

Kære investor

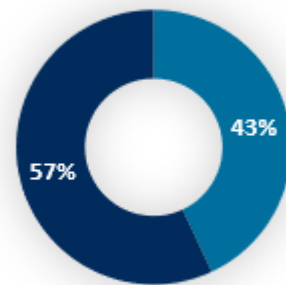
Indledningsvist gøres opmærksom på, at omtale af selskaber (udstedere) og værdipapirer (fx aktier eller obligationer) i dette investorbrev ikke skal ses som investeringsanbefalinger om at købe, sælge eller holde værdipapirer. Eventuel omtale af selskaber og værdipapirer skal alene ses i forhold til afdelingens portefølje- og risikoprofil for det pågældende kvartal.

Opsummering

- Aktie- og obligationsmarkederne er kommet godt fra start i år. Aktiemarkederne er steget mere end 15%, blandt andet ansporet af lavere renter og konstruktive toner i handelsforhandlingerne mellem USA og Kina
- Pengepolitikken er drejet i mere ekspansiv retning, og har trukket renterne ned. Netop lavere renter var en af de forudsætninger vi satte i vores forventninger til, at aktiemarkederne kan vise kraftige stigninger i år
- Den lavere end ventede vækst er den mest afgørende faktor bag ændrede holdninger til pengepolitikken i USA og Europa. Det er dog svært at forestille sig vedvarende stigninger i aktierne, hvis væksten fortsætter med at skuffe
- Begyndende tegn på, at kinesisk stimuli virker. Survey-baserede nøgletal viser stabilitet i marts, og bedre vækst kan trække aktierne yderligere op i løbet af året

Aktivfordeling

■ Aktier
■ Obligationer inkl. kontanter



Flyvende 2019 start på de finansielle markeder

Starten af investeringsåret har været præget af såvel stigende aktiemarkeder som faldende renter (stigende obligationskurser), og investorerne har dermed vundet på gynger og karruseller i balancerede porteføljer i år. Stigningerne er kommet på bagkant af kraftige fald i aktiekurserne hen mod slutningen af sidste år, og gav et favorabelt udgangspunkt, idet en række aktiemarkeder var blevet billigere. Porteføljen har haft en aktievægt på ca. 55% gennem kvartalet, med en overvægt i asiatiske aktier i forhold til sammenligningsindekset. Obligationsporteføljen startede kvartalet med at være betydeligt eksponeret mod emerging markets obligationer; en position som gradvist er reduceret i løbet af 1. kvartal, efterhånden som vi har taget profit.

Tonen i handelsforhandlingerne mellem USA og Kina er blevet mere forsonende, og det står klart, at hverken Trump eller Kinas Xi har noget indenrigspolitisk at vinde ved at eskalere handelskrigen på nuværende

tidspunkt. De finansielle markeder har derfor indregnet en konstruktiv løsning på konflikten, og har således taget forskud på glæderne. Trods udsigten til en ikke-eskalerende handelskonflikt, har asiatiske aktier ikke helt kunnet levere afkast på niveau med de globale aktiemarkeder. De ligger dog ikke langt efter, og vi fastholder eksponeringen.

Med til at forstærke opsvinget i risikofyldte aktier er, at den amerikanske centralbank er vendt rundt på en tallerken, og fra i december at ville stramme pengepolitikken, tales der nu om en lempelse. Renten holdes i ro for nu, men den løbende nedbringelse af balancen, som betyder at centralbanken sælger obligationer (og dermed øger udbuddet), bremses allerede i maj, og stoppes helt fra september. De mildere pengepolitiske toner var ved årets begyndelse en af de forudsætninger vi ønskede at se opfyldt, før markederne i vores optik kunne stige yderligere.

