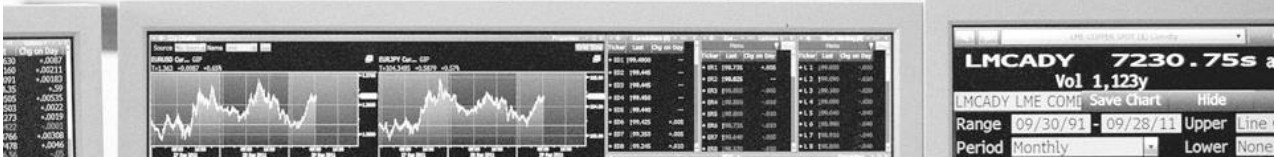


PFA INVEST

NYHEDSBREV - APRIL 2015





MARKEDSKOMMENTAR – APRIL 2015

Den globale likviditetsbølge går jorden rundt

Årets første kvartal har budt på meget høje afkast på både aktier og obligationer. Drivkraften har været den ekstremt lempelige pengepolitik, herunder især opkøbsprogrammet fra den Europæiske Centralbank (ECB), som har løftet aktiekurserne og presset obligationsrenterne ned.

Den kraftige stigning i dollarkursen har ligeledes påvirket afkastene positivt på ikke mindst kreditobligationer og globale aktier målt i DKK.

Den lempelige globale pengepolitik ser ud til at fortsætte, idet centralbankerne i USA og Kina de seneste uger har sendt mere lempelige signaler end forventet.

Optimismen breder sig i Europa – blandede signaler fra USA

ECB's massive opkøbsprogram har indtil videre haft positiv effekt på rente-, valuta- og aktiemarkedene. Samtidig peger konjunkturindikatorer på, at et bredt funderet opsving er på vej i Europa.

De forbedrede finansielle vilkår, sammen med lave oliepriser, har givetvis medvirket til at understøtte fremgangen i de seneste konjunkturindikatorer. Nøgletal fra eurozonen har fulgt en stigende trend i 2015 og signalerer tiltagende vækst. Tyskland har igen sat sig i førersædet, men konjunkturindikatorerne i de andre store eurolande følger pænt med op. Med til at styrke vækstudsigterne er, at både den indenlandske service-sektor og den mere eksportorienterede fremstillingssektor viser fremgang i årets tre første måneder.

Hvis den positive udvikling fortsætter, og opsvinget i Eurozonen bider sig fast, vil lange renter sandsynligvis begynde at stige, i takt med at vækst- og inflationsprognoserne opjusteres og risikoen for deflation gradvist aftager.

I USA har nøgletallene sendt blandede signaler i starten af 2015. Tillidsindikatorer blandt fremstillingsvirksomheder signalerer lavere vækst og understøttes af en svag udvikling i nye ordrer og detailsektoren. Hertil kommer, at den meget stærke fremgang på arbejdsmarkedet bremsede op i marts, hvor der kun blev skabt halvt så mange jobs som forventet. Indikatorer for den tungtvejende servicesektor viser dog tiltagende vækst efter en kort opbremsning ved årsskiftet. Samlet set ser grundlaget for vækst fortsat robust ud.

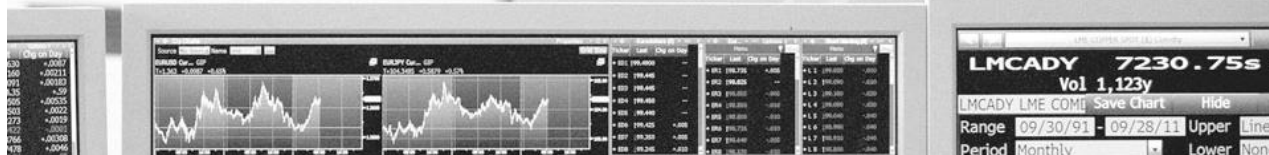
I Kina aftager væksten gradvist, men regeringen står klar i kulissen, hvis væksten bliver for svag.

Forsigtig optimisme – men også risici

Årets første kvartal har budt på pæne kursstigninger på specielt aktier og kreditobligationer, men også udenlandske obligationer har gjort det godt.

