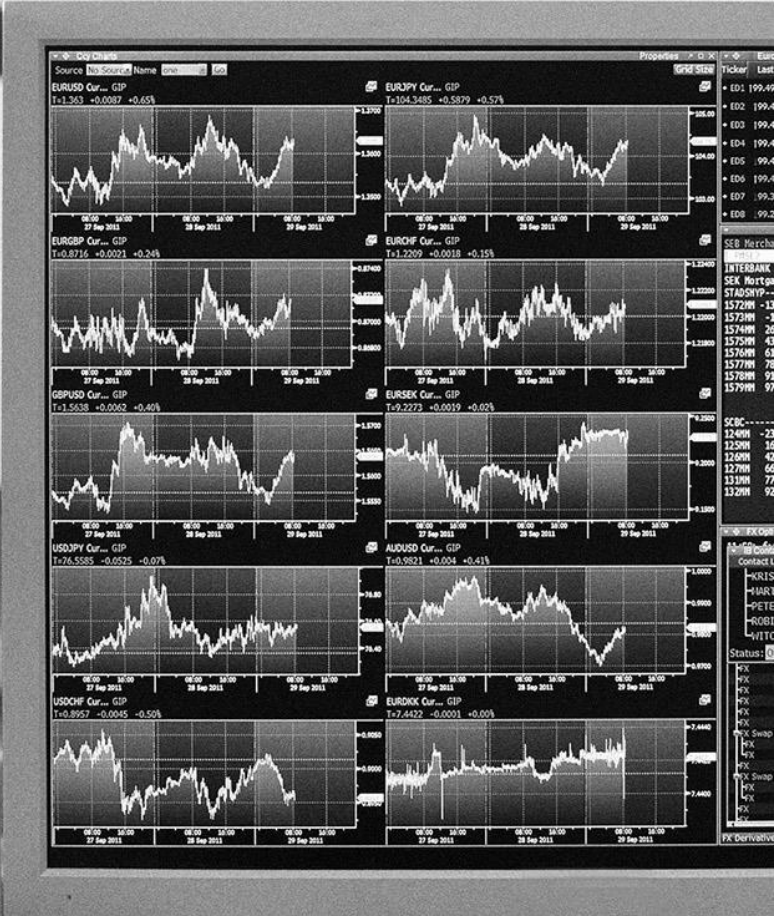


PFA INVEST

NYHEDSBREV - JUNI 2015





MARKEDSKOMMENTAR – JUNI 2015

USA kæmper for at genfinde kadencen

De fleste amerikanske konjunkturindikatorer peger på moderat vækst i USA i andet kvartal, efter at reviderede BNP-tal viste, at økonomien skrumpede 0,7% kvartal/kvartal annualiseret i første kvartal. Der er således endnu ikke udsigt til at væksten springer frem, som det var tilfældet i 2014, hvor negativ vækst i første kvartal blev efterfulgt af vækstrater på 5% i de følgende kvartaler. Den underliggende vækst forekommer dog relativt robust og understøttes af solid fremgang på bolig- og arbejdsmarkedet. Forbrugerne har indtil videre opsparet en større andel end normalt af de sparede udgifter til benzin og energi. Fremadrettet kan det påvirke væksten i begge retninger, afhængigt af om adfærden fortsætter eller om de opsparede midler hurtigt vender tilbage i cirkulation.

Den amerikanske centralbank, Fed, har ved det seneste rentemøde noteret, at den svage vækst til dels afspejler midlertidige faktorer, men at væksten fremadrettet stadig ventes at vokse i et moderat tempo. Fed's kommunikation signalerer, at en kommende renteforhøjelse er forstående, men at den præcise timing afhænger af data. Samtidig er udviklingen i inflationen stadig svag, hvilket giver Fed ekstra tid før renterne sættes op. Inflationen holdes nede af lave oliepriser, svag global inflation og en stærk US-dollar, og internt i USA er der kun spredte tegn på løninflation, selvom arbejdsløsheden er faldet til 5,4%.

