

# BI Strategi Årskommentar

## Årskommentar for 2019

Af investeringsstrateg Mads Bech Flarup

De finansielle markeder kom fremragende fra start i 2019 efter den skarpe korrektion i fjerde kvartal 2018. Blødere toner fra verdens centralbanker, herunder særligt den amerikanske (Fed), var i høj grad drivende for kursstigningerne. Udviklingen i de faktiske økonomiske nøgletal stod i skærende kontrast til udviklingen på de finansielle markeder. Gennem året var flere globale konjunkturbarometre for nedgående, og særligt industrien kom under pres. På flere områder stod 2019 i pessimismens tegn, hvor en række politiske begivenheder sendte den geopolitiske usikkerhed til nye rekordhøje niveauer. Særligt handelskrigen mellem USA og Kina var i fokus, mens også Brexit-afstemninger, demonstrationer i Hong Kong, sanktioner mod Iran, præsidentvalget i Argentina, budgetforhandlingerne med Italien, rigsretssagen mod Trump, stridighederne mellem USA og EU mv. bidrog til usikkerheden.

Mod slutningen af 2019 ser vi dog tegn på en vis opblødning på flere af disse områder, der har tynget den globale økonomi. Den amerikanske centralbank sænkede renten tre gange i andet halvår og har tydeligt signaleret, at renteforhøjelser ikke kommer på tale lige foreløbigt. Centralbanken forventer selv at være på hold gennem hele 2020. Boris Johnson vandt parlamentsvalget i Storbritannien og har nu absolut flertal i det britiske Underhus. Der bør således være fri bane til, at skilsmisseaftalen med EU kan blive stemt igennem. Endvidere tyder det på, at der er kommet en delaftale på plads mellem USA og Kina, hvilket kan begrænse handelsuroen en smule.

### Handelskrigen i fokus

Handelskrigen var det helt store fokusområde i 2019, hvor tweets fra den amerikanske præsident flere gange i løbet af året sendte aktiemarkederne i dødknuden. I maj eskalerede handelskonflikten mellem USA og Kina, efter Trump valgte at øge toldsatserne på kinesiske varer til en værdi af 200 mia. USD fra 10% til 25%, mens Kina svarede igen ved at øge tolden på amerikanske varer til en værdi af 60 mia. USD. Konflikten spidsede yderligere til, da Trump i august, højst uventet, valgte at annoncere 15% straffold på kinesiske varer til en værdi af 120 mia. USD, mens 15% på kinesiske varer for 160 mia. USD blev planlagt til at træde i kraft d. 15. december. Samtidig bredte handelskonflikten sig til flere områder bl.a. indenfor IT, hvor særligt Huawei kom i fokus.

På handelsfronten fik vi dog positivt nyt i december i form af en delaftale mellem USA og Kina. Aftalen betyder, ifølge USA, at Kina forpligter sig til at købe stort ind af bl.a. landbrugsvarer fra USA, øge beskyttelsen af IP-retteligheder, forbyde tvungen overførsel af teknologi, åbne sine markeder yderligere for bl.a. finansielle tjenesteydelser og undlade at devaluere deres valuta. Til gengæld har USA aflyst de tariffer, der ellers skulle være trådt i kraft d. 15. december, mens dele af de eksisterende tariffer tilbagerulles. Helt konkret er der tale om, at USA halverer toldsatserne, der blev indført i september, på kinesiske varer til en værdi af 120 mia. USD fra 15% til 7,5%. De 25% på 250 mia. USD fastholdes i første omgang. Der er fortsat uklarhed omkring detaljerne i aftalen, og særligt Kina har været sparsomme med detaljer i deres udmeldinger. Trump har dog annonceret, at aftalen vil blive underskrevet i Det Hvide Hus d. 15. januar, og alt tyder på fornyet pragmatisme og samarbejdsvillighed fra begge parter. Alt andet lige er det ganske positivt, at vi nu bevæger os i retning af en de-eskalering af konflikten i modsætning til den eskalering, vi har været vidne til fra foråret 2018 og frem til primo oktober. I 2020 forventer vi en vis opblødning omkring varehandel, mens der fortsat vil være konflikter på en lang række områder indenfor bl.a. sikkerhedspolitik, teknologi og økonomi.

