

Kvartalsrapport

3. kvartal, 2021



Investerings 
Rådgivning



Indhold

Patienten skal nu trappes ud af medicinen	1
IR Basis A/S – aktiebaseret investering	2
IR Vækstlande A/S – aktiebaseret investering	3
IR Favoritter A/S og IR Danske Aktier - aktiebaseret investering.....	4
IR Højrente A/S – obligationsbaseret investering.....	6
IR Erhverv A/S – obligationsbaseret investering.....	7
Value kontra vækst aktier i Europa og USA.....	8
Kontakt info.....	13



Patienten skal nu trappes ud af medicinen

Selvom vi herhjemme efterhånden har vænnet os til en tilværelse uden masker og restriktioner, trækker Corona krisen dog stadig sine spor, især i erhvervslevet. The Great Lockdown var en konsekvens af pandemien, men også en konsekvens af politikeres meget forskelligartede ageren. Fælles var dog synet på nationaløkonomi, der i langt de fleste lande for en stund blev tilsidesat, for i stedet at have fokus rettet mod bekæmpelsen af Corona smitten. Om dette var den rigtige strategi eller ej, vi kan blot konstatere, at vi nu har endnu en kamp at kæmpe; nemlig at få økonomien tilbage på ret køl igen.

Til trods for markante gældsforøgelser overalt i verden, mener mange politikere, at vi kom stærkt igennem krisen, og økonomiske står solidt den dag i dag. Dette kan man sagtens finde mange støttende argumenter for – f.eks. den høje forventede vækst, som vi står overfor i de kommende år. Men der er også ridser i lakken for med et så voldsomt STOP for aktiviteten i økonomien, fik vi ganske store ubalancer i udbuddet og efterspørgslen, hvilket på den korte bane er svært at rette op på.

Virksomhederne har selvfølgelig været dygtige til at tilpasse sig den nye virkelighed med logistiske udfordringer, knappe ressourcer og stigende priser. Men det er centralbankerne, der har spillet den afgørende rolle i, hvordan aktiemarkedets repræsentation af økonomien siden bunden af nedturen i marts 2020 har udfoldet sig. Velstanden er steget markant! Alle, der har haft aktiver af den ene eller anden art er blevet mere velhavende, end hvis ikke centralbankerne havde introduceret deres såkaldte pandemiprogrammer.

Dette gjorde de for at styre os igennem krisen, hvilket mange mener er lykkedes godt. Endda måske for godt. For man kan diskutere, om det efterhånden har stået på for længe, og centralbankerne dermed har overmedicineret patienten.

Den amerikanske centralbank har for nyligt efter en tid med høj inflation meldt ud, at de vil påbegynde aftrapningen af opkøbsprogrammet af obligationer

for 120 mia. USD om måneden ved udgangen af året.

Som nævnt i sidste kvartalsrapport, vil inflations- og rentespørgsmålet fortsat være et vigtigt tema i 2. halvår af 2021, og det er bestemt ikke blevet mindre vigtigt med den amerikanske centralbanks udmelding. For hvad sker der, når de ruller deres opkøbsprogram tilbage? Der forsvinder en kæmpe køber og en masse likviditet ud af markedet. Dette er ikke et problem i sig selv, hvis det foregår på en langsom og nænsom måde, og hvis centralbanken kan overbevise markedsdeltagerne om dette. Men centralbankens timing af tilbagerulningen sker nu, imens problemerne i de globale forsyningskæder fortsat huserer, og de stigende energipriser også begynder at få fokus. Det har gjort investorerne lidt nervøse, hvilket vi har kunnet aflæse på børserne de sidste par uger. Denne nervøsitet vil med al sandsynlighed fortsætte lidt endnu.

Når det er sagt, ved vi også, at sandsynligheden for, at den amerikanske centralbank kommer med bløde toner, og forsøger at tale investorerne til ro, stiger for hvert enkelt procentpoint som aktiemarkedet taber. Der eksisterer fortsat en slags "buy-the-dip-mentalitet" (køb på alle tilbagefald), som har været den rigtige strategi i stort set al den tid, hvor pengepolitikken har kørt i overdrive. Læg dertil, at ubalancerne i udbud og efterspørgslen på varer vil løse sig med tiden, hvilket investorerne vil være villige til at se igennem på den korte bane. Blot den korte bane ikke blive til den lange bane.