Bredt baseret vækst i Europa

I Europa voksede eurozonen med 0,4% kvartal/kvartal i årets første kvartal, efter 0,3% kvartal/kvartal i fjerde kvartal 2014. Om end væksten stadig er beskeden i et historisk perspektiv, var det den højeste vækstrate i fire år. Et yderligere positivt element ses i, at væksten er bredt baseret på tværs af landene og med robuste impulser fra både den indenlandske efterspørgsel og eksporterhvervene. De første konjunkturindikatorer for andet kvartal peger på, at den forholdsvis pæne vækst fortsætter uden dog at accelerere yderligere.

Inflationen er langsomt på vej tilbage til positive rater efter at have ligget under nul siden december 2014. Det er stadig udviklingen i oliepriserne, som er den væsentligste drivkraft for inflationen. Selvom olie stadig er billig i forhold til tidligere år, er prisen målt i EUR steget med ca. 50% siden bunden i januar. Gradvist stigende aktuel inflation og oliepriser er medvirkende til, at frygten for deflation i eurozonen er kraftigt på retræte og inflationsforventningerne på mellemlangt sigt er steget til de højeste niveauer set i 2015. Inflationsforventningerne er dog stadig bekvemt under ECB's målsætning for inflationsudviklingen, og pengepolitikken og opkøbsprogrammet (QE) ventes at fortsætte ufortrødent.

Kina skruer op for stimulanserne

I Kina har regeringen de seneste måneder gennemført flere penge- og finanspolitiske tiltag for at stimulere væksten, der er aftaget mere end ønsket i årets første kvartal. Centralbanken har sænket renten og reservekravene, så bankerne kan låne mere ud til lavere renter. Kravene til boligkøbere er blevet lempet for at understøtte boligmarkedet. Derudover har regeringen indført en række tiltag, som skal gøre det lettere for lokalregeringerne at finansiere eksisterende og nye investeringer. Tiltagene viser, at der er stor politisk opbakning til at imødegå en opbremsning i kinesisk økonomi, og reducerer risikoen for en hård landing i år.



AFKASTOVERSIGT 2015 - PFA INVEST

PFA INVEST AFDELINGER	Afkast Maj	Afkast 2015	Benchmark 2015	Merperformance 2015
PFA Invest Balance A	0,8%	8,2%	7,6%	0,6%
PFA Invest Balance B	1,8%	12,8%	11,1%	1,7%
PFA Invest Balance C	1,4%	1,4%	1,0%	0,4%
PFA Invest Korte Obligationer	-0,7%	-0,6%	0,1%	-0,7%
PFA Invest Lange Obligationer	-1,3%	-0,8%	-0,1%	-0,7%
PFA Invest Kreditobligationer	1,7%	11,2%	12,0%	-0,8%
PFA Invest Danske Aktier	2,9%	29,0%	25,6%	3,4%
PFA Invest Globale Aktier	3,6%	19,0%	16,2%	2,8%
PFA Invest Højt Udbytte Aktier	1,8%	18,9%	18,4%	0,5%
PFA Invest Europa Value Aktier	1,5%	19,8%	18,4%	1,4%

AFKASTKOMMENTARER

BALANCE A

I maj viste de fleste aktieindeks små stigninger, efter at specielt europæiske aktier i april gennemgik en mindre korrektion ovenpå de usædvanligt kraftige stigninger i årets første tre måneder. Generelt ser europæiske og amerikanske aktiemarkeder ud til at afvente nye impulser, der kan give et fingerpræg om retningen fremover. Her er fokus specielt på Fed's kommende renteforhøjelse, som i bedste fald kan anses som en bekræftelse af, at amerikansk økonomi er robust nok til at renten kan hæves fra kriseniveau, men i værste fald kan sende negative chokbølger gennem de finansielle markeder, der i over 6 år har været vant til nul-renter.

