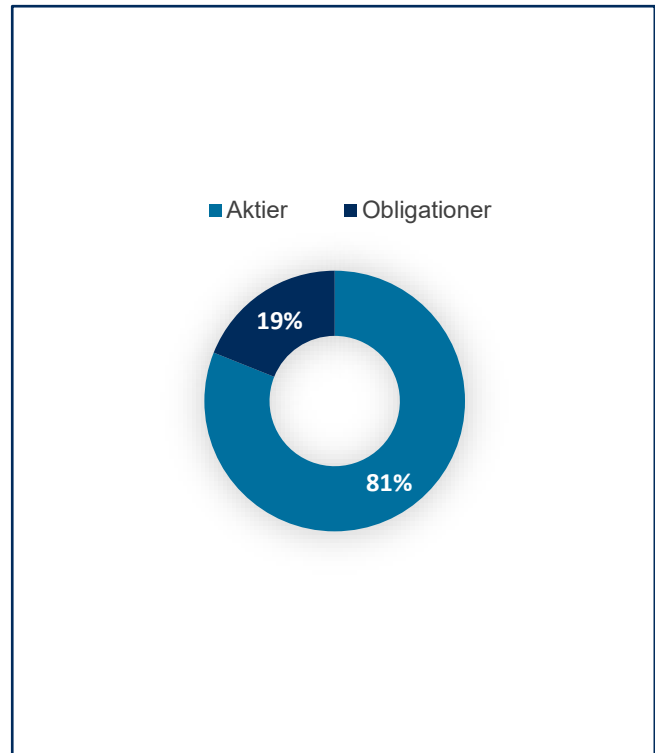


Kære investor

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

- Al snak om handelskrig og brexit forstummende i 1. kvartal, hvor covid-19 bredte sig fra Asien til Europa og USA
- De politiske og sociale svar på pandemien har skabt en global recession – forbrugerne bliver hjemme og det koster indtjening hos virksomheder og i sidste ende arbejdspladser
- Massive finanspolitiske tiltag har ændret vækstudsigterne fra en økonomisk afgrund til en økonomisk kløft, som det dog stadigvæk gør ondt at falde ned i
- USA og UK har været sene til at reagere med "social distancing", og antallet af nye daglige tilfælde er endnu ikke toppet. Det gør det vanskeligt at forudsige udviklingen
- Sideløbende med covid-19 krisen har uenighed i OPEC+ sendt olieprisen ned med mere end 60%
- Perspektiverne frem mod årets udgang er højest usikre. Vi kan stå overfor en kraftig men kort nedtur, hvor økonomien er på rette vej igen på kort tid. Men det er ikke utænkeligt at det er begyndelsen til en mere langvarig krise.



I skyggen af covid-19

Investorerne i KontolInvest 75 måtte i 1. kvartal notere et betydeligt negativt afkast, efter covid-19 hærgede de finansielle markeder. Aktiemarkederne kom ellers godt fra start, men i slutningen af januar begyndte alvoren omkring covid-19 at melde sig i kinesiske Wuhan, og bredte sig derfra til store dele af Asien. Indtil midten af februar var det fortsat den lægelige vurdering, at der primært var tale om et asiatisk fænomen på linje med eksempelvis SARS i 2003, og investorerne i USA og Europa var primært bekymrede for forsyningerne af varer fra Asien. Siden blev vi klogere, og står nu overfor en global pandemi. De politiske og sociale svar på pandemien har skabt en global recession – forbrugerne bliver hjemme og det koster indtjening hos virksomheder og i sidste ende arbejdspladser. Derfor er aktier sendt ned med hele 20% i 1. kvartal, hvilket har trukket porteføljens afkast ned. Også mere sikre investeringer, som eksempelvis danske realkreditobligationer har haft negative afkast, og gjort det svært at finde aktiver med positivt afkast.

Via massive finanspolitiske tiltag er det lykkedes for myndighederne at reducere noget af det økonomiske tab, ved at sikre lån til små virksomheder, dække midlertidigt for lønomkostninger og flere andre tiltag. I USA har man vedtaget at alle amerikanske husholdninger får indsat et kontantbeløb på deres bankkonto, afhængigt af de familiære forhold. Med de mange tiltag er vi gået fra en økonomisk afgrund til en økonomisk kløft, som det dog stadigvæk gør ondt at falde ned i. Fokus er dermed gået fra at beregne dybden af den økonomiske nedtur (her er der hjælp at hente fra myndighedernes tiltag) til at forsøge af finde ud af hvor længe den skal vare. Der er dog en pris at betale for de mange hjælpepakker, og lande med betydelig gæld i forvejen har derfor set renteniveauerne stige på trods af udsigten til lavere vækst. Lempelig pengepolitik fra næsten alle centralbanker har dog modvirket noget af presset mod højere renter, men kreditobligationer er generelt faldet i værdi som følge af stigning i forventede konkursrater. Også mere sikre kreditobligationer, som eksempelvis

danske realkreditobligationer er blevet negativt ramt, i et marked som ikke har ønsket at tage risiko. En stor del af Optimas danske obligationsportefølje er investet i realkreditobligationer, som er faldet i kurs under krisen.

