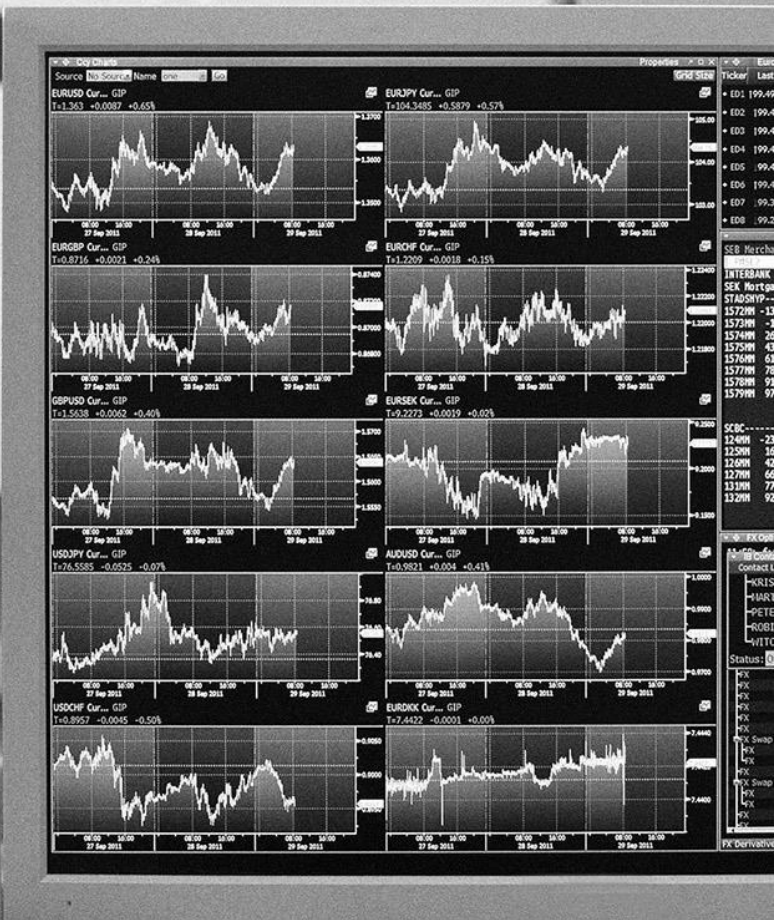
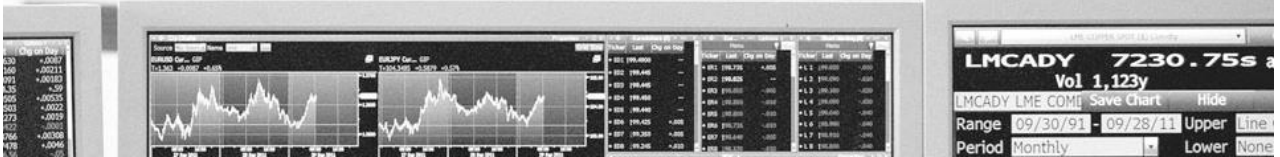


PFA INVEST

NYHEDSBREV - MAJ 2015





MARKEDSKOMMENTAR – MAJ 2015

Pusterum

I USA bekræftede BNP-tal for årets første kvartal, at væksten bremsede midlertidigt op efter et stærkt 2014. Sammen med svage nøgletal fra Kina har det medvirket til at svække vækstmomentum i verdensøkonomien i starten af 2015. På den anden side fortsætter europæisk økonomi med at accelerere, godt hjulpet på vej af lave oliepriser, lave renter og en svækket euro. Udviklingen på aktiemarkederne har været blandet den seneste måned. Europæiske aktier har gennemgået en korrektion efter et heftigt ridt i starten af året, mens kinesiske aktier fortsat stiger kraftigt. Rampelyset er samtidig skiftet over mod obligationsmarkedet, som de seneste uger har været vidne til de kraftigste rentestigninger de seneste tre år! Den amerikanske centralbank, Fed, afventer stadig den rigtige timing for den første renteforhøjelse. Dette i en global verden, hvor lav inflation får flere centralbanker til fortsat at lempe pengepolitikken.

USA bremser midlertidigt op

I USA bekræftede tal for BNP udviklingen, at væksten bremsede markant op i årets første kvartal. Økonomien voksede kun med 0,2% annualiseret i forhold til kvartalet før. Dette efter at have vokset med gennemsnitligt 3,9% annualiseret i de foregående tre kvartaler. Privatforbruget og lagerforøgelse var med til at trække væksten op, mens nettoeksport og investeringer trak ned. Fremadrettet ventes den stærke USD at give lidt modvind til væksten som følge af den forringede konkurrenceevne.

Hertil kommer, at det positive bidrag fra lagerforøgelsen ofte efterfølges af et negativt bidrag kvartalet efter, hvor lagrene nedbringes. Opsvinget i væksten i andet kvartal ventes derfor at blive mere moderat end i 2014, hvor væksten gjorde et stærkt comeback efter en meget kold vinter. Den positive udvikling i privatforbruget ser dog stadig ud til at være intakt og understøttes af høj købekraft blandt husholdningerne. Lav inflation og skabelsen af flere job på arbejdsmarkedet det seneste år, er de primære faktorer bag denne udvikling. Hertil kommer, at der er spæde tegn på stigende lønvækst.

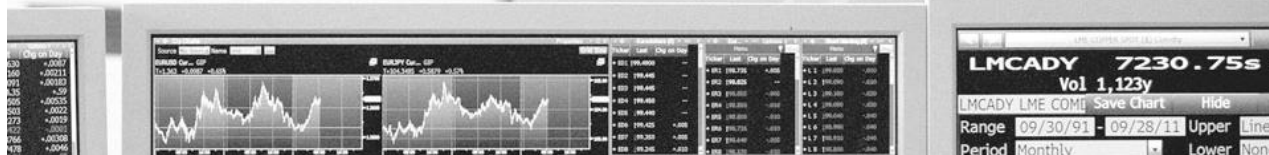
Europa skifter et gear op

Tyskland trækker stadig sammen med Spanien det samlede vækstbillede for Europa op. Foreløbige estimater viser en spansk BNP-vækst på hele 0,9% kvartal/kvartal i første kvartal. Det er den kraftigste vækst siden 2007. Fremgangen har skabt over 550.000 nye jobs over de seneste 12 måneder. I samme periode er arbejdsløsheden faldet til 23% fra 25,1%. Hvis den nuværende udvikling fortsætter med uforandret styrke, vil det dog tage over syv år, før arbejdsløsheden er faldet til 10%. Det er således stadig for tidligt at tale om, at Spanien er endelig fri af krisen.

ECB's pengepolitik er indtil videre på autopilot og opkøbsprogrammet (QE), der blev rullet ud i marts, forventes at fortsætte med uformindsket styrke. Inflationen er stadig lav (0,0% i april), og inflationsforventningerne til de kommende år - som er dem ECB fokuserer på - er kun steget beskedent til omkring 1,75% fra 1,5% i januar. Samlet set er forventningerne stadig noget lavere end gennemsnittet for de seneste tre år, som er på 2,1%.

Globale konjunkturer bremser op, men forbrugerne står stadig stærkt

På globalt plan peger de konjunkturfølsomme indeks for tilliden i fremstillingssektoren på et svagt vækstmomentum i starten af 2015. Afmatningen spænder fra USA i vest til Kina og Japan i øst. Omvendt er de mere forbrugseksponderede indeks for tilliden i servicesektoren mere optimistiske. Det afspejler den høje forbrugertillid, der observeres i både Europa og USA. Der er således stadig realistisk at tro på, at den globale vækst øges i 2015 relativt til 2014.



AFKASTOVERSIGT 2015 - PFA INVEST

| PFA INVEST AFDELINGER | Afkast april | Afkast 2015 | Benchmark 2015 | Merperformance 2015 |
|--------------------------------|--------------|-------------|----------------|---------------------|
| PFA Invest Balance A | -2,0% | 7,3% | 6,9% | 0,4% |
| PFA Invest Balance B | -1,9% | 10,9% | 9,6% | 1,3% |
| PFA Invest Korte Obligationer | -0,3% | 0,0% | 0,5% | -0,5% |
| PFA Invest Lange Obligationer | -0,6% | 0,5% | 1,2% | -0,7% |
| PFA Invest Kreditobligationer | -3,1% | 9,3% | 10,1% | -0,8% |
| PFA Invest Danske Aktier | 0,7% | 25,3% | 22,3% | 3,0% |
| PFA Invest Globale Aktier | -3,1% | 14,9% | 13,3% | 1,6% |
| PFA Invest Højt Udbytte Aktier | 0,2% | 16,7% | 16,8% | -0,1% |
| PFA Invest Europa Value Aktier | 0,3% | 18,1% | 16,8% | 1,3% |

AFKASTKOMMENTARER

BALANCE A

Afkastet for 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.

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 april er porteføljen 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 7,3%.

BALANCE B

Afkastet for 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.

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 april er porteføljen 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 10,9%.



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.

Afdelingen har været eksponeret primært mod højtforrentede realkreditobligationer.

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

LANGE OBLIGATIONER

Starten af året har været præget af endnu et dramatisk rentefald med flere officielle rentenedsættelser fra Nationalbanken til følge. Ikke færre end 4 gange har Nationalbanken i forsvar for kronestyrkelse reduceret de ledende rentesatser helt ned til -0,75%. Statsrenter handler således markant negativt helt ud til 7 år og selv de korte realkreditobligationer handler i negativt territorium. Denne stærke rentebevægelse blev brudt sidst i april måned hvor renterne specielt de sidste to dage steg kraftigt. Rentekurven er herudover blevet stejlere i april måned.

Porteføljen har været eksponeret primært mod traditionelle realkreditobligationer.

Afdelingen har i 2015 leveret et afkast på 0,5%, 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.

Kreditobligationer fik en positiv start på andet kvartal af 2015. Den positive performance i april var et rebound fra marts måned, hvor kreditobligationer var under pres. Hjulpet på vej af stigende amerikanske og europæiske statsrenter kørte kreditspænd for Investment Grade, Emerging Market og High Yield ind i april. 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 kunne absorbere udstedelsesmængden. Indenfor Energy og Coal 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.

På trods af en positiv måned for kreditobligationer har afdelingen haft et afkast på -3,1% i april måned, hvilket er drevet i et negativt terræn pga. en svækket dollar. Afdelingen har leveret et flot absolut afkast år-til-dato på 9,3%, hvilket dog er mindre end benchmarket.



DANSKE AKTIER

Det danske aktiemarked steg i april med 0,9%, så de samlede stigninger år til dato er nu 22,3%. De europæiske markeder faldt i måneden 0,1% og er nu steget 16,8% år til dato. De globale aktiemarkeder faldt i måneden med 2,9%, og er nu steget 13,3% år til dato. Faldet i april måned skyldes primært en svækkelse af den amerikanske dollar. Alle afkast er i DKK. Den danske portefølje underperformede marginalt i april. De største positive bidragsydere var overvægten i Pandora og Sydbank samt undervægten i Lundbeck. De største negative bidragsydere var undervægten i Københavns Lufthavn og Carlsberg samt overvægten i Bavarian Nordic.

De største stigninger blandt de store selskaber i april var Jyske Bank (+12%), Pandora (+9%) og DSV (+7%), mens de største fald var Tryk (-12%), AP Møller Mærsk (-9%) og FLS (-9%).

Pandora performede godt i måneden, primært pga. flere analyser indikerede, at den gode omsætningsudvikling fra 2014 fortsatte ind i 2015. Den største stigninger var dog i Københavns Lufthavn, der steg 16% uden nævneværdige nyheder. Likviditeten i aktien er meget lav, da "free float" kun er ca. 5%, og der kan forekomme uforklarlige kursbevægelser.

Afdelingen har i april givet et afkast på 0,7% og 25,3% år-til-dato.

GBLALE AKTIER

De globale aktiemarkeder faldt i april med 2%. Japanske aktier faldt i april med 0,9%, mens de nordamerikanske aktiemarkeder faldt med 3,1% og Europa faldt med 0,1%. Emerging markets steg med 3,1%.

De europæiske aktiemarkeder endte måneden stort set uændret ift. ultimo marts. Måneden startede positivt ud drevet af en stærk start på regnskabssæsonen samt positive dataindikationer fra Eurozonen, som indikerer at regionen bevæger sig væk fra deflationsscenarioet. Spændingen omkring Grækenland aftog en smule i starten af april, hvor grækerne honorerede det første afdrag til IMF. På enkelt aktieniveau er det værd at bemærke at Royal Dutch Shell indgik den største virksomhedsovertagelse i et årti da man besluttede sig for at byde på det britiske selskab BG. BG aktien steg 37% som følge af dette.

De amerikanske aktiemarkeder endte april negativt efter skuffende nøgletal. Nonfarm payrolls og lavere end forventet BNP skubbede forventningerne til, hvornår FED hæver renten, yderligere ud. US-dollar svækkes som følge heraf over for euro. Markederne udviste generelt nogle lidt ukonventionelle bevægelser i april, hvor US Bond Yields steg på trods af svage økonomiske data jf. oven for, alt imens amerikanske aktier faldt på trods af svagere US- dollar.

De største positive bidragsydere i april var Pandora, Telenor og XXL, mens Xerox, UNH og Whirlpool trak i modsat retning.

På sektorniveau var de største positive bidragsydere i den forgangne måned Cyklisk forbrug, Tele og Forsyning. Største negative bidragsydere var IT, Energi og Health Care.

Afdelingen har i april givet et afkast på -3,1% og 14,9% år-til-dato. Afdelingen har leveret et merafkast på 1,6% efter omkostninger år-til-dato.



HØJT UDBYTTÉ AKTIER

Efter en april måned med uforandret afkast på de europæiske aktiemarkeder ligger afkastet år til dato stadig på et attraktivt niveau med 16,8%.

Det helt store fokus i årets første 4 måneder har været den europæiske centralbanks 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 bliver udfordret i dette scenarie grundet porteføljens naturlige fokus på mere stabile selskaber. For året som sådan er det primært forsyning der halter efter det generelle marked. På porteføljniveau er de største positive bidrag til performance kommet fra eksponeringen til materials sektoren og det største negative kommer fra finans.

Afdelingens afkast er 16,7% år-til-dato hvilket er 0,1% lavere end det tilsvarende benchmark.

EUROPA VALUE AKTIER

Positive nøgletal fra Eurozonen gav forhåbninger om at regionen er på vej væk fra faren for deflation. Den faldende dollar og til dels uro om Grækenland gjorde dog at markederne var flade for måneden. Måneden var præget af at energisektoren steg på grund af en stigende oliepris. Resten af markedet var næsten uændret.

I porteføljen var det Elisa (tele), Pandora (smykker) og DnB (finans), der trak op i afkastet. Delhaize (detailhandel), HSBC (finans) og BG Group (energi) trak ned i afkastet. BG Group blev overtaget af Royal Dutch Shell for 70 mia. US dollars. Det steg BG 37% på.

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 klarede sig bedre end benchmark i april og år-til-dato.