

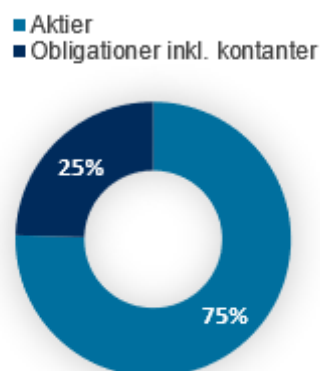
Kære investor

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

- Globale aktiemarkeder trukket ned af handelskrig, som reducerer vækstforventningerne til global økonomi. Porteføljen gradvist drejet i retning af asiatiske aktier
- Olieprisen sendt 35% ned i 4. kvartal. Energiaktier og amerikanske high yield udstedere hårdt ramt. Porteføljen har high yield obligationer, men dog begrænset eksponering til energisektoren
- Pres på risikofyldte aktiver og lavere vækstforventninger har reduceret antallet af forventede renteforhøjelser i USA og presset renter ned. Positivt afkast på længere obligationer
- Betydelig politisk usikkerhed i Europa, med fokus på Brexit, "de gule veste" og italienske budgetforhandlinger. Danske aktier har dog leveret på niveau med de globale
- Vi forventer at 2019 bliver udfordrende og domineret af politisk risiko. Vigtige politiske beslutninger i starten af året bliver udfaldsgivende for hvilken retning markederne tager

Aktivfordeling



Korrektion på de globale aktiemarkeder

Investorerne i KontoInvest fik et betydeligt negativt afkast i 4. kvartal, efter en kraftig rutsjetur på de globale aktiemarkeder, der faldt over 11%. Længseløbende danske obligationer gav et lille plus, men med en begrænset vægt i porteføljen var det langt fra nok til at modstå presset fra aktiemarkederne i den samlede portefølje.

2018 stod i særdeleshed i handelskrigens tegn, og mens de første 9 måneder af året gav et billede af, at amerikanske aktier vil "vinde" handelskrigen, så vendte det billede gradvist rundt i 4. kvartal. Asiatiske aktier klarede sig bedre end verdensmarkedet, mens amerikanske aktier faldt i forhold til verdensmarkedet. Det skyldes ikke at Kina nu fremstår som en "vinder" af handelskrigen, men snarere at investorerne har indset, at der slet ikke er en vinder af handelskrigen – kun tabere. Handelskrigen reducerer vækstpotentialet i verdensøkonomien, og dermed også indtjeningen for virksomheder globalt. I løbet af 4. kvartal var der dog

en positiv udvikling i handelsforhandlingerne, da Trump og Kinas Xi Jinping, i forbindelse med G20 mødet den 1. december, indgik en midlertidig våbenhvile varende 90 dage. I mellemtiden er det meningen, at de to parter skal forsøge at indgå en vedvarende handelsaftale. Der har i den efterfølgende periode generelt været en konstruktiv stemning omkring forhandlingsforløbet. Det forlyder bl.a., at Kina har accepteret at øge importen af amerikanske landbrugsvarer og flydende naturgas, mens de ligeledes skulle være parate til at sænke toldsatserne på amerikansk bilimport. Det er afgørende, at der løbende kommer gode og konstruktive meldinger fra begge parter, hvis skaden på den globale økonomi skal begrænses. Porteføljen er gradvist drejet i retning af flere asiatiske aktier og færre amerikanske aktier i løbet af 4. kvartal, da det er vores vurdering, at handelskrigen i langt højere grad er indregnet i priserne på asiatiske aktier.

Selv om handelskrigen var dominerende i det finansielle nyhedsbillede, så var det langt fra den

eneste kilde til usikkerhed for de finansielle markeder i 4. kvartal. Et andet tema var det massive fald i olieprisen, som endte kvartalet 35% lavere. Lavere vækstforventninger (lavere efterspørgsel) og stigende udbud fra særligt amerikanske producenter har givet bekymringer omkring udbuds-efterspørgselsbalancen. OPECs beslutning om at reducere olieproduktionen har stabiliseret olieprisen for nu, men energiselskaberne har tabt markedsværdi og presset aktiemarkederne yderligere ned. Det er naturligvis positivt for husholdningerne rundt omkring i verden, at energiregningen er blevet lavere, men på kort sigt giver et så kraftigt fald uro på finansmarkederne. Amerikanske olieproducenter udgør en betydelig del af high yield markedet, og i takt med at olieprisen er faldet, er risikopræmien på high yield obligationer steget. Porteføljen har eksponering til high yield obligationer med kort varighed, men andelen af energiselskaber er meget begrænset.