### Centralbankerne lempet pengepolitikken

Pengepolitik var et dominerende tema gennem store dele af 2019. Den amerikanske centralbank satte tre gange den ledende rente ned med 25 basispoint, således at den nu ligger i intervallet 1,5-1,75%. Rentesænkningerne er en direkte konsekvens af usikkerheden omkring den fremtidige globale vækst – bl.a. foranlediget af usikkerheden omkring handelskonflikten. Centralbankens egne renteforventninger viser, at de venter at holde renten i ro

gennem hele 2020, mens Fed-chef Jerome Powell har understreget, at der skal ske betydelige ændringer i de økonomiske udsigter, før man ændrer renten igen. I mellemtiden var ECB også på banen med en større lempelsespakke i september, hvor centralbanken valgte at sænke indskudsrenten med 10 basispoint til -0,5% og igangsætte et nyt obligationsopkøbsprogram på 20 mia. euro om måneden, uden slutdato, startende per 1. november 2019. Samtidig ændrede man forward guidance, så renten nu først bliver sat op, når inflationen nærmer sig målsætningen - hvilket kan have lange udsigter, idet inflationsforventningerne er faldet betydeligt. ECB valgte yderligere at introducere et tiering system til glæde for bankerne, der nu kan sætte 6 gange minimumsreservekravet ind til 0% i rente i stedet for indlånsrenten på -0,5%.

Aktiemarkederne fik således betydelig medvind fra den pengepolitiske front i løbet af 2019. Medvinden vil aftage i 2020, men der er intet som tyder på, at denne medvind bliver til modvind lige foreløbig.

### **Den økonomiske udvikling i 2019: Tegn på bedring mod slutningen af året**

Det makroøkonomiske billede blev betydeligt svækket i løbet af 2019, hvor nøgletallene i både Europa, USA og Kina fortsatte den nedadgående trend fra 2018. Mod slutningen af året har der dog været begyndende tegn på en stabilisering, hvor en række økonomiske indikatorer er vendt rundt efter længere tids fald. IMF's seneste prognose fra oktober indeholder en forventning om en realvækst på 3,0% i 2019, mens man samtidig forventer, at væksten vil accelerere til 3,4% i 2020. Et betydeligt rentefald globalt er med til at understøtte væksten, mens (forventet) opblødning på en række geopolitiske risikofaktorer ligeledes bidrager positivt.

### **Finansmarkederne i 2019: Betydelige afkast på de fleste aktiver**

2019 gav betydelige afkast på de globale aktiemarkeder og ligeledes på mange obligationsprodukter, drevet af et markant rentefald i løbet af året. Efter at have toppet omkring 3,25% i november 2018 faldt den 10-årige amerikanske statsrente støt frem til efteråret 2019, for efterfølgende at kravle lidt opad igen. Renten endte ved årets udgang på 1,91%, hvilket er ca. 40 basispoint højere end bunden i september, men stadig 77 bp lavere end ved årets start. 3 rentesænkninger fra Fed á 25bp gjorde sit til at sænke markedsrenterne gennem året, mens svagheden i den europæiske økonomi medførte en ny lempelsespakke fra ECB.

De faldende renter bidrog betydeligt til afkastet på en række obligationsprodukter, mens kreditspændene samtidig kørte ind over en bred kam, hvilket gav substantielle afkast på de mere risikofyldte obligationstyper. EM-obligationer i hard-currency (hedget til DKK) gav i 2019 et afkast på over 10%, mens EM obligationer i Lokalvaluta gav knap 16%.

Verdensindekset, MSCI AC World, gav det højeste afkast siden 2009 på trods af stigende politisk usikkerhed og en forværring af de økonomiske nøgletal. Stigningerne var i høj grad drevet af de lempelige toner fra centralbanker verden over kombineret med et lavt udgangspunkt efter den kraftige korrektion i slutningen af 2018. Globale aktier gav således et imponerende afkast på ca. 29% (i DKK inkl. udbytte). Amerikanske aktier endte som årets topscorer med et afkast på ca. 34%, mens Emerging Markets aktier måtte "nøjes" med et afkast på knap 21%. Det brede danske Kaxcap indeks gav i løbet af året ca. 27% i afkast. De kraftige stigninger i 2019 medførte en markant multipel ekspansion, og særligt amerikanske aktier fremstår relativt dyre. S&P 500 handler på en 12M Forward P/E på ca. 18, hvilket er betydeligt over det langsigtede gennemsnit.