Realøkonomien har efterhånden svært ved at understøtte de afkast, vi ser, så vi justerer løbende risikoprofilen i afdelingerne. Vi ser både udfordringer og muligheder ved at investere i et lavrentemiljø, og en af udfordringerne er, at en række investorer føler sig presset ud i nogle aktivklasser, hvor de ikke er komfortable med risikoen. Det kan give større udsving end normalt, når nøgletal etc. i en periode peger i negativ retning; en effekt vi har set i glimt de seneste måneder.

Vi ser imidlertid fortsat muligheder i risikofyldte aktiver, af grunde der er beskrevet ovenfor, men ser også en række åbenbare risici.



AFKASTOVERSIGT 2015 - PFA INVEST

PFA INVEST AFDELINGER	Afkast marts	Afkast 2015	Benchmark 2015	Merperformance 2015
PFA Invest Balance A	2,4%	9,5%	9,2%	0,3%
PFA Invest Balance B	2,8%	13,0%	11,8%	1,2%
PFA Invest Korte Obligationer	0,2%	0,3%	0,7%	-0,4%
PFA Invest Lange Obligationer	0,3%	1,1%	2,0%	-0,9%
PFA Invest Kreditobligationer	3,9%	12,7%	13,9%	-1,2%
PFA Invest Danske Aktier	6,2%	24,4%	21,2%	3,2%
PFA Invest Globale Aktier	3,6%	18,5%	15,7%	2,8%
PFA Invest Højt Udbytte Aktier	2,2%	16,5%	16,9%	-0,4%
PFA Invest Europa Value Aktier	2,2%	17,7%	16,9%	0,8%

AFKASTKOMMENTARER

BALANCE A

Afkastet for afdelingen Balance A har siden årets start været præget af den positive stemning på de finansielle markeder. Drivkraften har primært været ECB's seneste opkøbsprogram, som har sænket renterne globalt, løftet aktiekurserne ikke mindst i Europa og svækket euroen. Det sidste har løftet afkastet på alle udenlandske aktiver udenfor eurozonen.

Afdelingen har siden årets start været overvægtet aktier og undervægtet obligationer, hvilket har bidraget positivt til afkastet. På aktieallokeringen har undervægten af nordamerikanske aktier og overvægten af europæiske aktier ligeledes bidraget positivt.

Ved udgangen af marts er afdelingen fortsat overvægtet aktier og undervægtet obligationer. Aktieallokeringen er overvægtet Europa og undervægtet Nordamerika. Obligationsallokeringen er overvægtet kreditobligationer og undervægtet danske obligationer.

Afdelingen har år-til-dato givet et afkast på 9,5%.

BALANCE B

Afkastet for afdelingen Balance B har siden årets start været præget af den positive stemning på de finansielle markeder. Drivkraften har primært været ECB's seneste opkøbsprogram, som har sænket renterne globalt, løftet aktiekurserne ikke mindst i Europa og svækket euroen. Det sidste har løftet afkastet på alle udenlandske aktiver udenfor eurozonen.

Afdelingen har gennem perioden været overvægtet aktier og undervægtet obligationer, hvilket har bidraget positivt til afkastet. På aktieallokeringen har undervægten af nordamerikanske aktier og overvægten af europæiske aktier ligeledes bidraget positivt.

Ved udgangen af marts er afdelingen fortsat overvægtet aktier og undervægtet obligationer. Aktieallokeringen er overvægtet Europa og undervægtet Nordamerika. Obligationsallokeringen er overvægtet kreditobligationer og undervægtet danske obligationer.

Afdelingen har år-til-dato givet et afkast på 13,0%.



KORTE OBLIGATIONER

Starten af året har været præget af nye rentefald med flere officielle rentenedsættelser fra Nationalbanken til følge. Ikke færre end fire gange har Nationalbanken i forsvar for kronestyrkelsen reduceret de ledende rentesatser helt ned til -0,75%. Presset på kronen er opstået i kølvandet på en markant styrkelse af CHF, idet Schweiz tidligt på året lod deres valuta flyde med en styrkelse til følge. De korte statsrenter handler således markant negativt, mens selv de korte realkreditobligationer ligeledes har nået negativt territorium. De store auktioner på de korte flekslån er nu veloverstået, selvom starten var lidt tung grundet kronesvækkelsen.

