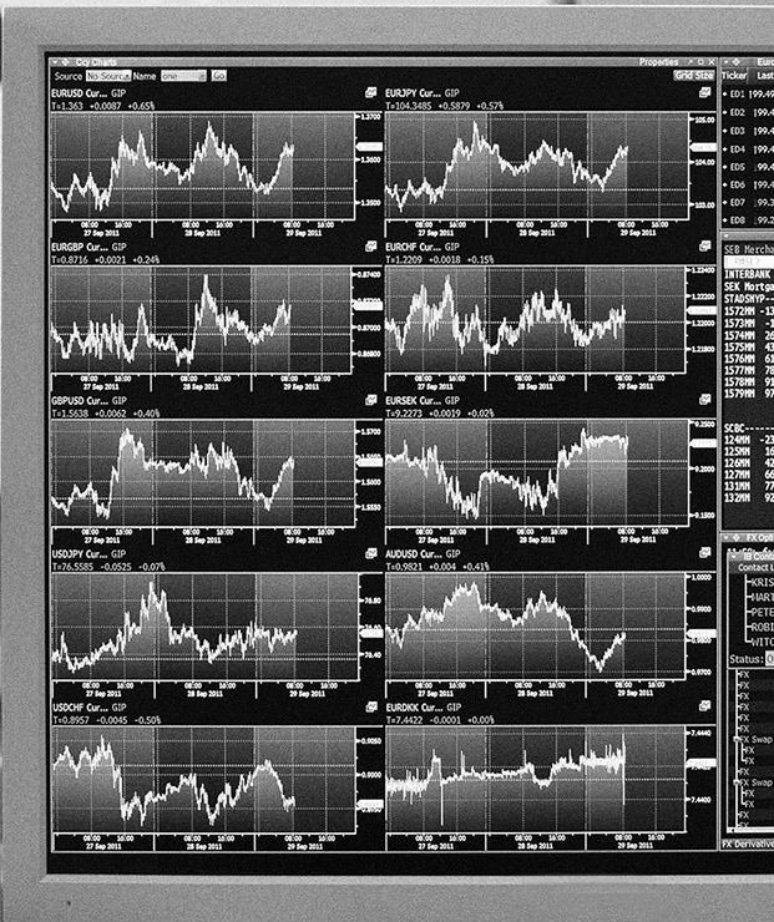
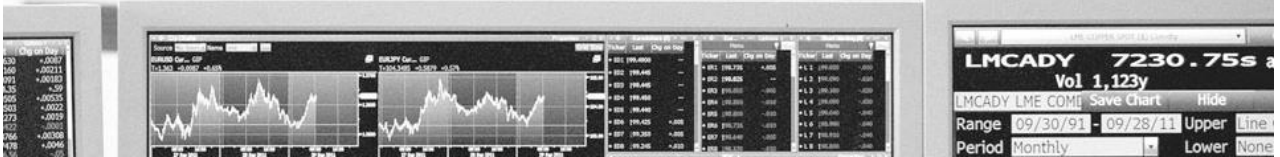


PFA INVEST

NYHEDSBREV – DECEMBER 2016





MARKEDSKOMMENTAR

Minimal markedseffekt af amerikansk valgresultat

De finansielle markeder stod i november overfor endnu en potentiel markedsmæssig udfordring, med udsigt til det amerikanske præsidentvalg. Et valg, der overraskende endte med Donald Trump, som vinder. Selvom det var ventet, at en sejr til Trump ville give markante kursfald, så klarede risikofyldte aktiver sig generelt flot igennem november. Samme markedsreaktion gjorde sig i øvrigt gældende primo december, efter valget i Italien, der ligeledes i første omgang blev en markedsmæssig "non-event". Reaktionen skyldes, at et meget nervøst marked i stor udstrækning på forhånd havde indpriset de værste tænkelige scenarier således, at de endelige valgdudfald i sidste ende har været med til (for en stund) at skabe markedsmæssig ro.

Europæisk vækst svagt stigende – trods fortsat politisk ustabilitet

Politisk ustabilitet i primært Europa vil fortsat præge markederne ind i 2017. Alligevel er PFA fortrøstningsfulde på væksten for 2017, trods Brexit og forestående valg i Frankrig, der kan få usikkerheden til at blusse op igen.

