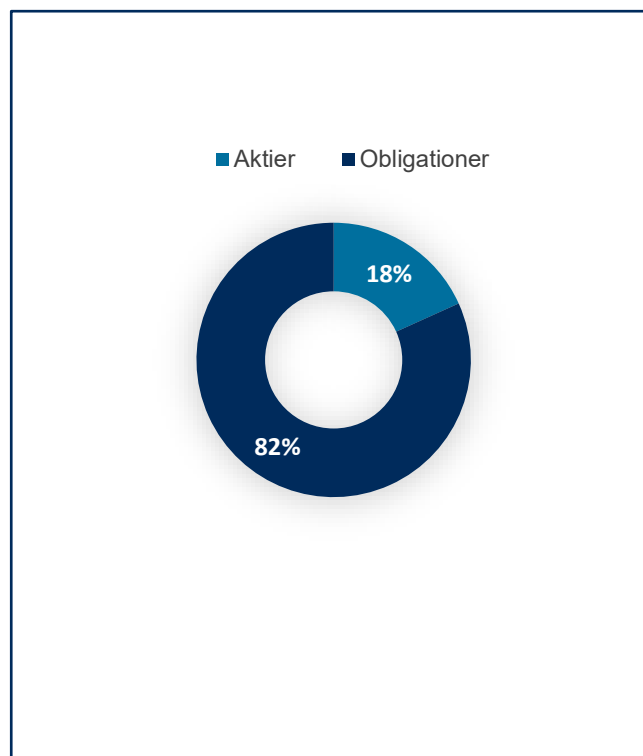


Kære investor

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

- Aktier løftet af stigende (og indfrie) forventninger til en delaftale i handelskrigen mellem USA og Kina. Fase 1 af forhandlingerne var sandsynligvis de letteste, og vi finder det tvivlsomt at landene på den korte bane vil blive enige om præmisserne for en fase 2 aftale
- Den amerikanske centralbank fortsatte med at lempe pengepolitikken, og forsøger at gentage bedriften fra midten af 1990'erne, hvor rentenedsættelser afværgede en lurende recession
- Vækstafmatningen siden 2018 viser tegn på at ebbe ud, mens renterne trak op og gav lave afkast på obligationstunge porteføljer
- Vi forventer at aktier vil levere positivt afkast i 2020, under forudsætning af at global vækst fortsætter med at stabiliseres. Men der er mange potentielle faldgruber



Stærk afslutning på aktieåret 2019

Som det har været tilfældet i hele 2019, var investorenes øjne rettet mod handelskrigen mellem USA og Kina, og måneders forventningsopbygning kulminerede i december, hvor parterne blev enige om en delaftale på vareområdet. Aftalen betyder, at USA reducerer nogle af de tariffier, som er blevet indført, mens Kina har indvilliget i at købe flere amerikanske landbrugsvarer og, ikke mindst, at ændre på den lovgivning, som har gjort det svært for udenlandske virksomheder at operere i Kina. Alt i alt en positiv udvikling, som var med til at løfte globale aktier med 5,9% i 4. kvartal. Delaftalen vurderes at være det nemmeste af det, parterne skal forhandle om, og med tanke på hvor svært det viste sig at være, kan man være nervøs for, hvordan fase 2 af forhandlingerne kan komme til at se ud. Men det må 2020 vise. Porteføljen har været neutral allokeret til aktier i 4. kvartal, men har haft en overvægt af Emerging Markets-aktier, som gav et bedre afkast end et bredt udsnit af globale aktier.

Den amerikanske centralbank satte i 4. kvartal renten ned med yderligere 25 basispunkter, og fortsatte dermed tilpasningen af pengepolitikken til de svagere makroøkonomiske forhold. Centralbanken i USA lykkedes i 1995 og 1998 under lignende forhold med at tilpasse pengepolitikken, og fik dengang sandsynligvis afværget en recession. Trods rentenedsættelsen er obligationsrenterne steget i 4. kvartal, blandt andet fordi risikoen for en recession (og dermed yderligere rentenedsættelser) er reduceret. Porteføljen har været undervægtet statsobligationer og haft en lav varighed, og har dermed reduceret tabet på statsobligationer i 4. kvartal i forhold til 5-årige statsobligationer.