Afdelingen har været eksponeret primært mod højtforrentede realkreditobligationer, som ikke helt har kunnet følge statsrenternes stærke performance.

Afdelingen har i 2015 leveret et afkast på 0,3%, hvilket er lidt under benchmark.

LANGE OBLIGATIONER

Starten af året har været præget af pæne rentefald med flere officielle rentenedsættelser fra Nationalbanken til følge. Rentefaldet er ligeledes slået igennem i de længere løbende obligationer og ikke mindst statsobligationerne har performet. Rentefaldet har medført en pæn konverteringsbølge og udbuddet har været markant i de nye lange 2% obligationer, som derfor har været presset i kurs. Statsrenter handler således markant negativt helt ud til 9 år og selv de korte realkreditobligationer handler i negativt territorium.

Afdelingen har været eksponeret primært mod traditionelle realkreditobligationer og er derfor udsat for høje udtrækninger i april.

Afdelingen har i 2015 leveret et afkast på 1,1%, hvilket er under niveau med benchmark da realkreditobligationerne ikke er steget i samme omfang som statsobligationerne.

KREDITOBLIGATIONER

Frygten for global afmatning fortsatte ind i 2015, og i jagten på at skabe vækst lancerede den Europæiske Centralbank et opkøbsprogram på EUR 60 mia. om måneden, som løber fra marts og minimum frem til september 2016. Det har givet en markant svækkelse af euroen og således også af kronen.

Kreditmarkedet har været præget af volatilitet i årets første tre måneder – blandt andet som følge af udsving i olieprisen. Dertil kommer uroen omkring Grækenland samt Ukraine. Samlet set har 1. kvartal budt på indsnævring af kreditspænd for både Investment Grade, Emerging Market og High Yield obligationer. Der har været et markant udstedelsespres i kreditmarkedet, hvor størstedelen dog bliver brugt til refinansiering af eksisterende gæld. I marts kom Healthcare selskabet Valeant til det amerikanske High Yield marked med en udstedelse på USD 9,5 mia.

Den markante dollar styrkelse har bidraget positivt til det absolutte afkast, og afdelingen har leveret et afkast på 3,9% i marts måned. År-til-dato har afdelingen givet et flot afkast på 12,7%, hvilket dog er mindre end benchmarket.



DANSKE AKTIER

Det danske aktiemarked fortsatte stigningerne i marts måned, hvor markedet steg med yderligere 5,3%, så afkastet år til dato nu er 21,2%. De europæiske aktiemarkeder steg med 1,7%, og er steget 16,9% år-til-dato. De globale aktiemarkeder steg 2,9% og er steget 15,7% i 2015. Alle afkast er i DKK. Porteføljen overperformede markedet i marts. De største positive bidragsydere var overvægtene i NNIT, Bavarian Nordic og Alm. Brand, mens de største negative bidragsydere var overvægtene i SimCorp, DSV og A.P. Møller-Mærsk.

Novo Nordisks datterselskab NNIT blev børsnoteret i marts måned. Aktien blev markant overtegnet og steg første handelsdag med hele 26%.

De største stigninger blandt de store selskaber i marts var Novo Nordisk (+16%), William Demant (+8%) og Chr. Hansen (+7%), mens TDC, Nordea og Novozymes faldt henholdsvis 6%, 5% og 2%.

De store stigninger i Novo Nordisk skyldes primært, at Novo kan søge om godkendelse af deres nye insulin produkt, Tresiba hos de amerikanske sundhedsmyndigheder, og at der er meget positive forventninger til dette nye produkt.

Afdelingen har i marts givet et afkast på 6,2% og 24,4% år-til-dato.

GLOBALE AKTIER

De globale aktiemarkeder steg i marts med 2,9%. Japanske aktier steg i marts med 6,2%, mens de nordamerikanske aktiemarkeder steg med 2,9% og Europa steg med 1,8%. Emerging Markets steg med 3,1%.