Væksten i Europa ventes at lande lige under 1,5% i 2017, understøttet af de positive konjunkturindikatorer. Vi fastholder således vores positive holdning til europæiske aktier.

Samtidig viser inflationen i Europa tegn på stigninger målt på den overordnede inflation, den såkaldte headline inflation, hvor stigningen i olieprisen indgår. Kerneinflationen derimod viser stadig ikke klare tegn på stigninger, selvom ECB's målsætning er en inflation lige under 2%. I de foregående år har kerneinflation ligget omkring 0,8%, og denne ventes at stige til lige over 1% i den kommende periode.

ECB fortsætter opkøb i 2017

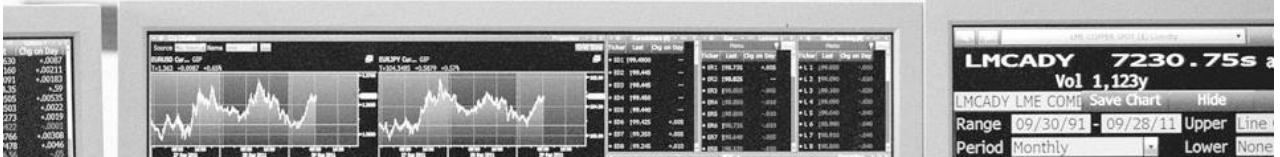
ECB benytter opkøb af obligationer, det såkaldte QE-program, til at holde renten lav. Et tiltag, der startede i marts 2015 og sidenhen er blevet øget og forlænget ad flere omgange. På det seneste møde i december blev det besluttet at reducere de månedlige opkøb til 60 mia. EUR fra de nuværende 80 mia. EUR startende fra april 2017. Samtidig blev programmet forlænget til ultimo 2017 eller længere, hvis nødvendigt. Forud for mødet var konsensus i markedet en fortsættelse af de 80 mia. EUR i seks måneder. Markedet tog dog positivt imod kombinationen af lavere opkøb men i længere tid, og aktiekurser og renter steg lidt.

ECB står med en stor udfordring, i forhold til hvorledes de kan komme ud af opkøbsprogrammet - uden at starte et større salgspres fra investorerne. Sidstnævnte udfald vil betyde stigende renter. I løbet af 2017 forventes det, at ECB vil begynde at tale om, hvorledes en reduktion af opkøbene vil finde sted

USA forbedres fortsat fundamentalt

USA er fundamentalt set fortsat karakteriseret ved et stærkt arbejdsmarked og lav inflation. Nøgletallene er generelt i den pæne ende, blandt andet målt på vækst- og konjunkturindikatorer, hvilket bekræfter en fortsat stigende – om end lav – vækst på forventelig 2,2% i 2017.

Markedet håber på, at den nye regering i USA introducerer skattelettelser kombineret med øgede offentlige investeringer, hvilket samlet set vil kunne trække væksten yderligere op. Jokeren i USA bliver imidlertid, hvorledes Trump håndterer relationen til Kina og den internationale samhandel.



MARKEDSKOMMENTAR

Makroøkonomisk støtte til aktier fortsætter – men stor usikkerhed

Samlet set har aktier indtil primo december givet pæne afkast i 2016. Undtagelsen er dog europæiske aktier, herunder danske aktier, der har vist negative afkast i indeværende år. De negative europæiske markeder kan tolkes som udtryk for, at investorerne ser Europas udfordringer som et isoleret europæisk problem.

Rent makroøkonomisk ser det næste år ud til at kunne blive gunstigt for aktier med udsigt til stigende vækst og beskæftigelse samt konjunkturindikatorer, der generelt peger opad. Der er dog priset en række faktorer ind, som er politisk dikteret, eksempelvis større finanspolitisk fokus i USA. Omfanget af finanspolitisk stimuli i USA og effekten heraf er dog stadig ukendt. PFA vurderer, at markedet nemt kan blive skuffet. Stiger USD for meget, kan det ligeledes give modvind til de amerikanske aktier.

De kommende valg i Europa kan ligeledes give støj til markedet, og Kina er fortsat en udfordring, selvom kinesisk vækst på den korte bane fortsat ser fornuftig ud.

