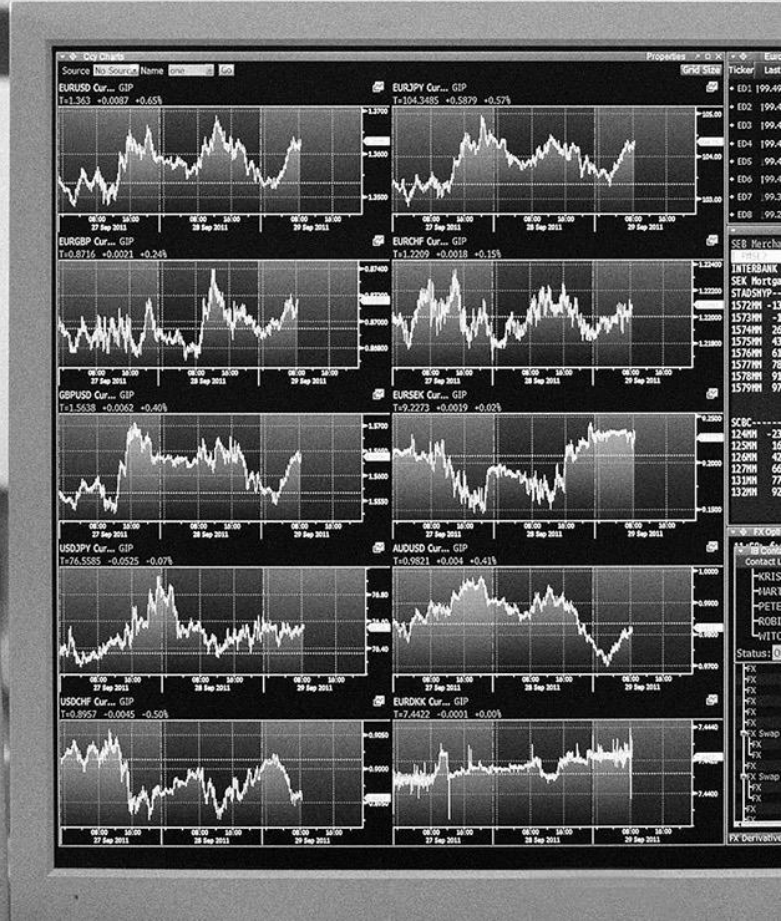
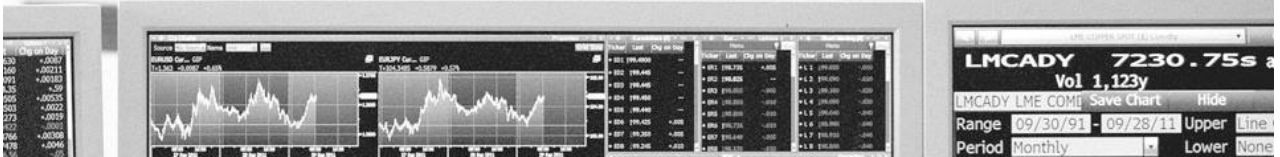


PFA INVEST

NYHEDSBREV - JANUAR 2015





MARKEDSKOMMENTAR – JANUAR 2015

Kraftigt faldende oliepriser virker som god økonomisk stimulation

Faldende oliepriser, anspændte geopolitiske forhold og centralbankernes pengepolitik har været centrale temaer i 2014 og kan meget vel gå hen og blive afgørende temaer for 2015 også.

Olieprisen faldt med knap 50% i andet halvår af 2014 til lige under 60\$ pr. tønde, hvilket er det laveste niveau siden 2009. De lave oliepriser sænker inflationsraten, og virker som en direkte saltvandsindsprøjtning til privatforbruget svarende til en skattnedsættelse eller rentesækning. I december var der tegn på en stabilisering af olieprisen omkring dette niveau, og markedets forventninger (udtrykt i futures) viser kun gradvist højere oliepriser omkring 70\$ pr. tønde i løbet af 2015.

Olieprisfaldet og Ukraine-krisen har ramt de store økonomier forskelligt, og i takt med, at USA ser ud til at bevæge sig ind i et selv bærende opsving, udstilles svaghederne i Europa, hvor væksten stadig er skrøbelig.

Europa hårdest ramt af Rusland-krisen

Ukraine-krisen, nedskydningen af Malaysia Airlines-flyet i juli og de efterfølgende sanktioner mod Rusland forplantede sig både i de hårde økonomiske nøgletal og i de bløde tillidsindikatorer. Konsekvenserne var væsentlig større i de europæiske økonomier end den amerikanske, som følge af de tættere handelsrelationer i Europa, og væksten i Europa aftog lidt fra allerede lave niveauer.