De europæiske aktiemarkeder outperformede igen i marts amerikanske aktier. MSCI Europe outperformede således S&P 500 med 11% i første kvartal, hvilket er den største outperformance siden 2000. Det tyske DAX indeks nåede et nyt rekordniveau, som følge af investorenes søgen efter afkast drevet af de historisk lave renter grundet ECB's start på QE-programmet. Derudover kunne eurozonen fremvise bedre end forventede nøgletal i form af PMIs, tyske IFO-tal og fransk inflationsdata. EUR/USD nåede et 12-årigt lavpunkt under 1,06 som reaktion på nyhedsstrømmen fra Grækenland.

De amerikanske aktiemarkeder haltede efter de europæiske igen i marts målt i lokalvaluta. Måneden startede ellers positivt ud med bedre end forventet nonfarm payrolls, som for 4. måned i træk udviste stærk performance, sideløbende med at ledighedsprocenten faldt til 5,5%. Både S&P 500 og Dow Jones nåede på baggrund heraf nye rekordniveauer i begyndelsen af marts. De amerikanske indeks endte dog måneden i minus, målt i lokalvaluta, som følge af den yderligere styrkelse af USD samt forventninger om en snarlig renteforhøjelse, som følge af den ændrede retorik fra den amerikanske centralbankdirektør Janet Yellen. Yellen bemærkede dog, at FED bør "stay on hold" i forhold til renteforhøjelser hvis inflationsdataene udviser en svagere tendens.

Japanske aktier fortsatte sit opadgående momentum i marts måned på trods af at en række nøgletal kom ind svagere end forventet.

De største positive bidragsydere var i marts NNIT, Fanuc og Medivation, mens Keurig Green Mountain, Philips og Barclays trak i modsat retning.

På sektorniveau var de største positive bidragsydere i den forgangne måned Health Care og Materials. Største negative bidragsydere var Finans og IT.

Afdelingen har i marts givet et afkast på 3,6% og 18,5% år-til-dato.



HØJT UDBYTTÉ AKTIER

De europæiske aktier fortsatte den flotte performance fra årets start ind i marts måned, hvor afkastet blev 1,8% og 16,9% år til dato. En øget tiltro, til at lempelserne fra den Europæiske Centralbank vil skabe vækst i Europa på sigt, førte til stigende efterspørgsel efter de mere konjunkturfølsomme sektorer, der således indhentede det tabte i forhold til de mere defensive sektorer fra årets start.

Højt udbytte aktierne bliver udfordret i dette scenarie grundet afdelingens naturlige fokus på mere stabile selskaber. For året som sådan, er det de mere dividendefokuserede sektorer som Energi og Forsyning, der halter efter det generelle marked. På afdelingsniveau er de største positive bidrag til performance kommet fra eksponeringen til Materials-sektoren, og det største negative kommer fra Finans.

Porteføljens afkast er 16% år-til-dato hvilket er 0,9% lavere end det tilsvarende benchmark.

EUROPA VALUE AKTIER

En række stærke nøgletal samt starten på ECB's tilbagekøb af obligationer (QE) drev aktiemarkedene i plus for 3. måned i træk. For hele kvartalet gav europæiske aktier et merafkast på 11% i forhold til USA. Det største kvartalsmæssige merafkast siden 2000.

Sektormæssigt var banker og sundhed blandt vinderne, mens olieselskaberne var blandt taberne. I porteføljen var det følgende aktier der trak op i afkastet: ITV (medier) på en højere end ventet dividende, Boskalis (industri) på et godt regnskab og Grifols (sundhed) uden de store nyheder. Belgacom (tele), Ashtead (industri) og DS Smith (materials) trak ned i afkastet.

Risikoen i afdelingens styres efter det brede MSCI Europe indeks, hvor der er en lavere andel af finans end i det deciderede MSCI value indeks.

Porteføljen klarede sig bedre end benchmark i marts og år-til-dato. Det samlede afkast var 18% år-til-dato.