

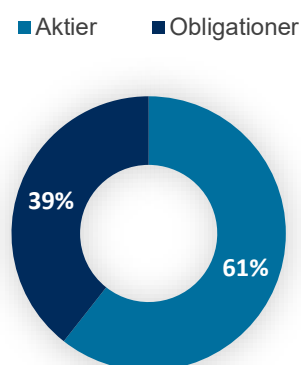
Kære investor

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

- Handelskrigen buldrer og gav anledning til betydelige udsving på finansielle markeder i 3. kvartal
- Trump eskalerede handelskrigen i august, og gav markederne en forskrækkelse. Centralbankerne verden over kom dog investorer til undsætning via mere lempelig pengepolitik
- Europæisk økonomi har set en betydelig vækstafmatning, og bl.a. danske aktier har klaret sig dårligere end globale aktier
- Resten af året forventes at være præget af vedvarende politisk uro, primært relateret til handelskrigen. Økonomiske data peger nedad, og centralbanker vil fortsat lempe pengepolitikken

Aktivfordeling



Store udsving på globale markeder

Investorerne i KontoInvest 55 fik et positivt afkast i 3. kvartal. Handelskrigen mellem USA og Kina har fortsat været i investorernes fokus, og har givet anledning til betydelige udsving på markederne. Usikkerheden, som handelskrigen medfører for virksomheder, har reduceret vækstperspektiverne i ikke bare USA og Kina, men i høj grad også i resten af verden. Derfor har centralbankerne i blandt andet EU og USA sat renterne ned, for at afbøde nogle af de negative følgevirkninger.

Trump valgte i starten af august at eskalere handelskrigen med Kina yderligere, da han uventet annoncerede en 10% straffold på 300 mia. USD import fra Kina, som gradvist implementeres i resten af 2019. Kina svarede igen ved at forhøje toldsatser på amerikanske varer, og usikkerheden sendte globale aktier ned med 5% i løbet af august.

Som en konsekvens af den negative afsmittningseffekt handelskrigen har på virksomhedernes indtjening, og dermed i sidste ende på den økonomiske vækst, valgte centralbankerne i bl.a. EU (ECB) og USA (Fed) at sætte renterne ned, og for ECB's vedkommende at genoptage opkøbsprogrammet i obligationer. De mere lempelige pengepolitiske toner gav noget medvind til aktiemarkederne, som fra midten af august og kvartalet ud steg 4,5%. Da dollaren tilmed blev styrket i perioden fik man som dansk investor ca. 4% i afkast på de globale aktiemarkeder for kvartalet som helhed, trods udsving undervejs.

Særligt i eurozonen har vækstafmatningen været tydelig, og de seneste økonomiske data tyder på, at den europæiske industrisektor er i recession. Den europæiske industrisektor er stærkt eksportafhængig, og er ramt af vækstafmatningen i Kina og Emerging Markets. Risikoen for at Donald Trump åbner en ny front i handelskrigen og bl.a. pålægger europæiske varer straffold er meget aktuell, og presset øges på den tyske regering for at lempe finanspolitikken. Aktie-

markederne i åbne økonomier som Danmark (+0,9% i kvartalet) og Emerging Markets (+0,1% i kvartalet) blev ramt hårdere end eksempelvis USA, hvor aktierne steg 6%. Porteføljen har haft ekponering til såvel amerikanske som danske og Emerging Markets-aktier i perioden.

Forventninger til resten af året

Meget tyder på, at resten af året vil være præget af et vedvarende intenst fokus på centrale politiske beslutninger. Handelskrigen står helt i front, men også Brexit-forløbet, Iran og uroen i Hong Kong kan fremhæves. Hvis Kina eksempelvis vælger at sætte tropper ind i Hong Kong, kan det skabe væsentlige negative økonomiske og finansielle impulser globalt. Mange har håbet på en gradvis opblødning mellem USA og Kina på handelsområdet, men hidtil er markederne blevet skuffede. Det er særdeles vanskeligt at forudsige det videre forløb. Vi hælder imidlertid til, at mønsteret i det seneste 1 ½ år fortsætter indtil videre: Det bliver formodentlig værre, før det (måske) bliver bedre. Senere i oktober vil parterne videreforshandle i USA. Men det er mere end 10. gang at et sådant forsøg finder sted. Og der er ikke meget nyt under solen, der peger på et gennembrud denne gang. Tvært imod har Trump for nylig udtalt, at USA ikke er interesseret i andet end én stor helhedsaftale, hvilket er overordentlig vanskeligt at gennemføre givet, at der både er handelsmæssige, teknologiske, finansielle og militære aspekter i spil.

De seneste økonomiske data peger på, at usikkerheden fra handelskrigen breder sig fra industrisektoren ind i den bredere økonomi. Det er en udvikling vi holder et meget vågent øje med. Pengepolitikken i USA, EU og andre lande arbejder tydeligvis på at lindre presset på verdensøkonomien. Vi må forvente at de igangværende virkemidler vil fortsætte. Fed kan forventes at sænke renten yderligere 1 til 2 gange i resten af året á 25bp, om end der bestemt ikke er en ensartet opfattelse af behovet blandt Fed-medlemmerne. ECB vil have store udfordringer med at lempe pengepolitikken yderligere i lyset af den markant voksende interne kritik fra en række lande, som ser stigende udfordringer med negative renter. Indgående ECB-chef fra 1. november, Christine Lagarde, får næppe tilstrækkelig opbakning til at sænke renten yderligere i år. Men

opkøbsprogrammet kører videre. Kinas centralbank arbejder med et bredere instrumentarium, der også omfatter valutakursen. Kina er i fuld gang med at lempe på rente-/kreditsiden, og valutaen kan meget vel blive svækket yderligere. Det har været tendensen siden handelskrigens udbrud sidste år.

Finanspolitikken i mange lande er endnu ikke for alvor drejet i samme meget ekspansive modus som pengepolitikken. USA og Europa kører med meget moderate finansielle lempelser, om end debatten om en væsentlig mere proaktiv finanspolitik breder sig i Europa. Kina justerer på mange parametre i mere ekspansiv retning, men det overordnede billede er ikke det samme som efter finanskrisen i 2008. Pga. den splittede amerikanske kongres er finanspolitikken i USA så godt som låst henover valget november 2020. Mere interessant bliver udfaldet af finanslovsforhandlingerne i de europæiske parlamenter i den kommende periode.

Konsekvenserne for de finansielle markeder af disse politiske og økonomiske tendenser er som altid behæftet med markant usikkerhed. Vores base case er, at statsrenterne i de "sikre havne" som USA, Tyskland og Danmark ligger lidt lavere ultimo 2019 i konsekvens af vedvarende politisk uro, rentesænkninger/QE og faldende vækstforventninger. Risikoen for faldende aktiemarkeder på en eskalering af handelskrigen er absolut til stede. Aktiemarkederne har imidlertid i år klart fået støtte af de pengepolitiske lempelser og faldende markedsrenter. Vi regner med at disse tendenser kan fortsætte og budgetterer aktuelt med et aktiemarked, der ligger relativt stabilt frem mod årets udgang. Politisk usikkerhed betyder dog, at vi holder os klar til at justere porteføljen i flere retninger.

*Med venlig hilsen
Nicolas Tousgaard*

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 30. september 2019