En anden forudsætning vi ønskede var, at de økonomiske nøgletal viste bedring. Det har vi dog ikke

set – tvært imod, så er det makroøkonomiske billede blevet yderligere svækket gennem 1. kvartal. Sandsynligvis skyldes afmatningen, at den politiske usikkerhed har været høj. Det gælder især Brexit og de langvarige handelsforhandlinger mellem USA og Kina. Et er at USA og Kina ser ud til at kunne blive enige, men hvad bliver de enige om angående tariffier og beskyttelse af intellektuelle rettigheder? Og ikke mindst: Hvornår bliver de enige? For hver måned der går bliver forbrug og investeringer udskudt, og det rammer den økonomiske vækst. I USA og Kina naturligvis, men når de to økonomiske mastodonter nyser, så bliver en eksportafhængig økonomi som eurozonen forkølet. Og økonomiske indikatorer i eurozonen har ikke været komfortskabende. Svag økonomisk vækst i eurozonen har trukket renterne ned. Med en tysk renter under 0% har vi ikke ønsket at have for mange lange obligationer. Det har kostet lidt i 1. kvartal, men vi anser ikke negative renter i Tyskland som holdbare, og fastholder en lavere varighed end sammenligningsindekset.

Midt i de svagere økonomiske nøgletal er der dog håb. Den kinesiske regering tog sidste år konsekvenserne af vækststopbremsning, og gennemførte massive ekspansive finans- og pengepolitiske tiltag. Vi begynder nu at se noget stabilitet i kinesiske nøgletal, og dermed at tiltagene har hjulpet til at stabilisere økonomien. Det vil også hjælpe på væksten andre steder i verden, men aktiemarkedene har allerede i nogen udstrækning indregnet bedre økonomiske data i de nuværende kurser, og det er derfor usikkert om stabilitet i økonomien alene vil være nok til at trække markederne yderligere op.

Forventninger til resten af 2019

Ved indgangen til 2019 definerede vi 3 scenarier for de finansielle markeder under en række forudsætninger:

1. Base Case, 60% sandsynlighed (globalt aktieafkast 0-10% i år, moderate rentestigninger)
2. Bull Case, 10% sandsynlighed (aktier stiger 10-20%, moderate rentestigninger)
3. Bear Case, 30% sandsynlighed (aktier falder 10-20%, kraftige rentefald).

På nuværende tidspunkt har globale aktiemarkeder leveret ca. 15,5% i DKK. Samtidig er renterne faldet rundt omkring i verden. Vi stiller os selv det spørgsmål om, der er et tilstrækkeligt robust fundament under

aktiemarkedene, og om der er holdbarhed i, at f.eks. den 10-årige tyske statsrente handler under 0%. Svaret er "nej" til det sidste og "måske" til det første. Men foreløbigt er vi altså godt inde i bull case-scenariet.

Det, der imidlertid mangler i vores bull case-scenarie er, at den økonomiske udvikling overrasker positivt. Som forklaret ovenfor har det ikke været tilfældet. USA vokser nogenlunde som ventet, og det samme gør Kina, men euroområdet har skuffet betydeligt. De seneste ISM- og PMI-data fra USA og Kina tyder på stabilitet inden for industrierne, ligesom service-sektorerne ser ud til at ekspandere fint. Så vækstbilledet trækker muligvis i bedre retning. Udfordringen samlet set ligger i, at det globale opsving siden finanskrisen nu er ganske sencyklisk, og at opsvinget i øvrigt har været båret af særdeles ekspansive finans- og pengepolitikker. Den samlede globale gæld er steget eksplosivt gennem de sidste 10 år. Vi kan således nu være vidne til et vist midlertidigt opsving, men det større cykliske billede peger mod mærkbart lavere vækst ind i 2020'erne.

Samlet set er det vores forventning, at aktiemarkedene vil ligge lidt højere i løbet af året, hvor afkastet kan komme op omkring de 20%, vi har defineret som toppen i vores bull case. Afgørende faktorer vil være en moderat stigende indtjenings-trend og lave renter globalt. Vi ser ikke en indtjeningsrecession forude i løbet af 2019. Indtjeningsvæksten bliver moderat globalt set (éncifret) – men den knækker næppe ned i negativt territorie, som vi senest så det tilbage i 2015. Vi understreger, at nedside-risikoen i dette scenarie er betydelig. Handelsaftalen mellem USA og Kina er endnu ikke i hus, Brexit-forløbet er uklart, og den globale økonomi fremstår ustabil og skrøbelig på flere områder.

*Med venlig hilsen
Nicolas Tousgaard*

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 31. marts 2019