

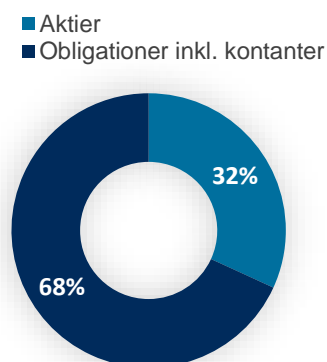
Kære investor

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

- Global økonomi kom godt fra start i 2018, og bidrog til stigende renter tidligt på kvartalet
- Renter steg så meget, at det har givet negativt afkast på obligationer
- Frygt for at stigende renter kan afspore vækstsvinget pressede aktiemarkedene
- Risikoen for handelskrig mellem USA og Kina har skræmt investorerne, som nu vil betale mindre for fremtidig indtjening
- Afsløringer af Cambridge Analytics (mis)brug af Facebookbrugeres data presser forretningsmodellen for større IT selskaber
- Samlet set gav det så meget modvind til aktiemarkedene, at det blev til betydeligt negative afkast
- Andelen i Emerging Markets obligationer, lokalvaluta øget
- Vi fastholder forventningerne om positivt afkast i år trods de indledende fald på finansmarkederne

Aktivfordeling



Markedsudvikling

Porteføljens værdi faldt 1,6% i 1. kvartal, efter fald på såvel obligations- som aktiemarkedene. Aktiemarkedene faldt 3,7% i danske kroner, mens danske 5-årige statsobligationer blev sendt ca. 0,1% ned i værdi. Med tab på såvel aktier som obligationer er det også blevet til et tab i den samlede portefølje.

Der er fortsat enighed blandt økonomer om, at global økonomi vil vokse pænt i 2018, og dermed fortsætte den positive udvikling fra sidste år. Men hvor 2017 blev kaldt et "guldløst år", altså et år hvor væksten var positiv, men ikke så kraftig at det medførte stigende renter, så er inflationspresset kommet tilbage på radaren i 2018. Den amerikanske centralbank satte som ventet renten op, så målzonen for Federal Funds nu ligger mellem 1,50% og 1,75%. Men mindst ligeså vigtigt har centralbanken løftet den forventede rentebane for de kommende år, hvilket gav et løft til renterne på statsobligationer. I eurozonen er vi noget længere fra at se deciderede renteforhøjelser, men

den Europæiske Centralbank drejer gradvist kommunikationen i en mindre ekspansiv retning. Derfor har rentepilen også her peget op, om end i mindre omfang end i USA. Samlet set, og med USA som vigtig drivkraft, er der således en global tendens til, at pengepolitikken rykker i gradvis strammere retning. Det sker langsomt og pragmatisk, men kursen er klar, og indebærer, at pengepolitikken ikke længere udgør den samme stimulerende kraft på verdensøkonomien som tidligere. Stigende renter pressede obligationskurserne ned, og gav negativt afkast for obligationsinvestorerne. Men også aktieinvestorer blev ramt af de stigende renter: Et højere renteniveau har til formål at dæmpe den økonomiske vækst, som siden finanskrisen har haft en betydelig medvind fra lempelig pengepolitik. Derfor så vi en begyndende aktiekorrektion, da rentestigningerne blev for store i februar måned.

Handelskrig

I USA skød præsident Trump en ny handelspolitisk kurs

an allerede i januar med indførslen af nye toldsatser på solpaneler og vaskemaskiner. I marts fulgte så annonceringen af nye toldsatser på stål og aluminium. Mange vestlige lande er foreløbigt fritaget, og der tegner sig et klart billede af, at den amerikanske handelspolitik først og fremmest går efter Kina. Der er også varslet nye kommende importafgifter på en række kinesiske varer, der fra Kinas side anses som strategisk vigtige udviklingsområder. Kinas modsvar har hidtil været ganske mildt og står mål med konsekvenserne af de nye afgifter på Kinas eksport af stål og aluminium til USA. De hidtidige konkrete tiltag, både fra amerikansk og kinesisk side, vurderes at have begrænsede negative globale makroøkonomiske konsekvenser. Risikoen er naturligvis, at handelskonflikten eskaleres. Kardinalspørgsmålet er her, hvad agendaen reelt er i Det Hvide Hus. Her har man nok forstået, at en handelskrig også vil ramme USA's økonomi; der er ingen vindere. Meget tyder på, at Trump har fokus på både midtvejsvalget til november og på præsidentvalget i 2020.