I obligationsmarkedet er europæiske renter steget kraftigt siden midten april. Stigningerne kom efter, at tyske renter i april blev presset under nul for obligationer med løbetider helt op til 9 år. Set over en 3-ugers periode var det de kraftigste bevægelser for lange renter siden 2011. Korrektionen bredte sig også til andre europæiske lande og USA. Korrektionen i renterne skal dels ses i lyset af de ekstremt lave renteniveauer, som blev nået i midten af april, og dels som følge af stigende inflationsforventninger og opreviderede europæiske vækstudsigter. Bevægelserne i periferilandene afspejler dog i nogen grad usikkerhed forbundet med situationen i Grækenland, om end ændringerne i spanske, italienske og portugisiske renter har været væsentlig mindre end i tilsvarende græske. Samlet set er lange obligationsrenter nu lidt højere end ved udgangen af 2014, men stadig meget lave set i et historisk perspektiv.

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 maj 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 8,2%.



BALANCE B

I maj viste de fleste aktieindeks små stigninger, efter at specielt europæiske aktier i april gennemgik en mindre korrektion ovenpå de usædvanligt kraftige stigninger i årets første tre måneder. Generelt ser europæiske og amerikanske aktiemarkeder ud til at afvente nye impulser, der kan give et fingerpræg om retningen fremover. Her er fokus specielt på Fed's kommende renteforhøjelse, som i bedste fald kan anses som en bekræftelse af, at amerikansk økonomi er robust nok til at renten kan hæves fra kriseniveau, men i værste fald kan sende negative chokbølger gennem de finansielle markeder, der i over 6 år har været vant til nul-renter.

I obligationsmarkedet er europæiske renter steget kraftigt siden midten april. Stigningerne kom efter, at tyske renter i april blev presset under nul for obligationer med løbetider helt op til 9 år. Set over en 3-ugers periode var det de kraftigste bevægelser for lange renter siden 2011. Korrektionen bredte sig også til andre europæiske lande og USA. Korrektionen i renterne skal dels ses i lyset af de ekstremt lave renteniveauer, som blev nået i midten af april, og dels som følge af stigende inflationsforventninger og opreviderede europæiske vækstudsigter. Bevægelserne i periferilandene afspejler dog i nogen grad usikkerhed forbundet med situationen i Grækenland, om end ændringerne i spanske, italienske og portugisiske renter har været væsentlig mindre end i tilsvarende græske. Samlet set er lange obligationsrenter nu lidt højere end ved udgangen af 2014, men stadig meget lave set i et historisk perspektiv.

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 maj 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 12,8%.

BALANCE C

I maj viste de fleste aktieindeks små stigninger, efter at specielt europæiske aktier i april gennemgik en mindre korrektion ovenpå de usædvanligt kraftige stigninger i årets første tre måneder. Generelt ser europæiske og amerikanske aktiemarkeder ud til at afvente nye impulser, der kan give et fingerpræg om retningen fremover. Her er fokus specielt på Fed's kommende renteforhøjelse, som i bedste fald kan anses som en bekræftelse af, at amerikansk økonomi er robust nok til at renten kan hæves fra kriseniveau, men i værste fald kan sende negative chokbølger gennem de finansielle markeder, der i over 6 år har været vant til nul-renter.

I obligationsmarkedet er europæiske renter steget kraftigt siden midten april. Stigningerne kom efter, at tyske renter i april blev presset under nul for obligationer med løbetider helt op til 9 år. Set over en 3-ugers periode var det de kraftigste bevægelser for lange renter siden 2011. Korrektionen bredte sig også til andre europæiske lande og USA. Korrektionen i renterne skal dels ses i lyset af de ekstremt lave renteniveauer, som blev nået i midten af april, og dels som følge af stigende inflationsforventninger og opreviderede europæiske vækstudsigter. Bevægelserne i periferilandene afspejler dog i nogen grad usikkerhed forbundet med situationen i Grækenland, om end ændringerne i spanske, italienske og portugisiske renter har været væsentlig mindre end i tilsvarende græske. Samlet set er lange obligationsrenter nu lidt højere end ved udgangen af 2014, men stadig meget lave set i et historisk perspektiv.

