbank eller eksponering til de mere risikofyldte efterstillede bankobligationer generelt som kan nedskrives eller tvangskonverteres, klarede porteføljen sig stabilt gennem måneden. Porteføljen ligger desuden relativt defensivt positioneret med blandet andet undervægt til banker samt overvægt af ikke-cykliske forbrugsvarer.

Indenfor High Yield obligationer var det igen olien, der var en central faktor for markedsudviklingen. Dette på baggrund af forventninger om, at OPEC ville reducere olieproduktionen. Dette førte til en mindre stigning i olieprisen. Dermed gav energi og råvarer også de højeste sektorafkast i løbet af måneden. Dog bidrager produktion af skiferolie i USA til at øge det samlede udbud af olie. Endelig fortsatte antallet af aktive boreriggene med at stige fra bunden i maj.

Obligationer fra Emerging Markets oplevede en måned med god efterspørgsel. Afkastet kunne dog ikke helt følge med. Emerging Markets har nu oplevet en relativ lang periode med inflow efter en årrække med svag efterspørgsel. Der er fortsat et behersket finansieringsbehov i fremmed valuta for de fleste EM lande, hvorfor forholdet mellem udbud og efterspørgsel har været gunstigt. Tyrkiet mistede sin Investment Grade rating i måneden. Dette var længe ventet og gav en meget begrænset markedsreaktion. Fokus har i stedet været på den stærke markedsreaktion i Mexico, hvor en del markedsdeltagere har forsøgt at positionere deres investeringer imod en mulig sejr til Donald Trump ved præsidentvalget den 8. november. Positioneringen i netop Mexico skyldes bekymringen for en mulig genforhandling af den nordamerikanske frihandelszone, NAFTA, som vil være stærkt skadeligt for den mexicanske økonomi.





## DANSKE AKTIER

Det danske aktiemarked faldt 1,9% i september målt ved OMX Copenhagen Cap\_GI. Dermed har danske aktier givet 1,7% for året. Til sammenligning gav europæiske aktier målt ved MSCI Europa (DKK) et afkast på 0,0% i september. For året halter det europæiske aktiemarked stadig markant efter sammenlignelige markeder med et afkast på -3,6%.

Porteføljen af danske aktier gav i september et afkast på -1,1%, hvilket bringer årets afkast på 3,0%. Dermed har porteføljen outperformat benchmark i såvel september som for året.

Novo Nordisk annoncerede en fyringsrunde på 1.000 ansatte. Hvis man ser på udviklingen i kursen, ser det ud til, at markedet har tolket meddelelsen negativt, hvilket naturligt fører tankerne hen på, at prispresset i USA faktisk er større end hidtil antaget. Man skal dog huske, at Novo har en del nye produkter i pipeline, som kan bidrage til den fremtidige vækst. Herudover er der fortsat en underliggende vækst i antallet af diabetikere globalt set. Samlet faldt Novo Nordisk aktien med 12% i september.

Lundbeck annoncerede skuffende resultater for et potentielt produkt mod Alzheimers. Et område, hvor der er et stort behov for bedre medicin. Aktien faldt med 19% i måneden.

NKT overraskede markedet med et opkøb af ABB's kabeldivision. Samtidig splitter de selskabet op i to dele. Opkøbet af ABB's kabeldivision medfører, at NKT nu får en større kritisk masse og kan byde på en ny type opgaver. NKT aktien steg 9% trods udsigten til en kommende kapitaludvidelse.

De største bidragsydere til årets performance har været Vestas (overvægtet), Torm (undervægtet) og Jyske Bank (overvægt), mens Københavns Lufthavne (undervægt), Novo Nordisk (overvægt) og AMBU (undervægt) bidrog negativt.

## GLOBALE AKTIER

Afdeling Globale Aktier gav i september et afkast på -0,3 %, hvilket er samme afkast som for MSCI World (DKK). For året har afdelingen givet et afkast på -1,1 %, hvilket er 2,9 %-point lavere end MSCI World (DKK), der har givet 1,8%.

Afkastudviklingen på aktiemarkedet var generelt stabilt i september. Indenfor måneden har der dog sket en rotation væk fra de mere defensive aktier, der har klaret sig godt hidtil i år, og over mod IT, energi og cykliske aktier. Finanssektoren blev dog ramt af, at Fed udlod at hæve renten i september. Som et billede på denne rotation er afkastet på NASDAQ indekset i 2016 marginalt højere end for S&P500, mens det for blot få måneder siden lå op til 6 %-point efter.