Konflikten mellem vesten og Rusland ser ud til at fortsætte i 2015. Men under forudsætning af, at den ikke kommer ud af kontrol, forventer vi, at de potentielle negative effekter på europæisk økonomi bliver mindre, da samhandlen allerede nu er nedbragt betydeligt. Hertil kommer, at de negative dønninger fra Ukraine-krisen til de østeuropæiske økonomier har vist sig kortvarigt, og tillidsindikatorerne her peger igen moderat opad.

I Eurozonen er væksten således fortsat skrøbelig, men lave oliepriser og renter samt en svækket valutakurs styrker troen på lidt højere vækst i 2015 end 2014. Der vil dog være forhøjede politiske risici i forbindelse med, at flere lande afholder parlamentsvalg i 2015.

Den europæiske centralbank varmer op til yderligere lempelser i pengepolitikken, men det er usikkert, hvordan disse kan skrues sammen, og hvorvidt de vil bidrage tilstrækkeligt til vækst- og inflationsudsigterne.

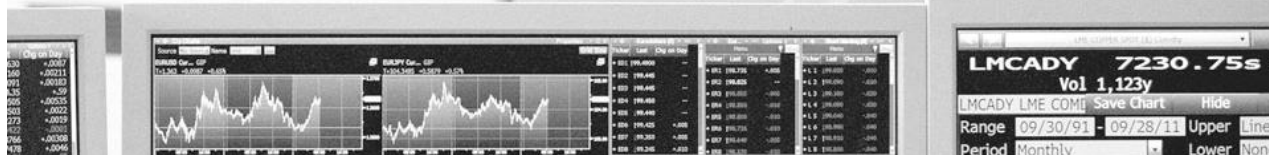
USA nærmer sig begyndende normalisering af pengepolitikken

I USA har faldende arbejdsløshed, stigende boligpriser og rekordhøje aktiekurser styrket forbrugernes og virksomhedernes tillid til fremtiden. Den amerikanske centralbank signalerer, at man vil begynde en normalisering af pengepolitikken i 2015, og dermed afslutte en 6 år lang periode med kriserenter på tæt ved 0%.

I den private sektor har tillidsindikatorer fulgt en gradvis stigende trend i 2014 og nået niveauer sidst set før finanskrisen. De bedre konjunkturer har også smittet af på arbejdsmarkedet. I 2014 blev der i gennemsnit skabt 240.000 nye stillinger per måned frem til november og arbejdsløsheden faldt med 0,9 pct. point til 5,8%. Man skal tilbage til 1999 for at finde et højere gennemsnitligt antal nye stillinger. På boligmarkedet er huspriserne stabiliseret sig omkring ultimo 2004-niveauet, mens der stadig ser ud til at være moderat vækst i nybyggeriet.

Positive forventninger til de finansielle markeder på tærsklen til 2015

På de finansielle markeder forventes centralbankernes lempelige pengepolitik og en gradvis stigende global vækst at stimulere risikoappetitten og drive investorenes jagt efter afkast på aktie- og obligationsmarkedet i 2015. Store kontantbeholdninger blandt fund managers kan understøtte et positiv 1. halvår for aktier, hvis nøgletallene fortsætter med at overraske positivt.



AFKASTOVERSIGT 2014 - PFA INVEST

PFA INVEST AFDELINGER	Afkast december	Afkast 2014	Benchmark 2014	Merperformance 2014
PFA Invest Balance A	0,8%	12,4%	13,4%	-1,0%
PFA Invest Balance B	0,6%	15,4%	16,1%	-0,7%
PFA Invest Korte Obligationer	0,0%	2,3%	1,2%	1,1%
PFA Invest Lange Obligationer	0,3%	5,6%	6,6%	-1,0%
PFA Invest Kreditobligationer	1,7%	19,4%	18,5%	0,9%
PFA Invest Danske Aktier	0,2%	17,9%	17,2%	0,8%
PFA Invest Globale Aktier	1,0%	18,5%	19,3%	-0,8%
PFA Invest Højt Udbytte Aktier	-0,5%	8,2%	6,6%	1,6%
PFA Invest Europa Value Aktier	-1,4%	-0,9%	2,0%	-2,9%

AFKASTKOMMENTARER

BALANCE A

Afkastet for afdelingen Balance A har siden lanceringen ultimo januar været præget af den positive stemning på de finansielle markeder, hvor specielt risikofyldte aktiver har leveret fine afkast.

Afdelingen har siden lanceringen været overvægtet aktier og kredit, med undervægt i obligationer, hvilket har bidraget positivt til afkastet. På aktieallokeringen har undervægten af nordamerikanske aktier og overvægten af europæiske aktier bidraget negativt.