Dermed er de finansielle betingelser for amerikanske virksomheder blevet forværret i 4. kvartal, og fik investorerne til at stille spørgsmål ved antallet af renteforhøjelser den amerikanske centralbank (Fed) kan gennemføre i 2019. Godt nok blev renten som ventet sat 25bp op i december, men Fed nedjusterede prognosen for 2019, hvilket gav anledning til rentefald, som trak obligationsafkast i plus for kvartalet.

I Europa var der i tillæg til ovenstående fokus på Brexit-forhandlinger, de "gule veste" demonstrationer og budgetforhandlingerne med Italien, som har lagt en dæmper på optimismen i eurozonen. Erhvervs- og forbrugertillidstallene viste ikke den vending i vækstmomentum i eurozonen, som markederne havde håbet på. Den nedadgående trend i de europæiske nøgletal er dermed stadig intakt, og viser tydeligt, at eurozonen har vanskeligt ved at ryste afmatningen af sig. Danske aktier har dog klaret sig på niveau med de globale markeder, og usikkerheden i eurozonen har svækket euro mod en række Emerging Markets valutaer, som porteføljen har tjent på at være eksponeret til.

Forventninger til 2019

BankInvest opererer med 3 scenarier for de finansielle markeder i 2019. Baggrunden er, at vi lever i en verden, hvor meget vigtige politiske beslutninger i skrivende stund kan falde ud i helt forskellig retning. Det gælder ikke mindst handelsforhandlingerne mellem USA og Kina samt amerikansk pengepolitik.

Det er på ingen måde vanskeligt at forestille sig et scenarie for 2019, hvor aktiemarkederne fortsætter ned. Det politiske risikobarometer står på højt niveau – handelsforhandlingerne kan løbe af sporet i frygt for at tabe ansigt, og de politiske spændinger i Europa er betydelige. Samtidig står vi med en amerikansk centralbank, der er i gang med at reducere i beholdningen af obligationer og dermed tilbagetrække likviditet fra markedet. Gradvise opkøb fra centralbankerne i USA, Japan og Europa har tilført markederne betydelig likviditet og har presset priserne på mere risikobetonede aktiver op i en årrække. Nu trækkes denne likviditet gradvist tilbage, men hvor destabiliserende dette bliver for de finansielle markeder, er der ingen, heller ikke Fed, der har et godt svar på.

Det mest sandsynlige scenarie er dog, at parterne i handelskrigen, når våbenhvilen er slut, har nærmet sig hinanden tilstrækkeligt til, at der ikke vil være behov for at eskalere handelskrigen yderligere. Det bør nu stå klart for en ellers meget sejrssikker Trump, at en fuldført handelskrig kan koste ham muligheden for et genvalg ved præsidentvalget i 2020, da amerikansk økonomi risikerer at stå overfor en betydelig vækstnedgang. Også kinesisk vækst er nedadgående, så parterne har incitament til at slutte fred. I det scenarie vil vækstraten være aftagende, men verdensøkonomien være et stykke fra recession, ikke mindst som følge af ekspansiv finanspolitik i USA og Kina. Der er derfor plads til mindre stigninger i aktiekurser, da en del af den kortsigtede frygt for recession forsvinder fra markedet. Tilbagetrækning af likviditet vil dog udgøre en modvind til den globale vækstdynamik og finansielle markeder (se ovenfor).

Kombinationen af afværgelse af handelskrig og en amerikansk centralbank som ikke strammer pengepolitikken vil være det mest positive scenarie for risikofyldte aktiver, men den kombination tillægges den laveste sandsynlighed af de tre scenarier.

*Med venlig hilsen
Nicolas Tousgaard*

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 31. december 2018