Rotationen ud af de mere defensive selskaber gennem måneden har været understøttende for afdelingens afkast. Dog har fortsat strid modvind for Novo Nordisk, hvor pris-udfordringer på det amerikanske marked gennem måneden er blevet tegnet mere dystret op. Dette har ført til en nedjustering af forventningerne til den fremtidige indtjeningsvækst og selskabets præmie til sektoren er blevet presset ned. En farlig kombination, der har presset Novo-aktien ned med over 30 % for året.

På den positive side steg Apple oven på lanceringen af deres Iphone 7, hvor salgsmeldingerne fra de første dage efterfølgende viste sig at overgå forventningerne, der var lave forud for lanceringen.

Også Alibaba kunne fortsætte en flot kursstigning oven på deres flotte regnskab for første halvår. Aktien er nu steget med ca. 80% siden bunden i februar.

Amazon har også klaret sig rigtig flot i måneden oven på en række opjusteringer af forventningerne til selskabet fra en række børsrådgivere.

Positive bidragsydere i september var Alibaba, Amazon og Apple, mens Novo Nordisk og Wells Fargo bidrog negativt.



## HØJT UDBYTTE AKTIER

Efter et uroligt første halvår, hvor først frygt for en hård opbremsning i USA og Kina og siden det britiske nej til EU skabte uro på de finansielle markeder, har udviklingen gennem tredje kvartal været kendetegnende ved en positiv udvikling navnlig på aktiemarkederne. Det skyldes især bedre end ventede økonomiske nøgletal samt at centralbankerne endnu en gang sendte lempeligere signaler blandet andet som en reaktion på Brexit.

Det europæiske aktiemarked, målt ved MSCI Europa, sluttede måneden med et nul-afkast. Råvarerelaterede selskaber steg på baggrund af fortsatte råvareprisstigninger, mens banker faldt grundet stigende bekymring om Deutsche Banks finansielle position. Efter flere resultatløse møder lykkedes det i september OPEC at nå til enighed om et produktionsloft for olieproduktionen. Aftalen var en overraskelse og førte til et hop op i olieprisen, hvilket havde en positiv afsmittning på olie og gas selskaberne.

Porteføljens afkast kan i september opgøres til -0,9% mod benchmarks 0,0%. For året har porteføljen givet et afkast på -4,7%, svarende til en underperformance på 1,2%-point i forhold til afkastet for MSCI Europa (DKK).

Performance i september er positivt påvirket af porteføljens overvægt af IT-selskaber. Ellers har måneden været kendetegnet ved, at det har været de råvarerelaterede og cykliske selskaber, der er steget mest. Porteføljens fokus på aktier med et attraktivt og stabilt udbytte giver naturligt en større eksponering mod mere stabile og defensive selskaber med højere synlighed omkring den fremtidige indtjening. Denne type selskaber har generelt leveret dårligere afkast end markedet i september.

På selskabsniveau var der positive bidrag til afdelingens afkastudvikling fra Amadeus, DnB Nor og National Grid, mens Pearson og Vodafone bidrog negativt til udviklingen.

## EUROPA VALUE AKTIER

Porteføljen gav et afkast på -0,1% i september. For året kan afkastet opgøres til -5,2%. Til sammenligning har afkastet for MSCI Europa (DKK) været henholdsvis 0,0% og -3,6%.

Centralbankerne signalerede, at den lempelige pengepolitik ikke kan fortsætte. Umiddelbart havde dette ikke den store effekt på markedet.

Hvis man ser på afkastet på tværs af sektorer, var der tale om mindre udsving end tidligere gennem september. Energi var den sektor, der steg mest som følge af OPEC hensigt om at reducere produktionen af olie. Det er tvivlsomt om det vedvarende kan bidrage til en oliseprisstigning, idet USA's skifergas-producenter er den marginale producent nu. Ikke desto mindre hjalp OPEC beslutningen olieaktierne. IT var næstbedste sektor med 3,6% i afkast. De øvrige sektorer var stort set uændrede, men med Teleaktierne og Health Care aktierne som de dårligste sektorer med et afkast på -1,5%.

I porteføljen var det Orkla (fødevarer), Osram Light (industri), og STMicroelectronics (IT), der bidrog positivt. Osram steg, idet Siemens skulle være interesseret i at sælge deres andel på 17% af selskabet. Det skabte debat om Osram kunne være i spil til at blive opkøbt af andre selskaber, f.eks. fra Asien. STMicroelectronics steg som følge af overtagelse af andre virksomheder i sektoren.

De selskaber der trak ned i performance var Easyjet (luftfart) som følge af den stigende oliepris, Royal Mail (transport) samt DS Smith (materialer).

# 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.