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

Afdelingen har i december givet et afkast på 0,8%, og har siden opstart givet et afkast på 12,4%.

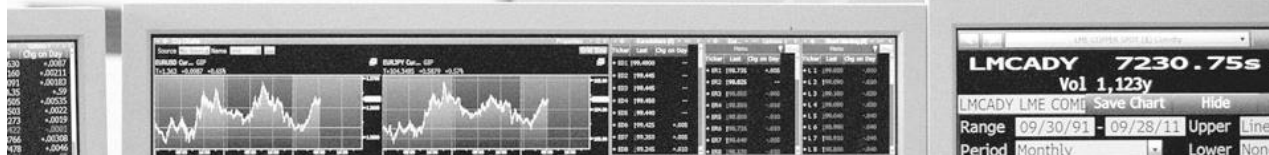
BALANCE B

Afkastet for afdelingen Balance B har siden årets start været præget af den positive stemning på de finansielle markeder, hvor specielt risikofyldte aktiver har leveret fine afkast.

Afdelingen har gennem perioden været overvægtet aktier og kredit, med undervægt i obligationer, hvilket har bidraget positivt til afkastet. På aktieallokeringen har undervægten af nordamerikanske aktier og overvægten af europæiske aktier bidraget negativt.

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

Afdelingen har i december givet et afkast på 0,6%, og et afkast på 15,4% for året.



KORTE OBLIGATIONER

År til dato afkastet har været præget af et pænt generelt rentefald. Selv de helt korte renter, som i forvejen er meget tæt på nul, har oplevet rentefald. I efteråret 2014 har den europæiske centralbank introduceret negative indlånsrenter og udtalt at renterne forbliver lave i lang tid fremover. Dertil kommer forventninger til at ECB lancerer et decideret opkøbsprogram i europæiske obligationer.

Rentefaldet er indtrådt i kølvandet på fornyet politisk uro, faldende oliepriser og stigende mistillid til fornyet vækst og dermed aftagende inflationsforventninger. Alt i alt giver dette en tiltagende interesse for mere sikre placeringer i obligationsmarkedet.

Afdelingen har i december givet et afkast tæt på 0 og et afkast på 2,3% for året, hvilket er pænt ift. benchmark og skyldes en overvægt i realkreditobligationer.

LANGE OBLIGATIONER

År til dato afkastet har været præget af et ganske pænt rentefald. De lange obligationer har således nydt godt af det generelle rentefald med pæne afkast til følge.

Rentefaldet er primært indtrådt henover sommeren mens de seneste måneder har været mere stabile med et mere begrænset rentefald til følge. Renterne er presset ned af skuffende økonomiske nøgletal og tiltagende geopolitisk uro.

Afdelingen har haft en overvægt i konverterbare realkreditobligationer.

Afdelingen har i december givet et afkast på 0,3% og et afkast på 5,6% for året.

KREDITOBLIGATIONER

2014 har været et volatilt år på kreditmarkedet, hvor året bl.a. vil blive husket for geopolitisk uro, den største historisk default i amerikansk High Yield i april måned, et markant fald i olieprisen og et for mange overraskende rentefald.

På trods af et stærkt 1. halvår hvor kreditspænd nåede niveauer kun set inden Finanskrisen endte kreditspænd for både Investment Grade, Emerging Market og High Yield på højere niveauer end ved indgangen af 2014.

Det markante fald i olieprisen i 2. halvår var en afgørende faktor for frasalget i kreditmarkedet. Prisfaldet medførte frygt for nedlukning af kapitalmarkedet pga. forventning om en stigende defaultrate indenfor energisektoren, som udgør en stor del af det amerikanske High Yield marked. Derudover var energisektoren den helt store underperformer – én sektor, som afdelingen er undervægtet i. Til trods for en udvidelse af kreditspænd har det absolutte afkast for kreditobligationer nydt godt af det generelle rentefald og en markant dollarstyrkelse.

År til dato har afdelingen givet et merafkast på 0,9%, hvilket skyldes både sektorallokering og papirudvælgelse indenfor Investment Grade og High Yield. Dertil har allokering mellem aktivklasserne med en overvægt i Emerging Markets i 1. halvår ligeledes bidraget til merafkastet.

Afdelingen har i december givet et afkast på 1,7% og et afkast på 19,4% for året.



DANSKE AKTIER

Det danske aktiemarked faldt 0,3% i december, og er steget 17,2% år til dato. De europæiske aktiemarkeder faldt i november med 1,3%, og har år til dato givet et afkast på 6,6%. De globale aktiemarkeder har under et givet et afkast 18,4% år til dato. Afdelingen overperformede i december. Positive bidragsydere var ISS og AP Møller Mærsk, mens Ambu og Ossur bidrog negativt.