Trods de store stigninger på aktiemarkedene i år, har 2019 været kendetegnet ved generelt svage økonomiske indikatorer. Vi så dog i 4. kvartal antydningerne af en stabilisering i data, og blandt andet OECDs ledende indikator for global vækst viste den første stigning i 21 måneder. Noget af vækstafmatningen kan forklares ved en almindelig

økonomisk cyklus, hvor virksomhederne opbygger og nedbringer varelagre (og centralbanken strammer og løsner det pengepolitiske greb). Men bekymringer af politisk natur har sandsynligvis forværret det økonomiske billede. Handelskrigen er tydelig på den finansielle radar, men også Brexit, uro i Hong Kong og andre politiske brændpunkter har fået virksomheder til at holde igen med større investeringer. 4. kvartal har budt på en opblødning af handelsretorikken og en løsning på den parlamentariske situation i UK, således at Brexit-processen kan fortsætte. Samtidig har vi som nævnt ovenfor set en periode med lavere renter, som opmuntrer virksomheder til at foretage investeringer for lånte penge. Det har fået de økonomiske nøgletal til at vise en moderat fremgang og resulteret i en afkast på kreditobligationer, som langt overgår afkastet på statsobligationer. Porteføljen har i perioden været overvægtet kreditobligationer fra særligt Emerging Markets, hvilket har trukket afkastet op.

Forventninger til fremtiden

Selv om aktier er steget betydeligt i 2019 forekommer de ikke at være dyre i forhold til alternativet – obligationer. Vi forventer stigninger på globale aktiemarkeder i størrelsesordenen 5-10%, men det kræver at væksten fortsætter med at bedres, og at en ny recession undgås. Det er vores vurdering at en sådan økonomisk tilbagegang er udskudt til efter 2020, da der er tegn på en positiv vending i den globale vækstrate, som ellers har været faldende siden starten af 2018. Forventningerne hviler dog på en række antagelser om vigtige politiske udfald:

- **Handelskrigen** mellem USA og Kina har nået sit klimaks, og en vis form for nedkøling er på vej. Trump vil i sidste ende vælge det "rationelle" ift. chancen for at vinde præsidentvalget, nemlig at styrke økonomien så meget som muligt. USA og Kina er på vej mod at underskrive en "Fase 1" delaftale. Det er dog ikke vores vurdering, at delaftalen fører til flere større aftaler, og i det hele taget forekommer det at være "too little too late" i forhold til at styrke væksten. Sandsynligheden for en mere omfattende "Fase 2" aftale forekommer derfor lav.
- **Pengepolitikken** i USA, Europa, Kina og Japan forbliver lempelig og drejes i yderligere ekspansiv retning i USA og Kina. Løn- og

prisinflation vil ikke være en udfordring for pengepolitikken. Tværtimod vil deflationsrisikoen være intakt i Japan og euroområdet. Den ekspansive pengepolitik vil holde statsrenterne nede og sikre, at det globale gældsbjerg ikke kollapser i en ny finanskris.

- **Finanspolitikken** er låst fast i USA frem til valget 3. november. Europa og Kina vil lempe finanspolitikken moderat. Fokus er i stigende omfang rettet mod finanspolitiske lempelser med fokus på offentlige investeringer, der giver et strukturelt vækstløft.
- **Trump** får sandsynligvis fire år til i Det Hvide Hus efter 3. november. På kortere sigt vil dette tolkes positivt i erhvervslivet – relativt til en venstredrejet Elizabeth Warren. Men Trump betyder også risiko for markant øgede internationale konflikter i 2021-2025.

Det kan dog naturligvis gå både bedre og værre end forventet, og eksempelvis et hurtigt antræk til yderligere enighed mellem USA og Kina kombineret med lempelig pengepolitik i USA vil kunne løfte aktiemarkederne substantielt. Omvendt kan handelskrigen hurtigt accelerere igen, og Trump kan kaste sin nationalistiske vrede på EU, som kan blive pålagt tariffen. Det kan sætte fut under en betydelig korrektion på markederne. Vores kvalificerede bud er dog, at 2020 bliver en "cliffhanger", hvor verdensøkonomien vil klamre sig til klippekanten, men holder sig fra at falde ned i afgrunden – recession.

Med venlig hilsen
Nicolas Tousgaard

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 31. december 2019