Udviklingen på de globale markeder i 2019					
<b>Renter</b>					
	USA	Tyskland	UK	Japan	
3-månedes Tbill	-81 bp	7 bp	6 bp	4 bp	
2-årige renter	-92 bp	1 bp	-21 bp	1 bp	
10-årige renter	-77 bp	-43 bp	-46 bp	-1 bp	
	EUR IG spænd		US HY spænd	EM stat spænd*	
Kreditspænd	-59 bp		-190 bp	-10 bp	
<b>Aktier (i lokalvaluta ex. udbytte)</b>					
	S&P 500	Stoxx 600	KAXCAP	Topix	
Udviklede markeder	28,9%	23,2%	23,9%	15,2%	
	Indien	Brasilien	Rusland	Kina	
BRIC lande	14,4%	31,6%	28,6%	20,4%	
<b>Råvarer</b>					
Industrimetaller	WTI	Ædelmetaller	Landbrugsvarer		
0,7%	34,5%	26,3%	9,2%		
<b>Valuta vs. EUR (pos=Eur styrkelse)</b>					
EUR/USD	EUR/JPY	EUR/GBP	EUR/SEK	EUR/NOK	EUR/CHF
-2,2%	-3,2%	-5,9%	3,4%	-0,6%	-3,5%

\*Bloomberg Barclays indeks

### Forventninger til 2020

Vi har i vores **Outlook 2020 "Cliffhanger"** formuleret tre forskellige scenarier for de finansielle markeder i 2020. Det skyldes, at vi lever i en omskiftelig verden, hvor en række begivenheder har signifikant indflydelse på årets gang – det gælder ikke mindst handelsforhandlingerne mellem USA og Kina og USA og EU, Brexit samt det amerikanske præsidentvalg.

I vores **Base Case** har vi et target på de globale aktiemarkeder, der ligger ca. 7% højere end aktuelt. Vores **Bull Case** leverer et afkast på 10-20%, mens vores **Bear Case** indebærer negative afkast på -10% til -20%. Vi ser dog størst sandsynlighed for, at 2020 bringer lettere positive afkast efter et fænomenalt afkast i 2019.

### Base Case: Aktier understøttes af fortsat lave renter og stabilisering af væksten

Vores mest sandsynlige scenarie tegner sig overordnet set således:

Makro:

- Global vækst stabiliseres omkring 3% støttet af ekspansive politikker og ro på handelsfronten
- På handelsfronten forventer vi en delaftale mellem USA og Kina i starten af 2020. Aftalen er dog "too little too late" til for alvor at booste væksten. Forvent opblødning på varehandel men konflikt på en lang række andre områder (sikkerhedspolitik, teknologi, økonomi m.fl.)
- Ingen hård Brexit forude. UK forlader EU før 1. februar efter Boris Johnson har sikret det Konservative Parti absolut flertal i det britiske Underhus. Vi forventer, at der kommer en konstruktiv langsigtet aftale på plads mellem UK og EU men først efter 31.12.2020
- Olieprisen balancerer på et punkt, hvor det er svært at se både kraftige stigninger og fald. Sandsynligheden for krig mod Iran er lav, mens der er en balancegang mellem OPEC+ og US 'shale'-producenter. Vi forventer stabile oliepriser mellem 60-70 USD.
- På den pengepolitiske front forventer vi endnu et "insurance cut" fra Fed, da handelsaftalen ikke vil skabe stor økonomisk medvind, og inflationen fortsat er på/under target. ECB og BoJ har stort set brugt krudtet, og vi forventer ingen rentesænkningerne herfra. PBoC vil fortsat lempe kreditpolitikken selektivt
- Ekspansiv finanspolitik i Europa og Kina understøtter væksten, mens finanspolitikken i USA er låst pga. valget
- Vi forventer, at Trump får fire år mere i det Hvide Hus. Dels pga. en fortsat solid amerikansk økonomi og dels pga. en manglende oplagt kandidat fra Demokraterne. Endnu en valgperiode til Trump vil sandsynligvis betyde yderligere internationale konflikter i 2021-25.

