

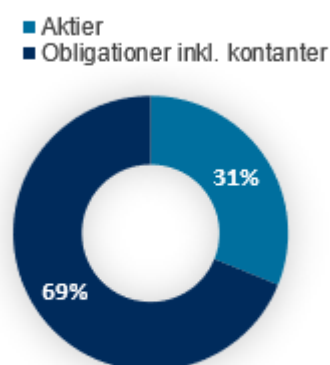
Kære investor

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

- Positivt afkast på globale aktier, men aktieporteføljen presset af lavt afkast på danske aktier
- Stigende renter i Vesten trækker obligationsafkast i minus på stats- og realkreditobligationer. Tabet i en obligationsportefølje er dog mindre end gevinsten i en aktieportefølje
- Efter et problemfyldt 1. halvår fik dele af Emerging Markets obligationsuniverset et filtrængt comeback, men lav tillid til bl.a. regeringen i Tyrkiet trækker tyrkisk lira ned, og breder sig til andre eksotiske valutaer
- Trods handelskrig, ventes global økonomi at holde dampen oppe, hvilket giver indtjeningsvækst i virksomheder og bør give anledning til stigende aktier. Fremtiden er dog behæftet med noget større usikkerhed end normalt

Aktivfordeling



Fremgang på aktiemarkederne

De globale aktiemarkeder steg 4,9% i 3. kvartal, ansporet af amerikanske aktier som steg 7,5% målt i danske kroner. Anderledes så det ud for verdens andenstørste økonomi, Kina, hvis aktiemarked faldt næsten 9%. Kinesiske aktier er siden starten af handelskrigen blevet svækket markant, og Shanghai børsen er efter 3. kvartal nede med mere end 15% år til dato.

Porteføljen har haft en overvægt af danske aktier, som har klaret sig noget dårligere end verdensmarkedet, ikke mindst på grund af hvidvasksagen fra Danske Bank. Også overvægten af New Emerging Markets aktier trak porteføljens aktieafkast ned, da særligt argentiske aktier oplevede store fald i kvartalet. Svagheden på de kinesiske markeder betyder, at aktiemarkederne i de lande som typisk eksporterer til Kina også er blevet ramt af handelskrigen, og her finder vi en stor del af de øvrige Emerging Markets. Overvægtene i danske aktier og

New Emerging Markets aktier betød, at aktieporteføljen fik et lavere afkast end verdensmarkedet, men rigeligt til at sikre et positivt afkast.

Den amerikanske centralbank hævede i september den ledende rente med 0,25% for ottende gang i denne cyklus, således at den nu ligger i intervallet 2,0-2,25%. Stigende pres på forbrugerpriser og lønninger betyder, at markederne regner med yderligere renteforhøjelser i december og til næste år. I Europa forberedte Den Europæiske Centralbank markederne på en udfasning af obligationsopkøbsprogrammet mod udgangen af 2018. Signalerne fra begge sider af Atlanten er således, at pengepolitikken gradvist strammes, hvilket trak obligationsrenterne op i 3. kvartal, og gav negative afkastet på statsobligationerne. Obligationsporteføljen har haft en overvægt af korte danske obligationer, hvilket har reduceret de negative effekter af stigende renter.

Efter et noget uroligt 1. halvår fik Emerging Markets

obligationer et mindre comeback, og gav et positivt afkast i 3. kvartal. De obligationer som afregnes i lokale Emerging Markets valutaer gav dog negativt afkast målt i danske kroner, da valutaerne i bl.a. Tyrkiet, Brasilien og Sydafrika blev presset ned af politisk uro. Samlet set gav danske og Emerging Markets obligationer et negativt absolut afkast. Men tabet på en obligationsportefølje var mindre end det aktieporteføljen steg.

Forventninger til resten af året

Set fra et makroøkonomisk perspektiv kom den globale økonomi ud af andet kvartal med en ganske fin vækst på 3,6%. Der er dog næppe tvivl om, at den globale vækst topper netop nu, og langsomt er på vej ned. Forholdsvist høje vækstrater giver en fornøft vækst i mange selskabers indtjening, og er understøttende for aktiemarkedene. Der er medvind fra finanspolitikken i USA og Kina, og meget lempelig pengepolitik i særligt eurozonen, hvor realrenterne er negative. Men finanspolitisk stimuli i en amerikansk økonomi som har meget lav arbejdsløshed vil give et inflationært pres, som den amerikanske centralbank dæmper ved at sætte renten op. Og det reducerer vækstpotentialet - men det er ikke nødvendigvis dårligt nyt, da det også kan være med til at forlænge det økonomiske opsving.

Blandt de faktorer som bekymrer os er der naturligvis handelskrigen, som udfolder sig stadig mere negativt. USA er sandsynligvis på vej til at indføre told på hele den kinesiske import, ligesom sandsynligheden taler for højere toldsatser (fra 10% på mange varer mod 25%). Kina vil svare igen, men i begrænset omfang (Kina importerer kun 1/4 fra USA iff. hvad USA importerer fra Kina). Men hvad kommer det til at betyde for profitmargin og forbrugerpriser? Markedernes dom har hidtil været, at amerikanske virksomheder står som vindere, mens kinesiske virksomheder er taberne. Men vil det også være gældende fremadrettet?

Vi har desuden set en meget tydelig tendens til, at handelskrigen drejer sig om langt mere end bare handelsunderskud og tariffer. Kinesiske og amerikanske krigsskibe har været tæt på konfrontation i det Sydkinesiske Hav. Kinesiske myndigheder har muligvis sørget for, at processorer i USA har fået inkorporeret microchips der kan sende følsomme oplysninger tilbage til Kina. Og så har Kina omdirigeret en del af sin globale handel væk fra USA og hen mod andre lande. Vi har bestemt ikke hørt det

sidste til denne konfrontation, som meget vel kan blive en mere langstrakt affære end først antaget.

Trods handelskrigen er den underliggende trend i retning af højere indtjening i de børsnoterede selskaber globalt imidlertid intakt. Konsensus peger på indtjeningsvækst på knap 10% globalt i 2019. Risikoen er, at analytikernes forventninger er for høje og vil blive reduceret noget, men 5% plus kan også være nok til at sikre en moderat stigende trend på de globale aktiemarkeder.

Amerikanske renter ventes at holde nuværende niveau året ud, og vi forventer derfor positivt afkast på Emerging Markets obligationer. Der er dog i høj grad lagt op til et "slag" mellem markedet og den amerikanske centralbank i 2019. Centralbanken forventer selv at sætte renten op 3 gange, men markederne forventer noget mindre. Hvis centralbankens forventninger bliver en realitet, må de korte markedsrenter nødvendigvis stige, og det kan bidrage til at trække de længere obligationsrenter op, og give uro på Emerging Markets.

Inden for eurozonen peger alt på stabilitet i pengepolitikken i en længere periode. Signalet fra Den Europæiske Centralbank er, at der ikke kommer renteforhøjelser på denne side af sommeren 2019. Først skal QE-programmet afsluttes, og det vil ske ultimo 2018. Bevægelsen op på den korte rente fra efteråret 2019 bliver sandsynligvis en træg og moderat affære. Det bidrager til at holde de længere renter nede i et vist omfang. Men udgangspunktet for f.eks. 10-årige tyske (og danske) statsobligationer er, at de fremstår meget dyre; renterne handler betydeligt under både aktuelle og forventede inflationsrater og renter bør være stigende. Vi fastholder derfor en relativt lav varighed i porteføljen.

Med venlig hilsen
Nicolas Tousgaard

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 30. september 2018