2014 var endnu et godt år på aktiemarkederne, hvor det danske aktiemarked igen var et af de bedst performerende markeder globalt set. Stigningerne var bl.a. drevet af den lempelige pengepolitik i USA, som fik investorerne til at søge efter mere risikofyldte aktivklasser herunder aktier, der gerne skulle give et højere afkast end obligationer.

Mange af de danske selskaber leverede løbende gode regnskaber i 2014, hvilket bevirkede, at flere af de store danske aktier gav solide afkast i 2014, således steg Pandora 72%, Coloplast 45%, Vestas 41% og Novo Nordisk 31%. I den modsatte ende faldt Carlsberg 20%. Det store samtaleemne i året der gik, var dog børsnoteringen af OW Bunker og selskabets senere konkurs.

De største positive bidragsydere til performance i 2014 var overvægte i Vestas og Pandora samt undervægt i Carlsberg. Performance blev negativt påvirket af overvægte i OW Bunker og SimCorp.

Afdelingen har i december givet et afkast på 0,2% og et afkast på 17,9% for året.

GLOBALE AKTIER

De globale aktiemarkeder steg i december med 1,4% og er ÅTD steget med 19,3%. Japanske aktier steg i december med 1,6%, mens de nordamerikanske aktiemarkeder steg med 2,6% og Europa faldt med 1,3%. Emerging markets faldt med -1,7%.

December måned startede med et globalt sell-off af aktier efter svage økonomisk data fra Kina og Europa. I anden halvdel af december indhentes det tabte dog igen.

I Europa reagerede markedet positivt på meddelelsen om at ECB vil genoverveje yderligere monetær stimulus og dermed QE på mødet i januar. Derudover blev der offentliggjort positive data fra Tyskland, mens Italien og Frankrig viste det modsatte billede. December blev også måneden hvor fokus rettedes tilbage mod Grækenland, idet Premierminister Samaras ikke formåede at blive genvalgt, hvilket betyder at der skal være nyvalg den 25. januar.

I Nordamerika fortsatte de positive takter med en stærk jobrapport. FED gentog at der vil gå betydelig tid før de hæver renten. Konsensusforventningen er at den første rentestigning kommer til september 2015. Nordamerikanske aktier har gennem 2014 været en stærk performer, hvilket bl.a. skyldes dollaren som er styrket med omkring 14% over for Euroen.

De største positive bidragsydere i december var Advance Auto Parts, United Health Group og Home Depot, mens Medivation, Pandora og Roche trak i modsat retning.

På sektorniveau var de største positive bidragsydere i den forgangne måned Energi, Stabilt forbrug og Finans. Største negative bidragsydere var IT, Health Care og Industri.

Afdelingen har i december givet et afkast på 1% og et afkast på 18,5% for året.



HØJT UDBYTTTE AKTIER

Højt udbytte aktier har som aktivklasse outperformet i 2014, men har vist blandet performance i løbet af året. I starten af året var der stor tiltro til stigende vækst i Europa og Højt Udbytte Aktierne, der typisk er af defensiv karakter, underperformede de mere konjunkturfølsomme aktier. Fra juni måned har den øgede fokus på makroøkonomisk lavvækst i Europa, skabt positiv fokus på de stabile dividende aktier og dermed ført til merperformance for året. Det er generelt de meget defensive sektorer med en attraktiv dividende profil, der har outperformet i 2014, hvor Utilities, Healthcare, Stabilt Forbrug og Telekom har haft de højeste afkast.

På sektor niveau er det største positive bidrag til performance kommet fra afdelingens eksponering til Finans og Teknologi. I Finans er det primært investering i udvalgte forsikringselskaber samt banker med en stabil indtjeningsudvikling, der har bidraget til afkastet. I Teknologi universet er det investeringerne i Microsoft og Cap Gemini, det har klaret sig bedst.

Afdelingen har i december givet et afkast på -0,5% og et afkast på 8,2% for året, svarende til et merafkast på 1,6% i 2014.

EUROPA VALUE AKTIER

PFA Invest Europa Value startede den 7. oktober 2014.

I perioden op til årsskiftet var de europæiske aktiemarkeder stort set flade, men med store udsving. Mange af de europæiske ledende indikatorer faldt i perioden. Krisen i Rusland, samt faldende inflationsforventninger og renter skabte usikkerhed om vækstudsigterne i Europa.

Usikkerheden fik investorerne til at søge mod meget sikre og defensive aktier uanset værdiansættelsen på disse aktier. Risikoen i Value porteføljen styres risikomæssigt efter det brede MSCI indeks, hvor der er en lavere andel af finans end i det deciderede value indeks.

Afdelingen har siden start givet et afkast på -0,9% mod et afkast på 2,0% på benchmark.