

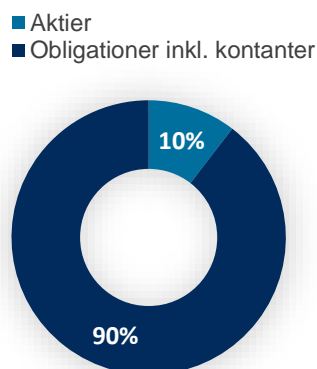
Kære investor

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 puljens portefølje- og risikoprofil for det pågældende kvartal.

Opsummering

- Handelskonflikt i centrum for finansielle markeder, der var præget af usikkerhed. USA og Kina dog enige om, at genoptage handelsforhandlingerne
- Positive afkast på aktier og obligationer, efter centralbankerne kom aktiemarkederne til undsætning ved at tale renterne ned
- Emerging markets-aktier gav skuffende afkast i forhold til globale aktier, mens emerging markets-obligationer gav et solidt afkast
- Udsigt til broget handelsaftale mellem USA og Kina, men dog en aftale. Centralbankerne kan købe tid, men ikke redde et opsving. For yderligere aktiestigninger resten af året er bedre vækstindikatorer afgørende

Aktivfordeling



Centralbankerne kommer til undsætning

Årets 2. kvartal var i høj grad præget af eskaleringen af handelskonflikten mellem USA og Kina, som har givet global vækst en nedadgående formkurve, og har øget pres på verdens centralbanker for at lempe pengepolitikken.

Globale aktier steg i 2. kvartal 2,1% målt i DKK, dog med store udsving undervejs. Aktiemarkederne faldt mere end 5% i maj, efter Trump eskalerede handelskrigen med Kina ved at øge toldsatsen på kinesiske varer, og presse yderligere på for at sanktionere elektronikgiganten Huawei. Huawei er en meget stor kunde for en række amerikanske IT-selskaber, og sanktionerne har derfor givet store udfordringer for IT aktierne udenfor Kina. I tillæg til konflikten med Kina skabte Trump også uro omkring handelssamarbejdet med Mexico, som gav yderligere usikkerhed på de finansielle markeder i maj. Uroen er dog ikke isoleret til den finansielle sektor. Også realøkonomien ser tegn på afmatning, herunder svag beskæftigelsesvækst og lav

investeringslyst og vigende erhvervstillid, som presser vækstforventningerne ned

Blødere toner fra verdens centralbanker, herunder særligt den amerikanske (Fed) og den europæiske (ECB), vendte imidlertid aktiefald til aktiestigninger. Globale aktier endte således juni måned med en stigning på over 4% i DKK. Aktierne blev yderligere løftet efter Trump meddelte på Twitter, at han havde haft en god telefonsamtale med Kinas præsident, Xi Jinping, hvilket gav fornyet tro på, at man ville undgå en yderligere eskalering af handelskrigen.

Aktiemarkederne viste kun mindre udsving mod slutningen af kvartalet, da investorerne holdt vejret frem mod det vigtige G20 møde i Osaka, Japan. På mødet blev Trump og Xi, mere eller mindre som ventet, enige om en våbenhvile, mens handelsforhandlingerne genoptages. Et umiddelbart positivt resultat, som dog efterlader mange ubesvarede spørgsmål, og derfor ikke har givet anledning til større kursgevinster.

Mens 2. kvartal altså var positivt for globale aktier som helhed, så dækker det over store regionale forskelle i afkastet. Aktieporteføljen har haft en overvægt af asiatiske aktier, som afkastmæssigt holdede noget efter aktiemarkedene i eksempelvis USA. Det betyder, at afkastet på vores aktieportefølje har været lidt lavere end på globale aktier.

For obligationsporteføljen har klare rentefald i USA og Europa sikret pæne afkast på langt de fleste investeringer. Emerging Markets-obligationer gav et afkast på mellem 2,9% og 4,1% omregnet til DKK, mens rentefald på de mere sikre statsobligationer gennem 2. kvartal betød, at der også på denne type obligationer blev leveret fine afkast. Obligations-porteføljen har haft en overvægt af emerging markets-obligationer, og har derfor opnået et afkast som er større end afkastet på 5-årige danske statsobligationer

Forventninger til resten af året

Kort opsummeret så 2. kvartal sådan ud:

- 1) Trump øger usikkerheden ved at eskalere handelskrigen med Kina og true Mexico, som er en af USA's største handelspartnere
- 2) Vækstindikatorer begynder at vise tegn på afmatning. Erhverstilliden falder, mens beskæftigelsen og investeringslysten bøjer af
- 3) Centralbankerne justerer kommunikationen, og varsler at man nu er klar til at sætte renter ned (og i Europa genstarte opkøbsprogrammet) for at sikre opsvinget under den politiske tumult
- 4) Lavere renter og udsigt til pengepolitisk stimulans får aktierne til at stige, mens udsigten til en handelspolitisk fredsaftale giver et yderligere løft til aktiekurserne.

Der er således en form for cirkelslutning: Hvis øget usikkerhed omkring handelskrigen kan afspore aktiemarkedene og økonomien, vil en fredsaftale så give optimismen tilbage (omvendt pkt. 1&2). Og hvis optimismen kommer tilbage, er det så nødvendigt at lempe pengepolitikken (omvendt pkt. 3)? Men hvis ikke pengepolitikken lempes, vil renterne så stige og vækstforventningerne aftage igen (omvendt pkt. 4)?

Perspektiverne for de finansielle markeder for resten af året er højt usikre. Der foregår et tovtrækkeri mellem, på den ene side, kræfter der trækker ned i det globale vækstbillede, og på den anden side kræfter der trækker op. Den globale økonomi og de finansielle markeder er i høj grad afhængig af kommende politiske beslutninger knyttet til særligt handels- og pengepolitik.

Vi forventer at se en handelspolitisk "kompromisaf tale" materialisere sig i løbet af 2. halvår. Aftalen kan føre til en delvis tilbagerulning af allerede indførte toldsatser og vil omfatte en stor del af traditionel varehandel. Derimod er det ikke realistisk at forvente en større opblødning af det, man i stigende omfang kalder for "tech-krigen". USA vil fastholde sin (delvise) sanktionering af Huawei og en række øvrige tech-selskaber. Sådan en aftale vil ikke for alvor skabe fornyet tillid blandt de mange berørte virksomheder i USA, Kina og globalt. Trumps handelspolitik og trusler overfor Kina, Europa, NAFTA og Japan har efterladt betydelig usikkerhed mht., hvad næste træk fra USA bliver. Virksomhederne må nødvendigvis operere med en høj sandsynlighed for, at Trump vinder næste præsidentvalg i november 2020. Og at hele Trumps "America First" protektionistiske agenda overordnet set er kommet for at blive. At Trump ser ud til at undervurdere denne agendas omkostninger for USA, er en del af komplekset.

Det betyder, at den amerikanske centralbank bør sætte renten ned i 2. halvår, da vækstindikatorerne ikke ventes at få den fornødne medvind. Mere lempelig pengepolitik kan forlænge opsvinget, men ikke redde det hvis væksten aftager. For at se varige stigninger på aktiemarkedene er det derfor nødvendigt, at der kommer en løsning på handelskrigen, som kan hjælpe vækstindikatorerne op. Kombineret med mere lempelig pengepolitik kan det sende globale aktier op med ca. 5% i resten af året.

*Med venlig hilsen
Nicolas Tousgaard*

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 30. juni 2019