Samtidig sker der også en ideologisk forskydning i klart mere nationalistisk / protektionistisk retning i Trump-lejren. Udenrigsminister Rex Tillerson blev i marts erstattet af CIA's Mike Pompeo, den liberale økonomiske toprådgiver Gary Cohn trak sig og efterlod mere plads til Kina-fjendtlige Peter Navarro, og senest er den nationale sikkerhedsrådgiver McMaster erstattet af "hardhitteren" John Bolton. Det er et nyt persongalleri, der i væsentlig større omfang ser fjender og konflikt, end venner og samarbejde, på den internationale scene. Den betydelige usikkerhed har fået aktieinvestorerne til at trække følehornene til sig, og har sendt globale aktiemarkeder på rutsjetur. For nok er Kina og USA i centrum, men det rammer alle selskaber med en global salgs- og produktionskapacitet.

På mere sektorspecifikt niveau oplevede IT-aktierne noget sjældent modvind i 1. kvartal, men er fortsat den sektor med højest afkast i år. Facebook og andre sociale medieaktier kom i politisk stormvej efter balladen med Cambridge Analytica, der har (mis)brugt brugernes data. Også aktier relateret til selvkørende biler fik modvind efter en dødsulykke i Arizona har sat udviklingen på hold flere steder. I løbet af 1. kvartal har vi øget overvægten i Emerging Markets-obligationer i lokalvaluta, som har leveret et positivt bidrag til porteføljen. Allokeringen har været med til at øge risikoen i obligationsporteføljen, men vi

finder det forventede afkast attraktivt i forhold til danske statsobligationer.

Forventninger

Vi ser sandsynligheden for, at aktie- og obligationsmarkederne kan levere ligeså gode afkast i 2018, som i 2017, som værende lav. Vi er i den sidste fase af en aktiefest, der har skabt et globalt afkast på hele 16% p.a. i DKK siden bunden i 2009. Det tempo er ikke holdbart, for kursstigningerne har overhalet indtjeningsfremgangen markant, hvilket har skabt høje værdiansættelser. Ikke overraskende har vi allerede set korrektioner på over 10% på udvalgte aktiemarkeder, og i skrivende stund er en del markeder omkring årets laveste.

Det er dog ikke vores vurdering, at aktiemarkederne har taget hul på en større trendvis nedtur. Selvom pengepolitik og handelskrig vil tage toppen af den økonomiske vækst ventes både 2018 og 2019 stadig at være præget af relativ høj vækst. Det skaber indtjeningsvækst i virksomhederne i bred forstand, en faktor der traditionelt har været afgørende for aktiekursernes retning. Globalt peger forventningerne på en fremgang i indtjeningen på ca. 20%. Selvom den faktiske udvikling skulle ende 5% lavere, vil indtjeningsfremgang højst sandsynligt blive den afgørende løftestang for aktiemarkederne.

Derimod er løftet i renterne en del af en større trend, der begyndte allerede tilbage i 2016. Her bundede den 10-årige amerikanske statsrente omkring 1,35% og er nu 140bp højere. Den amerikanske centralbank vil sandsynligvis fortsætte med at sætte den korte rente op mod 3-3,5% i de kommende år, en fordobling af dagens renteniveau på 1,50-1,75%. De lange statsrenter i USA har allerede taget en del forskud på dette, og vi forventer ikke et afgørende brud op gennem 3% i løbet af 2018. I Europa er det fortsat vores vurdering, at de 10-årige tyske og danske statsrenter vil ligge i intervallet 0,5-1% ultimo 2018, men hverken ECB eller Nationalbanken kommer til at hæve renten i år, men det bliver derimod historien for 2019.

Med venlig hilsen

Nicolas Tousgaard og Jakob Vejlø

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 31. marts 2018