Afdelingen har siden etableringen i starten af maj 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 maj 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 siden etablering givet et afkast på 1,4%.



KORTE OBLIGATIONER

ECBs opkøbsprogram har i årets første måneder presset rentekurver over hele eurozonen samt Danmark markant ned. I midten af april ramte 10-årige tyske statsobligationer en rente på under 10bp! Siden da er renterne steget og specielt i maj måned var der en kraftig rentestigning samt en stejling af rentekruven. Maj måned bød også på en udvidelse af kreditspændet på realkreditobligationer.

Afdelingen har været eksponeret primært mod højtforrentede realkreditobligationer.

Afdelingen har i 2015 leveret et afkast på -0,6%, hvilket er under niveau med benchmark.

LANGE OBLIGATIONER

ECBs opkøbsprogram har i årets første måneder presset rentekurver over hele eurozonen samt Danmark markant ned. I midten af april ramte 10-årige tyske statsobligationer en rente på under 10bp! Siden da er renterne steget og specielt i maj måned var der en kraftig rentestigning samt en stejling af rentekruven. Maj måned bød også på en udvidelse af kreditspændet på realkreditobligationer

Porteføljen har været eksponeret primært mod traditionelle realkreditobligationer.

Afdelingen har i 2015 leveret et afkast på -0,8%, hvilket er under niveau med benchmark.

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.

Kreditobligationer fik en positiv start på 2015. Den positive performance i jan-maj skyldes primært en stigende US- dollar og spændingsnævninger i amerikansk high yield og emerging markets. Spreads i investment grade obligationer er i store træk uændret år til dato. Der har været et markant udstedelsespres i kreditmarkedet, hvor en stor del dog stadig anvendes til refinansiering af eksisterende gæld og markedet har indtil videre kunnet absorbere udstedelsesmængden. Indenfor Energy har de dårligst stillede selskaber været under pres af faldende råvarepriser i en længere periode, og det begynder nu at kunne ses på et stigende antal konkurser i disse sektorer. Ligeledes er investment grade selskaber, som har været under dette pres, blevet downgraded til high yield – det har dog primært været store emerging market selskaber som Petrobras og Gazprom.

Afdelingen har leveret et højt absolut afkast år-til-dato på 11,2%, primært trukket op af absolutte høje afkast på emerging markets og high yield. Relativt set har porteføljen underperformat benchmark, primært som følge af en forsigtig eksponering inden for amerikansk high yield.



DANSKE AKTIER

Det danske aktiemarked steg i maj med 2,7%, så de samlede stigninger år til dato er nu 25,6%. De europæiske markeder steg i måneden 1,4% og er nu steget 18,4% år til dato. De globale aktiemarkeder steg i måneden med 2,5%, og er nu steget 16,2% år til dato. Alle afkast er i DKK. Den danske portefølje overperformede 0,3% i maj. De største positive bidragsydere var undervægtene i Lundbeck samt overvægtene SimCorp og Genmab. De største negative bidragsydere var overvægtene i NKT Holding, Pandora og Royal Unibrew.

De største stigninger blandt de store selskaber i maj var FLSmidth(+19%), Genmab (+16%) og Vestas (+14%), mens de største fald var Tryg (-6%), Coloplast(-6%) og Pandora (-1%).

De store stigninger i FLSmidth (+19%) skyldes primært, at selskabet annoncerede et kvartalsregnskab, der var bedre end ventet, primært drevet af en bedre ordreindgang. Vestas' kursudvikling var også primært drevet af en stærk ordreindgang, fra mange forskellige markeder, og forventninger er, at denne positive udvikling vil fortsætte de kommende måneder.