Sker det, at prisstigningerne og de globale flaskehalse fortsætter - også efter den amerikanske centralbank er begyndt at trappe aktiemarkerne ud af medicinen, så ender vi med vedblivende højere renteniveauer. Vi er der ikke endnu, men det er noget, som vi holder øje med, og vi til dels har forsikret os mod bl.a. med en overvægt i finanssektoren. Trods nervøsiteten i øjeblikket er vores hovedscenarie stadig, at vi ved udgangen af året ligger med højere kurser end før de nuværende tilbagefald.



IR Basis A/S – aktiebaseret investering

Periode	Afkast
2009 Q4	10,39%
2010	10,84%
2011	3,79%
2012	1,33%
2013	16,02%
2014	4,51%
2015	27,19%
2016	1,01%
2017	8,08%
2018	-14,07%
2019	-1,40%
2020	-4,88%
2021	9,48%



IR Basis A/S har i årets 3. kvartal oplevet et kursfald på et par procent, som primært indtraf i den sidste del af kvartalet, hvor en mere vedvarende inflation end ventet medførte stigende renter i specielt USA. Således har IR Basis A/S siden årsskiftet leveret et afkast på 9,5%.

I slutningen af det forgangne kvartal, blev der afholdt valg i Tyskland, som imod de oprindelige forventninger endte med et skuffende valg til afgående Angela Merkels konservative CDU, mens specielt det socialdemokratiske parti SPD, det liberale parti FDP og miljøpartiet Die Grünen gik stærkt frem. Der arbejdes i disse dage for at få dannet en regering, som i vores optik – stort set uanset hvordan regeringen bliver sammensat – vil medføre massive investeringer i digitalisering samt klima og miljø. Begge sektorer falder indenfor 2 af vores 4 megatrende, som IR Basis A/S er pænt repræsenteret indenfor.

Trods udfordringer med levering af delkomponenter og stigende priser tror vi fortsat på en pæn vækst i årene, der kommer, da vi forventer, at penge- og finanspolitikken vil forblive lempelig i de kommende år, da både centralbankerne og politikerne er fokuseret på, at verdensøkonomien kommer stærkt igennem corona krisen, og er i en periode indstillet på en højere inflation end normalt.

I takt med at denne udvikling forventeligt vil medføre en gradvis normalisering af rentekurven med specielt højere lange renter til følge, er det vores forventning, at investorerne i stigende grad vil fokusere på gamle dyder som nøgletal på aktier. Dette eftersom stigende renter vil medføre et øget afkastkrav til aktier, som rammer de dyreste dele af aktiemarkedet hårdest, da disse tilbyder de lavest forventede/direkte afkast. I dette lys står europæiske herunder specielt tyske aktier stærkt, da de i skrivende stund handles til 13,7 gange den forventede indtjening i 2022, hvilket afspejler et forventet årligt afkast på 7,3%. Endvidere er de tyske virksomheder generelt meget konjunkturfølsomme, som således i vid udstrækning bliver begunstiget af en høj økonomisk vækst med stigende omsætning og indtjening til følge, som vil være med til at kompensere for det stigende afkastkrav til aktier.

Hvis vi får ret i vores antagelse om, at pengepolitikken gradvist vil normaliseres i de kommende år med primært stigende lange renter til følge, vil billigere aktier (ofte omtalt som value aktier), som afspejler et højere forventet afkast, forventeligt få en renæssance i de kommende år. De væsentligt dyrere såkaldte vækstaktier, som har ageret trækheste siden finanskrisen, vil imidlertid gå en sværere tid i møde, da disse afspejler et væsentligt lavere forventet afkast. Det er primært den stærke performance blandt vækstaktier, som udgør en meget stor del af det amerikanske aktiemarked, der har medført, at europæiske aktier har haltet efter de amerikanske aktier. Den historiske udvikling på value kontra vækst aktier m.m. omtales på side 8, som viser store merafkast på vækst aktier siden udgangen af 2019, som hovedsageligt har været drevet af det kraftige fald i renterne.



IR Vækstlande A/S – aktiebaseret investering

Periode	Afkast
2011	-4,47%
2012	-7,38%
2013	2,25%
2014	10,43%
2015	-7,25%
2016	9,92%
2017	19,39%
2018	-11,88%
2019	11,61%
2020	13,05%
2021	-8,25%



Aktier i emerging markets herunder specielt i Kina, oplevede i årets 3. kvartal et større tilbagefald, som primært har været drevet af reguleringer fra den kinesiske regering, midlertidig mangel på elektricitet og usikkerhed omkring det kinesiske ejendomsselskab China Evergrande. Således har IR Vækstlande A/S siden nytår oplevet et kursfald på 8,3%, hvilket er skuffende, om end er knap 6% bedre end benchmarket for IR Vækstlande A/S og knap 4% bedre end det brede kinesiske aktiemarked, som udgør langt hovedparten af eksponeringen i IR Vækstlande A/S. Forskellen i afkastet skyldes til dels, at aktieeksponeringen midlertidigt blev reduceret i løbet af februar måned, hvorefter aktierne oplevede et tilbagefald. Den primære årsag til forskellen skyldes dog overvægten indenfor vores definerede megatrende herunder klima, miljø og medicinal foruden en overvægt indenfor sjældne metaller, som Kina sidder på en meget stor del af, som alle har klaret sig betydeligt bedre end det brede marked i løbet af året.

Efter den kinesiske regering har gennemført reguleringer, som på kort sigt skaber usikkerhed omkring selskabers indtjening indenfor de berørte sektorer, føler vi os overbeviste om, at investorerne atter vil søge ind i kinesiske aktier, som for nærværende handles til blot 12,2 gange den forventede indtjening i 2022, hvor der både i 2022 og 2023 ventes en indtjeningsvækst på hele 16%. Usikkerheden omkring China Evergrande vil efter vores bedste overbevisning blive afløst af et lettelsens suk over, at der ikke bliver tale om et såkaldt "Lehman-event". Der formentlig enten bliver gennemført en rekonstruktion eller en ordnet konkurs, hvor selskabets sunde del bliver solgt fra og resten afviklet med hjælp fra den kinesiske regering og centralbank. I vores optik vil den kinesiske regering ikke risikere, at en konkurs i China Evergrande forhindrer regeringen i at indfri deres målsætninger i 2025 om at få løftet befolkningen ud af fattigdom samt at blive verdensledende indenfor sektorer som IT og teknologi, medicinal, klima og miljø.

Ovennævnte sektorer falder alle indenfor vores definerede megatrende. IR Vækstlande A/S er overvægtet her i, og hovedparten klaret sig bedre end det brede marked, hvilket vi forventer vil fortsætte.

Med udsigt til stigende lange renter i specielt den vestlige verden drevet af et mere vedvarende end ventet inflationspres, vil investorerne i vores optik i stigende grad begynde at fokusere på prissætningen på aktiemarkedene, hvor specielt Kina fremstår som et meget attraktivt aktiemarked. Ikke mindst grundet den førnævnte meget høje forventede indtjeningsvækst i årene, der kommer. Aktuelt handler den amerikanske 10-årige rente omkring 1,5%, og den tyske omkring -0,2%, hvor den kinesiske 10-årige statsrente til sammenligning ligger omkring 2,9%. Kina har med andre ord plads til at lempe pengepolitikken yderligere samt skrue op for opkøb af obligationer mv., hvis det vurderes nødvendigt.



IR Favoritter A/S og IR Danske Aktier - aktiebaseret investering

Periode	Afkast
IR Favoritter A/S	
2014 Q4	0,43%
2015	52,38%
2016	-3,33%
2017	3,92%
2018	-21,36%
2019	0,29%
2020	17,63%
2021	10,29%
IR Danske Aktier	
2017 Q4	-7,26%
2018	-16,91%
2019	31,43%
2020	23,30%
2021	12,30%

IR Danske Aktier

10 største positioner

- NNIT
- Vestas
- Danske Bank
- Novo Nordisk
- Pandora
- Carlsberg
- Genmab
- William Demant
- Matas
- Mærsk

(September 2021)

3. kvartal 2021 startede godt. Halvårsregnskaberne var generelt til den pæne side, og i takt med regnskaberne steg aktierne igennem juli og august måned. Renterne holdt sig i ro, og væksten i Europa og Danmark tegnede sig fint.

I september måned vendte stemningen, idet en stor kinesisk ejendomsudvikler, Evergrande pludselig stod på kanten til konkurs. Selskabet har en gæld på 2.000 mia. kr. og har pga. stagnerende ejendomspriser i Hong Kong problemer med solvensen og likviditeten.

Dette kombineret med, at verdens logistikproblemer blev eskaleret specielt over Stillehavet, således at transportkæderne er meget langsomme, giver varemangel i store dele af verden, hvilket selvsagt er udfordrende for økonomien.

Grundet ovenstående faldt markederne godt 5% på kort tid, hvilket selvsagt også påvirkede vores positioner. Ved udgangen af 3. kvartal har IR Favoritter A/S således et afkast på 10,3%, og IR Invest danske aktier har et afkast på 12,3%.

3. kvartal har således givet et mindre negativt afkast.

De 5 største positioner ved kvartalsskiftet

NNIT og Novo Nordisk er drevet af en strukturel vækst. **Novo Nordisk** opjusterede forventningerne i forbindelse med halvårsregnskabet, og den store driver fremadrettet bliver på fedmemedicin, hvilket er et marked, der vækster i stort set hele verden. **NNIT** nedjusterede forventningerne, men det var pga. en 5-årig forlængelse af vedligeholdelseskontrakten med Novo Nordisk. Deres afdeling *life science* er årsagen til, at vi har købt os ind i selskabet, vækstede på ny med 35% i halvåret.

Carlsberg og Pandora opjusterede ligeledes forventningerne til 2021. **Carlsberg** har fundet en virkelig god platform på de vestlige markeder med deres specialøl, hvor marginerne er høje. I Asien tager Carlsberg markedsandele fra konkurrenterne, og ligner mere og mere en vinder post Corona. **Pandora**, som er ny i vores portefølje, er ligeledes kommet godt i gang efter Corona. Deres sats på kunstigt fremstillede diamanter (=bæredygtighed) ser ud til at være god timing i forhold til tidsånden.

Danske Bank opjusterede også forventningerne til 2021 til nu et overskud for året på ca. 12 mia. kr., hvilket svarer til en egenkapitalforrentning på 7%. Når man dertil lægger, at man kan købe en aktie i Danske Bank til omkring halvdelen af egenkapitalens værdi, så giver regnestykket god mening. Danske Bank fastholder en forventning om en egenkapitalforrentning på 9% om 1-2 år. Vi forventer, at Danske Bank i de kommende år vil forkæle aktionærerne med store udbytter, og at aktien derfor vil være en stabiliserende faktor i porteføljen.

Fortsættes næste side



IR Favoritter A/S og IR Danske Aktier – fortsat...



Af mindre selskaber som vi har set os lune på kan nævnes **Trifork**. De har en omsætningsfremgang på 55%, heraf 25% organisk. De opjusterer forventningerne til hele året, og det er svært at se, at de ikke skulle komme til at opjustere på ny. Også i 2022 kommer der vækst – konsensus er 40% fremgang på bundlinjen i 2022. Trifork er i gang med en international ekspansion, og specielt det tyske marked ser interessant ud. Tysklands offentlige myndigheder skal i de kommende mange år opgradere på digitalisering, og det er et område, der kan være meget interessant for Trifork at investere i.

Resten af året

Som det næsten kan ses af ovenstående, er vi meget komfortable med den porteføljesammensætning, som vi har p.t. Porteføljen er meget robust, også såfremt den nuværende uro bider sig fast i markedet. Selvfølgelig vil værdien falde, hvis aktiemarkedet falder, men vi forventer en større stabilitet og en hurtigere tilbagevending til normalen, idet selskaberne hver især står meget stærkt.

For resten af året forventer vi let stigende aktiekurser, når den nuværende uro har lagt sig. Kursfald skal derfor ses som en mulighed for at købe gode aktier til billige priser. Vores øjne er fortsat på inflationen, men vi tror fortsat, at det er et midlertidigt problem frembragt af ovenstående logistikproblemer kombineret med stigende råvarepriser.



IR Højrente A/S – obligationsbaseret investering

Periode	Afkast
2011	4,25%
2012	5,40%
2013	-12,06%
2014	18,64%
2015	14,49%
2016	9,04%
2017	-4,74%
2018	-4,93%
2019	11,16%
2020	-2,44%
2021	-3,23%



Efter rentestigninger i årets første kvartal, faldt renterne tilbage i årets andet kvartal, for i løbet af 3. kvartal at kravle opad igen. Udviklingen har medført et mindre tilbagefald på IR Højrente A/S i det forgangne kvartal, som således siden nytår har oplevet et kursfald på 3,2%.

Hvis man som investor ønsker en eksponering i obligationer med en fornuftig kuponrente som supplement til eksponering i aktiemarkedene, ser vi fortsat højtforrentede statsobligationer som værende blandt de mest attraktive dele af obligationsmarkedet, da de tilbyder væsentligt højere renter end de traditionelle stats- og realkreditobligationer og tilmed en betydeligt kortere løbetid.

Såfremt renterne i den vestlige verden fortsætter en gradvis normalisering over de kommende år, vil specielt de velkendte 30-årige danske realkreditobligationer opleve store kursfald, som langt fra opvejes af den kuponrente, de betaler.

Højtforrentede statsobligationer tilbyder aktuelt en effektiv rente på knap 4,5% med en gennemsnitlig løbetid på godt 13 år. I IR Højrente har vi imidlertid gradvist siden efteråret 2020 reduceret løbetiden på obligationerne i forventning til, at renterne gradvist vil blive normaliseret i takt med, at centralbankerne normaliserer deres pengepolitik. Aktuelt ligger IR Højrente således med en gennemsnitlig løbetid på godt 10 år og en effektiv rente på knap 4%.

Det skal nævnes, at valutarisikoen overfor dollar i skrivende stund er fuldt afdækket, hvilket reducerer det forventede afkast med knap 1%-point qua renteforskellen mellem Europa og USA. De højtforrentede statsobligationer tilbyder dog stadig en betydelig højere forrentning sammenlignet med traditionelle stats- og realkreditobligationer med tilsvarende løbetider, som for den 10-årige tyske, og danske statsobligation ligger omkring -0,2% og for en 10-årig dansk realkreditobligation ligger omkring +0,2%.

Såfremt vi på den korte bane vurderer risikoen for et hurtigere og større end aktuelt ventet ryk opad i de amerikanske renter drevet af højere end ventede prisstigninger på råvarer og endnu mere essentielt et tiltagende lønpres, er vi klar til at reducere rentefølsomheden yderligere og evt. reducere i eksponeringen i højtforrentede obligationer. For nærværende forventer vi dog at fastholde den bestående sammensætning, som måned for måned sikrer kuponrenter, der løbende vil indhente kursfaldet på obligationerne. Som nævnt tidligere i kvartalsrapporten, tror vi på en gradvis normalisering af de lange renter, hvor centralbankerne verden rundt vil være meget varsom med at lade de lange renter stige for meget for hurtigt, da det kan risikere at kvæle det økonomiske opsving i kølvandet på corona krisen.



IR Erhverv A/S – obligationsbaseret investering

Periode	Afkast
2012	2,18%
2013	3,66%
2014	2,50%
2015	3,41%
2016	5,13%
2017	-2,13%
2018	-3,73%
2019	2,68%
2020	-3,10%
2021	1,20%

IR Erhverv A/S har i det forgangne kvartal oplevet en stabil og let stigende tendens, hvor specielt vores selektive udvælgelse af virksomhedsobligationer har bidraget positivt til afkast, som således er blevet løftet med ca. 0,5% til 1,2% siden nytår.

I det nuværende rentemiljø med udsigt til rentestigninger på specielt de lange obligationer i tiden, der kommer, er korte virksomhedsobligationer et godt sted at befinde sig, for den del der ikke ønskes eksponeret i aktier. Det forventede afkast er ganske vist ikke højt i historisk kontekst. Til gengæld er udsvingene betydeligt mindre og i takt med, at renterne gradvist bevæger sig opad, kan vi løbende omlægge til virksomhedsobligationer med højere kuponrenter, og derved igen løfte det forventede afkast.

Europæiske high yield virksomhedsobligationer handles i dag til en effektiv rente på knap 3% med en gennemsnitlig løbetid på godt 3 år. Med andre ord er følsomheden overfor rentestigninger på virksomhedsobligationer ganske beskeden.

Til sammenligning tilbyder en realkreditobligation med fast rente i 3 år en rente på -0,3%, mens de 30-årige danske realkreditobligationer aktuelt tilbyder en effektiv rente på godt 1,5%. På baggrund af de stigende lange renter har specielt de lange realkreditobligationer oplevet kursfald i år. Således har et bredt indeks for realkreditobligationer oplevet et kursfald på godt 4% siden nytår, hvilket ikke skal forventes at blive bedre i årene, der kommer i tilfælde af, at specielt de lange renter gradvist bliver normaliseret. I dette lys er det vores overbevisning, at korte virksomhedsobligationer i en rum tid endnu vil være et fornuftigt sted at placere den del af sine midler, som ikke ønskes placeret til negative renter på indlån og korte stats- eller realkreditobligationer, lange obligationer med høj rentefølsomhed, illikvide ejendomsinvesteringer eller aktier med væsentligt større kursudsving. I tråd med overvægten indenfor finans på europæiske aktier er virksomhedsobligationer udstedt af finansielle virksomheder ligeledes overvægtet pænt i IR Erhverv A/S som et hedge imod stigende renter.

Så længe den langsigtede økonomiske vækst ser fornuftig ud, vil konkursraten blandt virksomhederne være lav og understøtte interessen for denne type obligationer. Vi fokuserer således mere på kreditrisikoen blandt de udstedende selskaber end rentefølsomheden, da driften i disse naturligvis også bliver påvirket af de store stigninger, som vi har set på råvarerne siden foråret 2020. Indtil videre er det dog vores vurdering, at langt de fleste lykkes med at overvælte prisstigningerne til deres kunder. Såfremt de stigende priser fortsætter med ufortrøden styrke, skal man som investor i virksomhedsobligationer gradvist reducere eksponeringen i de sektorer og selskaber, som har sværest ved at overvælte prisstigningerne til kunderne.



Value kontra vækst aktier i Europa og USA

Tabel I viser fordelingen mellem sektorer blandt value aktier i Europa kontra USA, hvor sektoren IT (Apple, Microsoft mv.) udgør en langt højere andel i USA. Endnu mere udpræget er billedet blandt vækst aktierne, hvor IT og kommunikation (Google, Facebook mv.) udgør en markant højere andel i amerikanske aktier.

TABEL I	Europa Value	USA Value	Forskel	Europa Vækst	USA Vækst	Forskel
IT	2%	12%	-10%	15%	44%	-29%
Kommunikation	7%	5%	2%	2%	18%	-16%
Forbrugsgoder	6%	7%	-1%	17%	18%	-1%
Sundhedspleje	11%	17%	-6%	18%	9%	9%
Industri	11%	11%	0%	18%	5%	13%
Finans	28%	21%	7%	5%	2%	3%
Konsumentvarer	7%	9%	-2%	17%	1%	16%
Ejendomme	2%	5%	-3%	1%	1%	0%
Materialer	10%	4%	6%	6%	1%	5%
Energi	8%	5%	3%	0%	1%	-1%
Forsyning	8%	4%	4%	1%	0%	1%

Det er primært denne sektormæssige forskel mellem europæiske og amerikanske aktier, der har været forklaringen på, at europæiske aktier har haltet efter amerikanske aktier i en årrække, da vækst aktierne (herunder specielt FAANG-aktierne (Facebook, Apple, Amazon, Netflix og Google), har leveret meget flotte afkast. Det store spørgsmål er, hvorvidt vækst aktierne herunder sektorerne IT og kommunikation vil fortsætte den stærke performance og sikre fortsatte merafkast på amerikanske kontra europæiske aktier?

Såfremt de lange renter gradvist vil gå højere i de kommende år, vil prissætningen på aktier atter blive en afgørende faktor for aktieudvælgelsen blandt investorerne. Dette eftersom de dyreste dele af aktiemarkedet, som afspejler de lavest forventede afkast, vil blive hårdere ramt af et øget afkastkrav til aktier drevet af højere renter på obligationer, som gradvist vil begynde at blive reelle alternativer til aktier.

I det scenarie vil de konjunkturfølsomme value aktier forventeligt få en renæssance, da disse er meget billige på nøgletal, og derved afspejler et højt forventet afkast. Endvidere vil konjunkturfølsomme selskaber typisk være blandt de mest begunstigede af en højere økonomisk vækst med stigende omsætning og indtjening til følge, som til dels kan kompensere for det øgede afkastkrav.

