

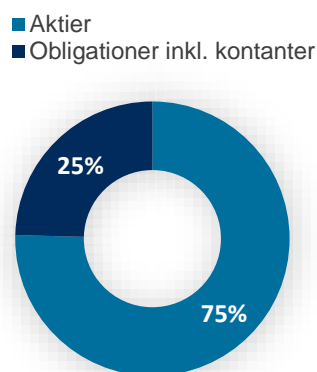
Kære investor

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

- Andet kvartal var præget af temaet "handelskrig", som i kombination med finanspolitisk stimuli i USA og politisk uro i eurozonen har skabt turbulente markeder
- Handelskrigen tager toppen af økonomisk vækst, og har særligt ramt asiatiske aktier i andet kvartal, mens aktiemarkederne i USA lever højt på skattelettelser
- Ekspansiv finanspolitik i USA har sikret stigende overskud hos amerikanske virksomheder og presset amerikanske aktier op
- Timing af skattelettelser og øgede offentlige udgifter i USA trækker renterne op og styrker dollaren – en kombination som især rammer emerging markets obligationer
- Politisk uro i Italien har fået investorer til at søge tilflugt i lange danske og tyske obligationer, som har leveret positivt afkast
- Forventninger om fortsat stigende markeder i resten af 2018, men usikkerheden råder i betydelig grad
- En række omlægninger i kvartalet som reaktion på handelskrigen og finanspolitikken i USA

Aktivfordeling



Tre temaer dominerede i 2. kvartal

Globale aktier steg 5,8% i 2. kvartal, mens danske obligationer steg 1,2%. Uro i Emerging Markets indenfor såvel aktier som obligationer reducerede dog afkastet på porteføljen i forhold til sammenligningsindekset. Tre temaer har været særligt afgørende for det investeringsmæssige resultat af andet kvartal: Trumps handelskrig, ekspansiv finanspolitik i USA og politisk uro i eurozonen. De tre temaer betyder, at danske og asiatiske aktier har haltet efter verdensmarkedet, at emerging markets obligationer har haltet efter danske statsobligationer, og at lange danske obligationer har leveret højere afkast end korte danske obligationer.

Den amerikanske finanspolitik er meget lempelig, efter skattelettelser og øget offentligt forbrug har pustet yderligere gløder under en i forvejen brandvarm amerikansk økonomi. Og selv om der ikke er vindere af en handelskrig, så har den finanspolitiske medvind givet amerikansk økonomi et bedre udgangspunkt til

at modstå presset fra handelskrigen med særligt Kina, da den indenlandske vækst er så positiv, at det kompenserer for det tabte på eksportmarkederne. Amerikanske aktier har derfor været i førertrøjen på de globale finansielle markeder, mens asiatiske aktier har haltet betydeligt efter.

Det finanspolitiske rygstød til amerikansk økonomi har dog haft en pris: Betydeligt stigende amerikanske renter. Fremtidens budgetunderskud vil øge udbuddet af obligationer betydeligt, og dermed lægge opadgående pres på renterne. Men timingen af finanspolitikken betyder, at der er et betydeligt inflationært pres som presser renterne op her og nu. Og med de stigende amerikanske renter er kommet en styrket dollar. I første omgang har kombinationen af stigende renter og handelskrig primært ramt en række emerging markets-økonomier, som har finansieret deres lån i dollar, og dermed fået øgede renteudgifter. Samtidig har handelskrigen reduceret

deres primære indtægtskilde: Samhandel med omverden. I tillæg hertil har en række emerging markets-lande været tvunget til at sætte renterne op, på grund af pres på valutaerne fra den stigende dollar. Emerging markets obligationer har derfor leveret et noget lavere afkast end eksempelvis danske obligationer.