Aktier:

- Trenden er stadig op. Vores target på MSCI AC World er ca. 7% højere end aktuelt
- Forventningerne til indtjeningsvækst på 10% globalt er optimistisk; 5% er mere realistisk og tilstrækkeligt til at drive aktiemarkedene i positiv retning.
- P/E niveauer er steget betydeligt til historisk høje niveauer – særligt i USA. Aktier er dog fornuftigt prifsatsat i forhold til statsobligationer
- Global økonomisk vækst vil sikre positiv top-linje-vækst til MSCI AC World selskaber
- Profitmarginen er imidlertid under pres fra stigende inputomkostninger
- Forvent comeback til aktier uden for USA i 2020 bl.a. drevet af en vækststabilisering/acceleration, der tilgodeser mere cykliske markeder samt en relativ høj prifsatsættelse på amerikanske aktier relativt til verdensmarkedet

#### Obligationer & valuta:

- Amerikansk 10-årig rente slutter 2020 lavere mellem 1,25% / 1,75% på Fed-lempler og udsigt til svag vækst
- Tysk/dansk 10-årig rente slutter 2020 i intervallet -0,5% / 0% på negative ECB-renter og strukturelt svage vækstudsigter
- Relativt stabile IG-, HY og EM-rentespænd gennem året – jagten på merrenter fortsætter (ukritisk)
- Pres på USD i 2020, da denne er kontracyklisk. Svært at se en kraftig stigning i EUR

#### **Bull Case: Aktier stiger 20%**

De globale aktiemarkeder er i 2019 steget knap 30% i DKK, og det kan således være vanskeligt at tro på, at dette kan gentage sig i 2020. En række afgørende faktorer kan dog bringe fornyet optimisme og risikovillighed til markedet.

- Fase-1 handelsaftalen efterfølges af flere aftaler, der nedbringer toldmure betragteligt og aktiverer global optimisme
- Demonteret handelskrig, blød Brexit, vedvarende penge- og finanspolitisk stimulans styrker investeringer og forbrug
- Den globale vækst accelererer, men løn-inflation/inflation stiger kun moderat
- Centralbankerne vil hellere skyde over end under inflationsmålsætningerne – og undlader derfor at hæve renterne
- Obligationsrenterne i USA, Tyskland og Danmark stiger moderat og ikke nok til at bremse vækst og indtjening
- Indtjeningsvækst på over 10% globalt, støttet af fortsat høje profitmarginen
- Indtjeningsvækst og stigende P/E multipler sender aktier op 20% globalt. Betydelig fald i kredit- og EM-rentespænd

#### **Bear Case: Aktier falder 20%**

- Handelskrigen mellem USA og Kina eskaleres igen og breder sig til USA-EU med fx 25% told på bileksport
- Stabiliseringen i den globale vækst smuldrer; verdensøkonomien bevæger sig tættere på en recession
- Demokraten Elizabeth Warren vinder det amerikanske præsidentvalg på vælgerfrustration over svigtende økonomi
- Der lægges op til stigende selskabs- og marginalskatter i USA samt stærkere lovgivning mod tech-monopoler
- Centralbankerne sænker renterne for at vende et voksende økonomisk pres - men lavrentepolitikken forhindrer ikke en betydelig indtjeningsrecession i selskaberne
- Finanspolitikken lempes i Europa og Kina, hvilket bidrager til at afværge en dyb recession/finanskrise 2.0
- Aktier falder 20%, statsrenter i USA, Tyskland, Danmark falder betydeligt, kredit- og EM-rentespænd udvides markant

Vi henviser også til **BankInvest Strategi Outlook 2020: "Cliffhanger"**.

### Disclaimer

Materialet er produceret af BankInvest-koncernen (BankInvest) og skal anses som markedsføringsmateriale. Formålet med materialet er at give generel information og skal ikke betragtes som en investeringsanbefaling. Eventuel omtale af selskaber og værdipapirer skal alene ses i forhold til eventuelle afdelingers portefølje- og risikoprofiler. BankInvest påtager sig intet ansvar for nøjagtigheden af de angivne informationer, hvad enten de er leveret af BankInvest selv eller hentet fra offentligt tilgængelige kilder, som BankInvest vurderer pålidelige. BankInvest er ikke ansvarlig for dispositioner eller undladelser foretaget på baggrund af informationerne. BankInvest anbefaler sagkyndig og professionel vejledning ved investeringsbeslutninger. Yderligere oplysninger om BankInvest findes på [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk)