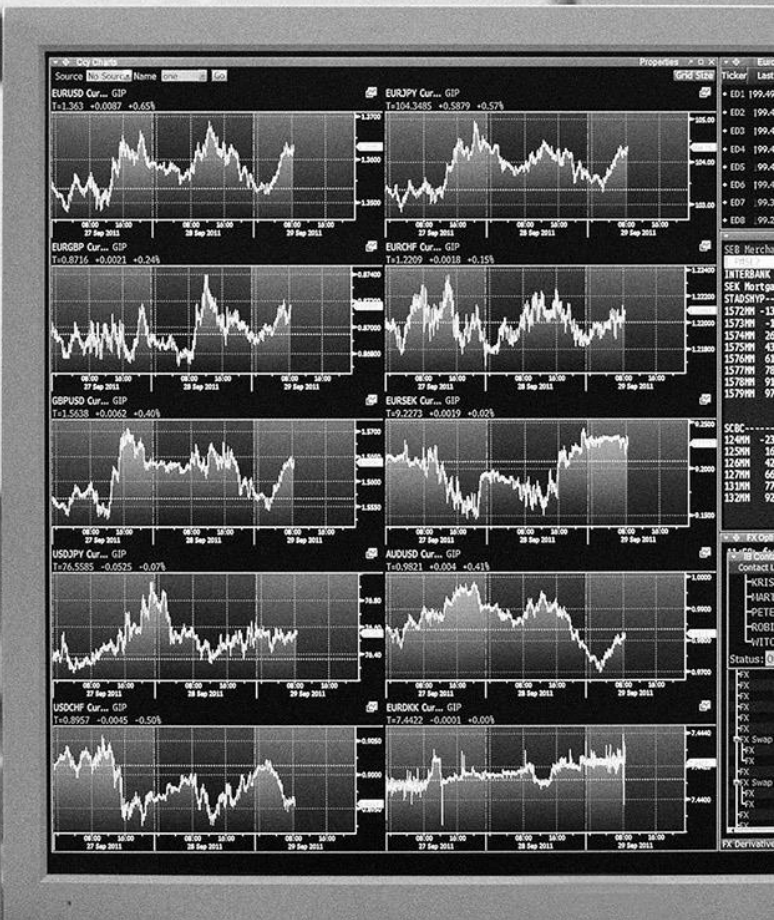
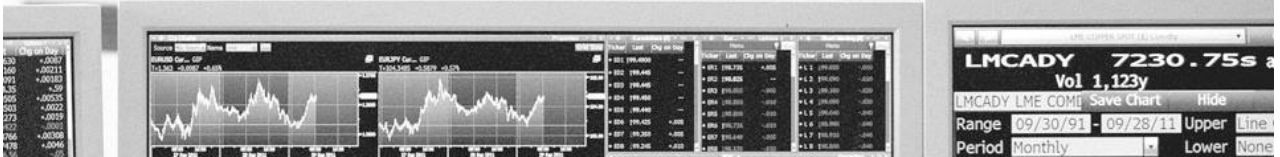


# PFA INVEST

## NYHEDSBREV - MARTS 2015





## MARKEDSKOMMENTAR – MARTS 2015

### Tegn på at foråret breder sig i Europa

Konjunkturindikatorer for starten af 2015 signalerer, at det positive momentum i økonomien fortsætter, godt hjulpet på vej af lave oliepriser, en svækket euro og historisk lave renter. Hertil kommer, at Europas banker har slækket lidt på kreditvilkårene, og virksomhederne i stigende grad efterspørger nye lån. Som konsekvens af de bedre nøgletal er flere analytikere begyndt at opjustere deres skøn for væksten i Eurozonen, som nu lyder på 1,2% i 2015 efter 0,9% i 2014.

### Amerikanske nøgletal har svært ved at leve op til høje forventninger

I USA har de seneste nøgletal været blandede. På den ene side fortsætter arbejdsmarkedet med at imponere med rekordmange nyoprettede stillinger, men samtidig har nøgletal for industritilliden og boligmarkedet skuffet i starten af 2015. Samlet set er der dog stadig indikationer på robust vækst i USA i 2015, om end væksten kan blive lidt lavere end i andet halvår 2014, hvor den i gennemsnit var 3,6%. De seneste udmeldinger fra Fed peger på, at renterne kan blive hævet i juni eller september i år.

### Kina ventes at forsætte kontrolleret vækstnedtrækning i 2015

I Kina har de seneste nøgletal vist en mindre nedgang i væksten i slutningen af 2014 og ind i 2015. Samtidig er budgetterne i provinserne under pres fra lavere indtægter fra salg af land, der tidligere har udgjort omkring 1/3 af indtægterne, og som nu lider under et svagt boligmarked. Som reaktion på den svagere vækst og lav inflation sænkede den kinesiske centralbank ultimo februar renten til 5,35%. Risikoen for at det svage boligmarked medfører en hård landing i Kina reduceres af, at Kinas centrale regering stadig har rig mulighed for at understøtte væksten via en mere lempelig finanspolitik, og central banken kan sænke renterne yderligere og/eller lempe reserve kravene.

### Varsler nye aktierekorder en ny nedtur

Stadig flere aktiemarkeder sætter nye kursrekorder, herunder det danske og det amerikanske. Da det samme skete i 2007, var det et tegn på at aktietoppen var faretruende nær. Står vi overfor en gentagelse af historien? Næppe - der er flere afgørende forskelle i forhold til dengang.

Der føres her i begyndelsen af 2015 en meget lempelig pengepolitik overalt i de toneangivende økonomier, mens det modsatte var tilfældet i perioden 2006-2007. Her strammede både den amerikanske og europæiske centralbank samt et stort flertal af de øvrige centralbanker pengepolitikken. Så i modsætning til i 2007 understøtter pengepolitikken den økonomiske aktivitet og risikofyldte aktiver.

I 2007 vidste vi ikke, at Finanskrisen lå umiddelbart foran os. I dag lever vi alle i de lange skygger af krisen. Det giver sig blandt andet til udtryk i tilliden - eller mangel på samme - blandt forbrugere og virksomheder. Private investorer har siden finanskrisen generelt foretrukket at investere i obligationer frem for aktier.

Prisfastsættelsen af globale aktier er generelt lavere end i 2007 - med danske aktier som en af de få undtagelser. Målt ved kurs/indre værdi er især europæiske og japanske aktier henholdsvis 20% og 30% lavere prissat, end de var i 2007, på trods af, at de har givet meget høje afkast i 2015.

På kort sigt er risikoen for en korrektion øget af den kraftige opgang på aktiemarkederne siden oktober 2014. Hertil kommer, at den første renteforhøjelse fra Fed typisk skaber en periode med forbigående uro på aktiemarkederne. Hvis de økonomiske nøgletal stadig ser gunstige ud, ser vi imidlertid en korrektion som en mulighed, snarere end en trussel.



## AFKASTOVERSIGT 2015 - PFA INVEST

PFA INVEST AFDELINGER	Afkast Februar	Afkast 2015	Benchmark 2015	Merperformance 2015
PFA Invest Balance A	2,4%	6,9%	6,7%	0,2%
PFA Invest Balance B	5,2%	10,0%	9,0%	1,0%
PFA Invest Korte Obligationer	-0,2%	0,2%	0,8%	-0,6%
PFA Invest Lange Obligationer	-0,1%	0,9%	1,5%	-0,6%
PFA Invest Kreditobligationer	1,2%	8,5%	9,5%	-1,0%
PFA Invest Danske Aktier	9,3%	17,1%	15,1%	2,0%
PFA Invest Globale Aktier	8,8%	14,5%	12,4%	2,1%
PFA Invest Højt Udbytte Aktier	5,6%	14,0%	14,9%	-0,9%
PFA Invest Europa Value Aktier	7,0%	15,2%	14,9%	0,3%

## 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 februar 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 år til dato givet et afkast på 6,9%.

### 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 februar 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 år til dato givet et afkast på 10,0%.



## KORTE OBLIGATIONER

Starten af året har været præget af nye rentefald med flere officielle rentenedsættelser fra NationalBanken til følge. Ikke færre end 4 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 pga. 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 0,2%, hvilket er lidt under niveau med benchmark.

## LANGE OBLIGATIONER

Starten af året har været præget 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 til april.

Afdelingen har i 2015 leveret et afkast på 0,9%, 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 €60 mia. om måneden, som løber fra marts og minimum frem til september 2016. Det gav en markant svækkelse af euroen og således også kronen. Februar måned var positiv for risikofyldte aktiver, og temaer som forlængelse af lånepakke til Grækenland og våbenhvile i Ukraine var med til at drive det positive sentiment. Oleprisen genvandt lidt af det tabte terræn fra januar, men er som andre råvarer (fx kobber, jernmalm, kul etc) på nuværende tidspunkt præget af overudbud.

Den markante dollar styrkelse bidrog positivt til det absolutte afkast på 8,5%. Afdelingen har år-til-dato givet et afkast på 7,3% og afdelingen har en underperformance i forhold til benchmark.



## DANSKE AKTIER

Det danske aktiemarked fortsatte stigningerne i februar måned, hvor markedet steg med yderligere 8,1%, så afkastet år til dato nu er 15,1%. De europæiske aktiemarkeder steg med 7,2%, og er steget 14,9% år til dato. De globale aktiemarkeder steg 6,8% , og er steget 12,4% i 2015. Alle afkast er i DKK. Porteføljen overperformede markedet i februar. De største positive bidragsydere var overvægtene i Pandora og SimCorp samt undervægten i Coloplast, mens de største negative bidragsydere var undervægten i Carlsberg og overvægtene i Ossur og DSV.

Den største bidragsyder Pandora fremlagde et godt resultat for 2014, og stort set overraskede på alle parametre, og aktien steg 29% i måneden. Der var en del nervøsitet op til regnskabet, da flere af selskabets konkurrenter i USA, Tiffany og Signet, havde vist en lidt skuffende omsætningsudvikling i sidste kvartal af 2014. men dette var ikke tilfældet for Pandora.

De største stigninger blandt de store selskabet i februar var Pandora (+29%), Carlsberg (+18%) og Mærsk (+15%), mens det eneste selskab der faldt var Jyske Bank (-3%)

Afdelingen har i februar givet et afkast på 9,3% og 17,1% år til dato.

## GLOBALE AKTIER

De globale aktiemarkeder steg i februar med 6,8 %. Japanske aktier steg i februar med 7 %, mens de nordamerikanske aktiemarkeder steg med 6,7 % og Europa steg med 7,2 %. Emerging markets steg med 4 %.

De europæiske aktiemarkeder outperformede amerikanske aktier i februar på baggrund af øget tiltro til at lempelserne fra ECB vil skabe vækst og dermed skabe bedre vilkår for europæiske virksomheder. Derudover påvirkede fremgang i Grækenlands genforhandling af sin gæld europæiske aktier positivt. Aftalen lød på en forlængelse med 4 måneder Grækenlands bailout funds. Bedre end forventet BNP vækst i eurozonen i 4. kvartal 2014 var ligeledes positivt for markederne.

De amerikanske aktiemarkeder holdede lidt efter de europæiske, men leverede dog stadig et pænt positivt afkast. Stærk performance i non-farm payrolls, den Græske aftale samt våbenhvile mellem Ukraine og Rusland var positivt for amerikanske aktier. Derudover påvirkede et rebound i oliepriserne og M&A aktivitet markederne positivt. Derudover skubbes forventningerne til, hvornår den første amerikanske rentestigning indtræffer stadigt længere ud.

De største positive bidragsydere var i februar Pandora, McGraw-Hill og LVMH, mens Advance Auto Parts, Telenor og Vodafone trak i modsat retning.

På sektorniveau var de største positive bidragsydere i den forgangne måned Finans og cyklisk forbrug. Største negative bidragsydere var Tele og Materials.

Afdelingen har i februar givet et afkast på 8,8 % og 14,5 % ÅTD.



## HØJT UDBYTTET AKTIER

De europæiske aktier fortsatte den flotte performance fra januar måned ind i februar, hvor afkastet blev 7,2% og 14,9% 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 i februar, der således indhentede det tabte i forhold til de mere defensive sektorer fra årets start.

Højt Udbytte aktierne blev udfordret i dette scenarie og kunne ikke helt følge med stigningerne i februar, men ligger stadig på et attraktivt niveau for året. På sektorniveau er det stort set kun Forsyningsselskaberne der halter efter markedet med et afkast på ca. 5%. Olieselskaberne blev hårdt ramt i starten af året, men de er steget igen i takt med olieprisen har vist lidt styrke i februar.

Porteføljens afkast er 14% år til dato hvilket er 0,9% lavere end det tilsvarende markedsafkast.

## EUROPA VALUE AKTIER

Forventningen om QE dvs. store tilbagekøb af obligationer fortsatte med at præge de europæiske aktiemarkeder i positiv retning. Samtidig var de overvejende positive økonomiske nøgletal og den lave oliepris samt den græske midlertidige gældsløsning understøttende for markederne.

Det er fortsat de cykliske selskaber der klarer sig fornuftigt omend billedet er mere blandet end tidligere. I porteføljen var det Pandora (smykker), Ashtead (udlejning af udstyr), DS Smith (papir) og Persimmon (UK husbygger), der trak op i afkastet. Herudover var det den engelsk-asiatiske storbank HSBC der efter en nedjustering bidrog positivt, da den ikke er i porteføljen.

Norsk Hydro (aluminium), Easyjet (transport) og BP (olie) 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.

Det samlede afkast var 7% i februar.