Endeligt har politisk uro i eurozonen, sideløbende med sikkerheden omkring global økonomisk vækst som følge af handelskrigen, trukket momentum ned i europæisk økonomi. Regeringsdannelsen i Italien mellem M5S og Lega har periodevist givet anledning til uro omkring euroens fremtid, men den virkelige frygt for et sammenbrud har vi dog ikke set. Det har mest været isolere til Italien, men har givet anledning til overnormal efterspørgsel efter mere sikre obligationer fra eksempelvis Danmark og Tyskland. Renterne i Tyskland og Danmark er faldet til uholdbart lave niveauer, mens danske og europæiske aktier har haltet efter de globale markeder.

Omlægninger i kvartalet

Vi har foretaget en række omlægninger af porteføljen i løbet af kvartalet. I starten af april benyttede vi de faldende aktiemarkeder til at øge aktiekonponeringen. Allerede i udgangen af maj solgte vi dog aktieovervægten fra igen, efter en stigning i globale aktier på 6%. I midten af juni reducerede vi andelen i Højt Udbytte Aktier og Basis, og købte i stedet amerikanske aktier, da vi ikke ønsker en undervægt i USA i en tid, hvor den finanspolitiske medvind er så stærk. I slutningen af juni reducerede vi risikoen i porteføljerne ved at sælge asiatiske aktier, højt udbytte aktier og Emerging Markets-obligationer, som vi erstattede med aktiver der ligger nærmere op af profilens benchmark. Det er særligt den vedvarende risiko for stigende renter og handelskrig, som er motivationen for at reducere risikoen midlertidigt.

Forventninger til resten af 2018

Meget tyder på, at den globale vækst toppede i 2017 og nu er på vej ned. Spørgsmålet er ikke længere, om væksten er på vej ned, men hvor meget væksten vil bremse op. Ind til videre tegner der sig et billede af en relativ mild vækstbremning, men usikkerheden råder, hvilket hænger sammen med den uklarhed, der hersker om den handelspolitiske udvikling. De helt store trusler ligger i muligheden for, at USA indfører told

på yderligere flere hundrede milliarder USD kinesisk

import og indfører told på biler fra blandt andet Europa. Omverden vil svare igen, og vi har her kimen til en mærkbar økonomisk vækstbremning.

Når det er sagt, er det ikke helt urealistisk, at Trump og USA handler rationelt. Trump har fokus på vælgeropbakningen og ved, at handelsstrategien er et tveægget sværd. "America First" vinder positiv genklang i USA, men en restriktiv handelspolitik via toldsatser vil også ramme amerikanske arbejdspladser. Men hvad denne balancegang resulterer i helt konkret står hen i det uvisse.

Vi hælder til, at den globale økonomi vil tabe vækstmomentum i resten af 2018 og ind i 2019, men i moderat omfang. IMF er for optimistisk med sit vækstskøn på 3,9% i 2018 og 2019, men det vil overraske os, hvis væksten falder meget under 3,5% i 2018. Vi har derfor svært ved at se, at indtjeningstrenden for virksomheder tipper rundt og ned i decideret negativt territorium. Så længe indtjeningstrenden er stigende, vil der være en tendens til stigende aktiekurser.

Ved halvårsskiftet var afkastet på globale aktier i DKK ca. 3% årligt til dato. Det flugter med vores forventning om et samlet afkast i 2018 på 5-10%. Vi ser således pilen moderat op på aktier gennem resten af 2018, om end med fuld anerkendelse af den usikkerhed, der knytter sig til handelskrigen.

På rentesiden er det vores vurdering, at de lange statsrenter i Tyskland og Danmark er faldet uholdbart i Q2. ECB's signal om, at den korte rente ikke vil blive sat op på denne side af sommeren 2019 er naturligvis en faktor, der isoleret set trækker ned i renterne. Vi ser 10-årige tyske og danske statsrenter mellem 0,5-1% ultimo 2018, men forventer at se rentestigningen indtræffe sent i 2018. Vi skal først have skabt større klarhed mht. handelsområdet, og der skal skabes mere troværdighed omkring den økonomiske vækst i et regime med handelskrig.

Med venlig hilsen
Nicolas Tousgaard

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 30. juni 2018