Samlet set forventer vi, at aktier i den kommende periode fortsat vil outperforme obligationer.



AFKASTOVERSIGT 2016 - PFA INVEST

PFA INVEST AFDELINGER	November	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	1,3%	3,2%	10,3%	15,4%	49,2%	01-10-2012
PFA Invest Balance C	1,9%	2,1%	-0,9%	N/A	1,1%	05-05-2015
PFA Invest Globale Aktier (D)	4,3%	2,8%	17,7%	18,5%	80,4%	01-10-2012

PFA Invest Mellemlange Obligationer	-0,2%	1,0%	N/A	N/A	1,0%	30-03-2016
PFA Invest Kreditobligationer	-2,2%	6,8%	7,8%	19,4%	35,6%	01-10-2012
PFA Invest Udenlandske Obligationer	-2,3%	-3,2%	N/A	N/A	-3,2%	21-10-2016
PFA Invest Danske Aktier	-4,2%	-1,9%	36,4%	17,9%	116,9%	01-10-2012
PFA Invest Højt Udbytte Aktier	0,1%	-5,3%	11,4%	8,2%	36,7%	20-12-2012
PFA Invest Europa Value Aktier	2,9%	-2,9%	14,1%	-0,9%	9,9%	07-10-2014
PFA Invest USA Stabile Aktier	4,6%	2,9%	N/A	N/A	2,9%	21-10-2016

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.

AFKASTKOMMENTARER

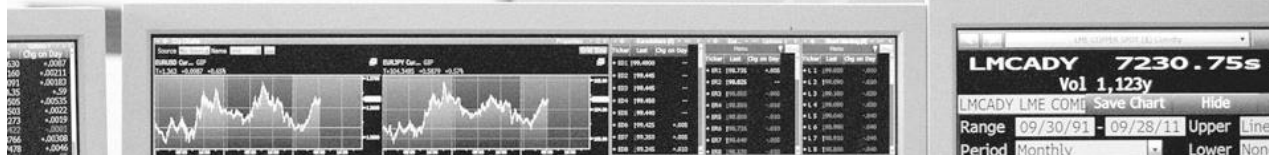
BALANCE A

Portefølje- og afkastkommentar

Månedens afkast i porteføljen kan opgøres til 0,1%. År til dato er afkastet 4,0% mod benchmark på 5,4%. Absolut set er afkastet målt på hele året pænt, om end det i forhold til benchmark ikke er tilfredsstillende. Den negative performance relativt til benchmark kan tilskrives underperformance på aktier, herunder overvægt i Europa og underperformance på den globale afdeling. Desuden har undervægt i obligationer bidraget til det lavere afkast i forhold til benchmark.

Afkast - Aktier

Aktieporteføljen, der udgør 23,7% pr. ultimo november, har bidraget positivt til afkastet i november. Således har aktier i november givet et absolut afkast på 3,2%. Målt på året er afkastet 1%, svarende til 6,1%-point efter benchmark. Det er, jf. ovenfor, underperformance på den globale aktieportefølje samt overvægt i Europa, der primært trækker afkastet ned. Danske aktier har haft en svær måned i november med et negativt afkast på 4,2%.



Afkast - Obligationer

Porteføljens danske stats- og realkreditobligationer gav i november et afkast på -0,3%. Målt på året har danske obligationer givet et afkast på 4%, hvilket er 0,5%-point lavere end afkastet på benchmark. År til dato har de længerelevende obligationer fortsat givet de højeste afkast på grund af faldende renter. Andelen af danske obligationer udgør ultimo november 36,3%, hvilket er en undervægt. Ultimo november er porteføljen tilført udenlandske statsobligationer, så den samlede obligationseksponering er på 38,9%.

Afkastet på kreditobligationer har været negativt i november med -1,3%. Målt på året har kreditobligationer givet et afkast på 6,8%, hvilket er 1,4%-point bedre end benchmark. Andelen af kreditobligationer udgør samlet omkring 35% ultimo november fordelt med Investment grade 25%, high yield obligationer 5% og emerging market obligationer 5%.