Lande som USA og UK kom sent i gang med "social distancing" som vi kender det fra en række asiatiske og europæiske lande, og virusudbruddene tager derfor længere tid at bremse. Mens antallet af nye daglige tilfælde i Asien og Europa ser ud til at have passeret en top, vokser tallet fortsat i USA. Det er derfor meget svært at vide hvornår tingenes tilstand normaliseres, men foreløbigt ser "social distancing" og dermed det voksende økonomiske tab ud til at vare april måned ud i USA. Ca. 20% af den amerikanske arbejdsstyrke arbejder i industrier som er særligt følsomme overfor covid-19, herunder hoteller, restauranter, barer og rejser. Det er meget sandsynligt at et flertal af dem kommer til at miste deres arbejde, mens også andre industrier er ramt af generel økonomisk afmatning. Hvis økonomien åbner til april vil mange af dem vende tilbage til deres jobs, men jo længere der går, desto større er risikoen for, at deres arbejdsplads går konkurs. Nye arbejdspladser vil naturligvis opstå, men det tager tid og vil gøre det efterfølgende opsving langsommere. Aktiemarkedene har derfor vist store udsving når der er kommet nyheder som giver håb/frygt for en tidlig/sen oplukning af økonomien. Eksempelvis faldt amerikanske S&P 500 mere end 33% fra 20. februar til 23. marts, men steg efterfølgende 17% fra bunden. Aktievægten har i perioder været lavere end den langsigtede eksponering, men de store udsving gør, at vi særligt i den sene del af kvartalet har forsøgt at holde aktievægten tæt på det neutrale niveau.

Sideløbende med covid-19 krisen udbrød der uenighed i det udvidede OPEC samarbejde, som også involverer bl.a. Rusland (OPEC+). Mod forventning kunne de olieproducerende lande ikke blive enige om at reducere olieproduktionen i kølvandet på den lavere efterspørgsel, som den bratte opbremsning i økonomisk vækst har forårsaget. Rusland valgte derfor at trække sig fra OPEC+ samarbejdet med det resultat, at Saudi Arabien som hævn valgte at øge produktionen og sætte priserne ned. Målet er at gøre økonomisk skade på russiske olieproducenter (og dermed tvinge Rusland tilbage til forhandlingsbordet), men amerikanske olieproducenter er det første offer. Olien i USA bliver udvundet fra skifferlaget i undergrunden, og er generelt en dyrere måde at udvinde olie på. Råolien faldt over 60% og betyder, at

en række amerikanske producenter ikke længere er lønsomme. Mange af dem har hentet finansiering via high yield-markedet, som derfor har set merrenten i forhold til statsobligationer stige kraftigt, med store negative afkast til følge. Vi har overvægt til kreditobligationer, men primært udenfor den amerikanske energisektor. Markedet har dog været præget af en høj grad af paniksalg, som betyder at high yield-obligationer over en bred kam er blevet presset ned i kurs.

Perspektiverne frem mod årets udgang er højst usikre. Det positive scenarie er, at vi har lagt covid-19 frygten bag os, og at samfundet er vendt tilbage til en betydelig grad af normalitet. Myndighederne i mange lande er i disse dage i fuld gang med at lempe penge- og finanspolitikken. Disse tiltag er så kraftige, at de kan give anledning til en piskesmældseffekt – i positiv retning – på den globale økonomi og markederne 6-9 måneder frem og ind i 2021, hvis vi kommer hurtigt i retning af det positive scenarie. Det negative scenarie, vi kan stå i, er en form for selvforstærkende recession, båret af stigende konkurser blandt virksomheder, kapitalflugt og stigende arbejdsløshed. Den globale gældsætning har aldrig været højere, og her kan kimen ligge til en dybere og længerevarende økonomisk nedtur. Vi risikerer at være på vej ind i en finanskrise 2.0. Myndighedernes tiltag peger ikke i retning af, at dette er en vej de er villige til at gå, men regningen fra redningsaktioner kan vise sig at blive for stor. Vi hælder i retning af det positive scenarie, men mener endnu at det er for tidligt at øge aktievægten i porteføljen.

Med venlig hilsen

Jakob Vejgård, Mads Bech Flarup og Nicolas Tousgaard

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 31. marts 2020