Afdelingen har i maj givet et afkast på 2,9% og 29% år-til-dato. Porteføljen har år til dato givet et merafkast på 3,4% efter omkostninger

GLOBALE AKTIER

De globale aktiemarkeder steg i maj med 2,5%. Japanske aktier steg med 3, %, mens de nordamerikanske aktiemarkeder steg med 3,1% og Europa steg med 1,4%. Emerging markets faldt med -1,9%.

Europæiske aktier endte måneden i plus. Af betydningsfulde begivenheder kan nævnes det engelske valg, positive data fra Eurozonen og fortsatte spændinger omkring Grækenland. De konservative vandt det engelske valg, hvilket var positivt for aktier, samt porteføljen som ligger overvægtet UK. Positive data fra Eurozonen igangsatte spekulation omkring en tidligere afslutning på QE, hvilket resulterede i en styrkelse af EUR. Endvidere afsluttedes den bedste regnskabssæson målt på EPS i 3 år.

USA leverede svage økonomiske data, hvilket understøttede amerikanske aktier, som følge af mindre sandsynlighed for en rentestigning allerede til september. S&P 500 satte således nye rekordniveauer igen i maj. Stærke japanske BNP tal understøttede japanske aktier. Derudover afsluttedes endnu en stærk japansk regnskabssæson

De største positive bidragsydere i maj var UNH, Actavis og Alibaba, mens Green Mountain, Volkswagen og Pandora trak i modsat retning.

På sektorniveau var de største positive bidragsydere i den forgangne måned Finans, Energi (undervægt) og Tele. Største negative bidragsydere var Stabilt forbrug, Materials og forsyning.

Afdelingen har i maj givet et afkast på 3,6% og 19% år-til-dato. Afdelingen har leveret et merafkast på 2,8% efter omkostninger år-til-dato.



HØJT UDBYTTE AKTIER

De europæiske aktiemarkeder gav et positivt afkast på 1,4% i maj måned og år til dato afkastet er nu oppe på 18,4%.

Det helt store fokus i årets første 5 måneder har været den europæiske central banks vilje til at anvende QE til at stimulere økonomisk vækst i Europa. Det meget lave renteniveau kombineret med en lav oliepris og en styrket dollar har været de vigtigste årsager til de stigende aktiemarkeder i Europa.

Højt Udbytte aktierne har nogenlunde kunne holde trit med det generelle marked, men bliver udfordret i dette scenarie grundet porteføljens naturlige fokus på mere stabile selskaber.

På porteføljens niveau er de største positive bidrag til performance kommet fra eksponeringen til Materials- og IT sektoren, hvor det især er eksponeringen til Syngenta og Cap Gemini der bidrager positivt. De største negative bidrag kommer fra eksponeringen til Finanssektoren.

Afdelingens afkast er 18,9% år-til-dato hvilket er 0,5% højere end det tilsvarende benchmark.

EUROPA VALUE AKTIER

I maj fortsatte aktier de gode takter og både i Europa samt globalt set gav aktier igen i maj et bedre afkast end obligationer. Grækenland spøger fortsat, men det generelle billede er fortsat at Europæisk vækst stille og roligt stiger. Bankerne og den europæiske centralbank ECB understøtter denne vækst. F.eks. ser vi at bankerne i Europa udlåner flere penge.

I porteføljen var det Persimmon (husbyggeri), Infineon (teknologi) og Lloyds Banking (bank), der trak op i afkastet. Lloyds steg bl.a. som følge af udfaldet af det engelske valg. Easyjet (transport), Solvay (materialer) og MAN Group (finans) trak ned i afkastet.

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.

Afdelingens afkast er 19,8% år-til-dato hvilket er 1,4% højere end det tilsvarende benchmark.