Allokering

Ultimo november har porteføljen tilkøbt udenlandske statsobligationer, primært US, Europa og UK for knap 3% finansieret via kontantbeholdningen.

BALANCE B

Portefølje- og afkastkommentar

Månedens afkast i porteføljen kan opgøres til 1,3%. År til dato er afkastet 3,2% mod benchmark på 6,4%. Absolut set er afkastet målt på hele året pænt, om end det i forhold til benchmark ikke er tilfredsstillende. Den negative performance relativt til benchmark kan tilskrives underperformance på aktier, herunder overvægt i Europa og underperformance på den globale afdeling. Desuden har undervægt i obligationer bidraget til det lavere afkast i forhold til benchmark.

Afkast - Aktier

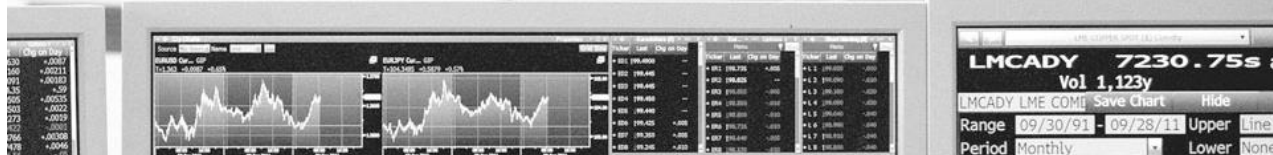
Aktieporteføljen, der udgør 53,7% pr. ultimo november, har bidraget positivt til afkastet i perioden. Således har aktier i november givet et absolut afkast på 3,4%. Målt på året er afkastet 1,9%, svarende til 5,3%-point efter benchmark. Det er, jf. ovenfor, underperformance på den globale aktieportefølje samt overvægt i Europa, der primært trækker afkastet ned. Danske aktier har haft en svær måned i november med et negativt afkast på 4,2%.

Afkast - Obligationer

Porteføljens danske stats- og realkreditobligationer gav i november et afkast på -0,2%. Målt på året har danske obligationer givet et afkast på 4,1%, hvilket er 0,4%-point lavere end afkastet på benchmark. År til dato har de længerelevende obligationer fortsat givet de højeste afkast på grund af faldende renter. Andelen af danske obligationer udgør ultimo november 24,3%, hvilket er en undervægt. Ultimo november er porteføljen tilført udenlandske statsobligationer, så den samlede obligationseksponering er på 25,7%.

Afkastet på kreditobligationer har været negativt i november med -1,9%. Målt på året har kreditobligationer givet et afkast på 7,5%, hvilket er 1,4%-point bedre end benchmark.

Andelen af kreditobligationer udgør samlet omkring 20% ultimo november, fordelt med investment grade obligationer 10%, high yield obligationer 5,4% og emerging market obligationer 4,4%.



Allokering

Der har ikke været foretaget nævneværdige allokeringer på porteføljen i perioden.

BALANCE C

Portefølje- og afkastkommentar

Månedens afkast i porteføljen kan opgøres til 1,9%. År til dato er afkastet 2,1% mod benchmark på 6,8%. Absolut set er afkastet målt på hele året pænt, om end det i forhold til benchmark ikke er tilfredsstillende. Den negative performance relativt til benchmark kan tilskrives underperformance på aktier, herunder overvægt i Europa og underperformance på den globale afdeling. Desuden har undervægt i obligationer bidraget til det lavere afkast i forhold til benchmark.

Afkast – Aktier

Aktieporteføljen, der udgør 73,8% pr. ultimo november, har bidraget positivt til afkastet i perioden. Således har aktier i november givet et absolut afkast på 2,9%. Målt på året er afkastet 1,4%, svarende til 5,8%-point efter benchmark. Det er, jf. ovenfor, underperformance på den globale aktieportefølje samt overvægt i Europa, der primært trækker afkastet ned. Danske aktier har haft en svær måned i november med et negativt afkast på 4,2%.

Afkast – Obligationer

Porteføljens danske stats- og realkreditobligationer gav i november et afkast på -0,2%. Målt på året har danske obligationer givet et afkast på 3,9%, hvilket er 0,6%-point lavere end afkastet på benchmark. År til dato har de længerelevende obligationer fortsat givet de højeste afkast på grund af faldende renter. Andelen af danske obligationer udgør ultimo november 13,3%, hvilket er en undervægt. Ultimo november er porteføljen tilført udenlandske statsobligationer, så den samlede obligationseksponering er på 13,9%.

Afkastet på kreditobligationer har været negativt i november med -2,3%. Målt på året har kreditobligationer givet et afkast på 6,8%, hvilket er 0,7%-point bedre end benchmark.

Andelen af kreditobligationer udgør samlet omkring 11% ultimo november, fordelt med investment grade 5%, high yield obligationer 3% og emerging market obligationer 3%.

Allokering

Der har ikke været foretaget nævneværdige allokeringer på porteføljen i perioden.



MELLEMLANGE OBLIGATIONER (etableret 30.03.2016)

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

Den umiddelbare markedsreaktion efter Trumps valgsejr den 8. november resulterede også for Danmarks vedkommende i en rentestigning samt en stejlere rentekurve i såvel 2-10 årige renter som i 10-30 årige renter. Spændet på konverterbare realkreditobligationer mod swap og stater er øget og det er specielt gået mest udover de højtforrentede samt de 20-årige obligationer. I absolut kurstab er det dog gået værst ud over obligationer med allerhøjest varighed. I slutningen af måneden havde renterne dog genvundet en pæn del og spændet på realkreditobligationer er kommet tilbage igen. På trods af rentestigningen holdt udstedelsen af konverterbare obligationer sig pænt, men niveauet er dog i slutningen af perioden faldet som forventet. Det, at udstedelsen holdt sig på et rimeligt niveau, var heller ikke understøttende for den relative prisfastsættelse af realkreditmarkedet.

UDENLANDSKE STATSOBLIGATIONER (etableret 21.10.2016)

November var præget af flere større politiske begivenheder. Dels OPEC møde, dels præsidentvalg i USA og dels udsigten til en folkeafstemning i Italien om forfatningsændring i den første weekend i december.

Den umiddelbare markedsreaktion efter Trumps valgsejr var et kortvarigt rentefald i form af flight-so-safety. Allerede samme dag vendte reaktionen til rentestigninger i forventning om mere inflationsdrivende finanspolitik i USA og stejlere rentekurver i Euroland, såvel for 2-10 årige som 10-30 årige renter.

Også en aftale i OPEC om reduceret olieproduktion forstærkede reflationforventningerne. Renterne steg således globalt i november måned. Mest i USA men også i Euroland, hvor vi oplevede pæne spændudvidelser i både semi-core og periferi - især i Italien. Porteføljen har været lidt overvægtet semi-core, hvilket har kostet relativt, men den stejlere kurve var positiv. Porteføljens afkast år til dato er -3,2% efter omkostninger, hvilket er 0,2% lavere end benchmark.



KREDOBLIGATIONER

November blev præget af stigende renter og forskellige trends i de underliggende markeder. Foreningen gav et afkast på -2,1%, hvilket er højere end benchmarket på -2,4%. Dermed har foreningen givet et meget højt afkast på 7,4% år til dato, hvilket er knap 70 bp. foran benchmark.

November var præget af præsidentvalget i USA, hvor udfaldet kom som en overraskelse for en del markedsdeltagere. Begge præsidentkandidater havde annonceret planer for en mere ekspansiv fiskal politik, men den nyvalgte præsident havde dog klart de mest omfangsrige planer. Renteniveauet var allerede steget siden lavpunktet efter Brexitafstemningen, men steg betydeligt efter præsidentvalget og sluttede måneden højere end ved indgangen til året. Det absolutte afkast i måneden var derfor stærkt præget af stigende renter både i USA og Europa. Kreditafkastet i måneden var derimod meget mere ulige fordelt af forskellige årsager. Amerikanske kreditobligationer indenfor både investment grade og high yield klarede sig godt og oplevede en indsnævring af kreditspænd, på baggrund af stærke forventninger til amerikansk vækst under den kommende præsident. Europæisk kredit var præget af usikkerhed omkring eventuelt partiel udfasning af ECB's opkøbsprogram, hvilket gav en betydelig udvidelse af kreditspændet for EUR-kreditter. Emerging Markets oplevede en betydelige udvidelse af kreditspændet, hvilket skyldtes stigende finansieringsomkostninger fra stigende renter, usikkerhed omkring den kommende præsidents sikkerheds- og handelspolitik.

Porteføljen af investment grade gav et afkast på 0,2% på niveau med benchmark, high yield obligationer gav 2,3% mod benchmark på 2,9%, mens emerging market obligationer gav et afkast på -0,6% imod benchmark på -0,9%. I både EM og HY var det papirudvælgelsen, som bidrog til afkastet.

I investment grade betød det negative afkast fra højere underliggende renter også, at de fleste fonde var lidt mere tilbageholdende med opkøb, hvilket øgede kreditpræmierne. Dette var relativt bredt funderet for samtlige sektorer. Dog var det primært gældende for EUR-denominerede obligationer, mens forsikringselskaber benyttede de højere renter til at købe op i USD-denominerede obligationer med lange løbetider. I slutningen af måneden kom der desuden resultatet af Bank of Englands stresstest af banker, hvor kun Royal Bank of Scotland ikke bestod.

I high yield var en indsnævring af kredit spændet på 8 bp. og carry fra kuponerne var ikke nok til at kompensere for de voldsomt stigende renter i kølvandet på valget af Trump som USA's næste præsident. Obligationer med den laveste kredit kvalitet gav i perioden det højeste afkast. Den mindre rentefølsomhed, i og med at prissætningen er drevet mere af virksomhedsspecifikke faktorer, var en vigtig faktor. Anlægssektoren gav et afkast på 1,3% til udsigten om store fremtidig investeringer i infrastruktur. OPEC blev sidst på måneden enige om en reduktion af olieproduktion, men obligationer i energisektoren reagerede stort set ikke herpå, hvilket er en indikation af, at der er taget forskud på glæderne ved en højere oliepris. Porteføljen er fortsat undervægtet i energi og overvægtet mere defensive sektorer.

De amerikanske renter steg derfor betydeligt efter valget, hvilket samtidig gav et negativt bidrag til totalafkastet på næsten 3%, da Emerging Markets består af en del obligationer med lang varighed. Derudover blev udfaldet af valget af mange anset som endnu et tilbageslag for global samhandel, hvilket naturligt nok gav en del dønninger igennem Emerging Markets, som er stærkt afhængige heraf. Kombinationen af lave kreditspænd ved indgangen til valget, hastigt stigende finansieringsomkostninger fra et stigende renteniveau og forøget usikkerhed omkring langtidsudsigterne for EM, gav et skub til kreditspændene i Emerging Markets. Kreditspændet blev udvidet med 21 bp. og gav derfor et negativt kreditafkast på -1,12%.



DANSKE AKTIER

Det amerikanske og europæiske aktiemarked oplevede stigninger i november – det amerikanske marked dog primært drevet af den stigende dollar. Det danske aktiemarked faldt i november. Målt ved OMX Copenhagen Cap_GI faldt danske aktier med 4,1%. Dermed har det danske aktiemarked givet -2,8% i 2016. Porteføljen gav i november et afkast på -4,2%, hvilket bringer årets afkast på -1,9%.

Den største begivenhed i november var naturligvis det amerikanske præsidentvalg, der gav dønninger både før og efter. Præsidentvalget er særdeles interessant dels for aktiemarkedet generelt, men også de ting, der sker et spadestik dybere, dvs. sektorer og investeringsstile. Mange af de ting Donald Trump har sagt har store selskabsspecifikke påvirkninger. Det bedste eksempel er Mærsk, der faldt med 10% i november. Aktien var påvirket af Trumps udtalelser om protektionistiske tiltag, hvilket vil have en negativ udvikling på international handel og fragt fra blandt andet Asien, hvor Mærsk er stærk.

Regnskaberne for tredje kvartal afsluttedes i november. Vestas kom med et meget flot regnskab, men talte om lavere vækst på det amerikanske marked. Det fik aktien til at falde. Kombineret med Trumps kommentarer om grøn energi fik det aktien til at falde godt 15% i november. Tilskuddene til grøn energi er allerede på vej ned i USA over en 5-årig periode.

FLS kom også med regnskab i november. Mange i markedet havde ventet en nedjustering. Fraværet af en nedjustering og stigninger i råvarerelaterede aktier fik imidlertid FLS-aktien til at stige 17% i november. Genmab og Lundbeck steg ligeledes i november efter flotte regnskaber.

De største bidragsydere til årets performance har været Schouw & Co (overvægt), Jyske Bank (overvægt) og Novozymes (undervægtet), mens Københavns Lufthavne (undervægt), Danske Bank (undervægt) og Lundbeck (undervægt) bidrog negativt.

GLOBALE AKTIER

Afdeling Globale Aktier gav i november et afkast på 4,3%, hvilket er 0,5%-point lavere end for porteføljens benchmark, MSCI World (DKK). For året har afdelingen givet et afkast på 2,8%, hvilket er 4,4%-point lavere end MSCI World (DKK), der har givet 7,2% i afkast.

Præsidentvalget i USA og udsigten til et republikansk flertal i begge af kongressens kamre medførte et positivt aktiemarked. Kurstigningerne har dog været ledsaget af en meget voldsom sektorrotation, hvor særligt bankaktierne er steget markant således at de nu i USA handler tæt på de højeste PE-multiplier set i nyere tid, drevet har forventninger om højere inflation og renter. Andre cykliske sektorer som industri er ligeledes steget pænt på forventninger om en ekspansiv finanspolitik fremadrettet, mens defensive sektorer som forbrugsvarer og forsyning er blevet handlet ned. Teknologiaktier er ligeledes blevet handlet ned efter en lang periode med pæne stigninger.

Porteføljen har overordnet set været godt positioneret til at drage nytte af sektorrotationen med en overvægt i bankaktier og en markant undervægt indenfor de stabile, men dyre forbrugsaktier samt forsyning/ejendomme. Omvendt er porteføljen undervægtet industriselskaber og energi og råvareselskaber, der alle drog nytte af opsvinget i de cykliske aktier. En række regnskaber i begyndelsen af måneden har dog været lidt skuffende, hvilket har mere end opvejet de positive bidrag fra sektorrotationen.

Medicinalselskabet Allergan har gennem året oplevet en skuffende kursudvikling, og det fortsatte med et svagere end forventet regnskab for 3. kvartal. Flere af selskabets modne medicinalprodukter oplever stigende konkurrence fra billigere produkter, og den skuffende salgsudvikling på den korte bane har fået investorerne til at holde sig i baggrunden. Selskabets meget brede og relativt stærke pipe-line er ikke afspejlet i kursudviklingen, og værdifastsættelse af selskabet nærmer sig en PE-multipel på 10-11, hvilket er en markant rabat til øvrige medicinalselskaber. Selskabets ledelse har på denne baggrund iværksat et markant tilbagekøb af egne aktier, som vi forventer, vil fortsætte.



Sabre, Pandora og Norwegian Cruise Line kom også med lidt svagere regnskab end forventet. Sabre handler pt. på en rabat på 20% til dets europæiske konkurrent Amadeus, trods højere topinjevækst og marginpotentiale. Pandora og Norwegian handler på multipler for den fremtidige indtjening på hhv. omkring 14 og 10, trods forventet salgsvækst de kommende år på over 10%. For alle tre selskaber samt Allergan forventes pæne kursudviklinger for 2017.

Positive bidragsydere i november var Synchrony Financial, Aetna og Ally Financial, mens Pandora og Allergan bidrog negativt.

HØJT UDBYTTET AKTIER

Porteføljens afkast kan i november opgøres til 0,1% mod benchmarks 1,0%. For året har porteføljen givet et afkast på -5,3%, svarende til en underperformance på 1,9%-point i forhold til afkastet for MSCI Europa (DKK).

De globale aktiemarkeder viste en meget positiv kursudvikling i november ovenpå afviklingen af det amerikanske præsidentvalg, der førte til forventninger om stigninger i inflation og renter. Dette gav især luft til den hårdt pressede banksektor, der kæmper med at opretholde en fornuftig rentemarginal for at give et fornuftigt afkast til investorerne. Der var generelt tale om en sektorrotation fra de defensive sektorer ind i de mere konjunkturfølsomme.

Porteføljen bliver i november måned ramt af sektorrotationen, da vi ikke har investeringer i f.eks Metals & Mining der er steget mere end 10% alene i november samt en undervægt i industri generelt. Porteføljens overvægt af selskaber i forsyningssektoren har kostet relativt, da disse typisk opfattes som obligationslignende investeringer, og dermed rammes af forventninger om højere renter.

Månedens positive bidrag kom fra eksponeringerne til Energi og Finansielle aktier, hvor det var henholdsvis selektion og allokering, der bidrog til performance.

På selskabsniveau kom de positive bidrag fra overvægten af Prudential og ING, der begge drog fordel af forventningerne til stigende renter. De største negative bidrag kom fra forsyningssekskabet Iberdrola, det hollandske supermarkeds selskab Ahold samt danske Matas, der møder stigende konkurrence på det danske marked.

EUROPA VALUE AKTIER

Porteføljens afkast kan i november opgøres til 2,9% mod benchmarks 1,1%. For året har porteføljen givet et afkast på -2,9% svarende til et merafkast på 0,5% inkl. omkostninger i forhold til afkastet for MSCI Europa (DKK).

Det amerikanske præsidentvalg havde en markant påvirkning på aktiemarkedet, men hvis man kigger på de underliggende tendenser var påvirkningen endnu mere markant. Siden sommeren 2016 har der været en tendens til, at de lange renter har været stigende. Denne tendens blev accelereret markant efter valget af Trump.

De stigende lange renter har i særdeleshed påvirket de obligationslignende aktier, dvs. defensive aktier med stabil indtjening. Disse aktier har været særdeles dyre i forhold til resten af markedet. De har været gode at have ved de kraftige fald i renterne de senere år, men kombinationen af dyr valuation og stigende renter har været hårdt ved disse aktier. Det har gavnet de cykliske sektorer og regioner, men også den investeringsstil, der hedder value, som denne forening investerer i. Den overordnede tendens i de finansielle markeder er et potentielt skift fra fokus på pengepolitik til finanspolitik, og det gavner en helt anden type virksomheder, end det man har set de foregående år. PFA afventer med spænding udviklingen i dette tema i den kommende tid.

Idet PFA Value har færre af de højt prisfaste aktier i porteføljen, har det gavnet afkastet over de senere måneder.



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

USA STABILE AKTIER (etableret 21.10.2016)

Afdelingen USA Stabile Aktier gav i november et absolut afkast målt i danske kroner på 4,6%, hvilket var 2,4% lavere end benchmark. Siden etableringen den 21. oktober har afdelingen givet et afkast på 2,9%, hvilket er 2,5% lavere end benchmark, der har givet et afkast på 5,4% målt i danske kroner.

November har primært været præget af præsidentvalget i USA, hvor sejren til Trump og udsigten til et republikansk flertal i begge kamre medførte pæne stigninger til aktiemarkedet. Kurstigningerne har været ledsaget af en meget voldsom sektorrotation, hvor særligt bankaktierne er steget meget primært drevet af forventninger om et højere renteniveau og højere inflationsforventninger. Andre cykliske sektorer, som industri, er ligeledes steget pænt på forventninger om, at en mere ekspansiv finanspolitik vil øge indenlandske infrastrukturinvesteringer.

Afdelingens underperformance for november kan primært tilskrives overvægten af stabile og ikke-cykliske selskaber, der afkastmæssigt ikke har kunnet følge med de mere konjunkturfølsomme selskaber. Der er i måneden ikke foretaget nogen væsentlige ændringer, og det er fortsat vurderingen, at den nuværende portefølje er attraktivt prissat, såvel absolut som relativt, sammenholdt med en større visibilitet på indtjeningen. Ultimo november er afdelingen fortsat betydeligt overvægtet selskaber med eksponering til tele-, forsynings- og medicinalindustrien, mens afdelingen er undervægtet mere konjunkturfølsomme selskaber.

På selskabsniveau kom de største positive bidrag til afkastudviklingen for november fra UnitedHealth, Facebook og Gartner mens CVS, NextEra og Medtronic var de største negative bidragsydere.

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.