Tabel II viser den aktuelle prissætning på value og vækst aktier i Europa og USA, hvor det tydeligt fremgår, at vækst aktierne i specielt USA handles til en meget høj prissætning og dermed tilbyder et lavt forventet afkast ud fra både en historisk betragtning og relativt til specielt europæiske value aktier.

Ved en stigning i de lange obligationsrenter, og et deraf følgende øget afkastkrav til aktier på eksempelvis 1%-point, vil det medføre, at afkastkravet på de amerikanske vækstaktier skal øges fra de nuværende 3,5% i 2022 til 4,5%. Omregnet til prissætningen på amerikanske vækst aktier, vil det modsvare, at aktierne skal handles til 22,2 gange den forventede indtjening i 2022 kontra de nuværende 28,4.



Med andre ord skal de amerikanske vækst aktier handles 22% lavere end den nuværende prissætning, hvis de skal afspejle et 1%-point højere forventet afkast.

TABEL II	Estimeret P/E		Earnings yield*	
	2021	2022	2021	2022
Europe Value	11,2	10,8	8,9%	9,3%
USA Value	16,1	15,3	6,2%	6,5%
Europe Vækst	23,9	21,8	4,2%	4,6%
USA Vækst	32,8	28,4	3,0%	3,5%

* forventet afkast

I den anden ende af skalaen handles europæiske value aktier til blot 10,8 gange den forventede indtjening i 2022, som for at afspejle et tilsvarende forøget afkastkrav på 1%-point, skal handles til 9,7 gange den forventede indtjening i 2022. De europæiske value aktier vil i dette tilfælde skulle handles mere beskedne 10% lavere end den nuværende prissætning, for at afspejle et 1%-point højere forventet afkast.

Figur 1 viser den historiske udvikling på de 10-årige statsrente i USA (blå) og Tyskland (rød), som i vores optik bundede ud under corona-krisen i foråret 2020. Sidenhen er den 10-årige tyske statsrente brudt op igennem den faldende tendens tilbage fra 2008, mens den 10-årige amerikanske rente er brudt op igennem den faldende tendens over de seneste mere end 30 år fra slutningen af 80'erne.

Figur 1



Vi forventer ikke betydeligt højere renter på den korte bane, men tror på en gradvis normalisering af specielt de lange renter i takt med at centralbankerne gradvist nedtrapper deres gigantiske månedlige opkøb af obligationer, som har været den langt overskyggende årsag til, at de lange renter ligger på disse historisk lave niveauer.



Nedtrapning af centralbankernes opkøb af obligationer vil unægtelig reducere efterspørgslen efter obligationer med faldende kurser på obligationer og stigende renter til følge.

Derudover skal man som investor være opmærksom på at centralbankernes ageren har til formål at sikre en pæn vækst og inflation, så de sidenhen kan få mulighed for at normalisere deres pengepolitik og derved har "tørt krudt" til den næste økonomisk nedtur, som ikke forventes af de fleste økonomer før engang i sidste halvdel af indeværende årti.

I dette scenarie forventer vi dog ikke, at investorerne vil sælge ud af aktier, da aktier stadig vil være den mest attraktive aktivklasse at investere i, da det forventede merafkast på specielt europæiske value aktier ligger på et historisk højt niveau relativt til de europæiske obligationer. Specielt lange obligationer vil blive hårdt ramt på kursen af stigende renter, hvor eksempelvis 30-årige danske realkreditobligationer må forventes at falde 8-10 kurspoint ved en rentestigning på 1%-point i de lange renter. Her vil de billige value aktier og specielt de konjunkturfølsomme af slagsen forventeligt få en renæssance, da disse aktier i forvejen afspejler et historisk højt forventet merafkast relativt til obligationer og vækst aktier, og endvidere vil få løftet deres omsætning og indtjening drevet af en ventet høj økonomisk vækst.

Figur 2 viser den relative udvikling mellem value aktier i Europa kontra USA målt i lokale valutaer, som i perioden 1999-2018 havde leveret tilsvarende afkast. Fra 2018 og frem til i dag har amerikanske value aktier leveret et merafkast på ca. 20% relativt til de europæiske. Det er primært den højere eksponering indenfor IT blandt de amerikanske value aktier, som er forklaringen på merafkastet på amerikanske value aktier.

Figur 2



Figur 3 viser den relative udvikling mellem vækst aktier i Europa kontra USA målt i lokale valutaer, som i perioden 1999-2016 havde leveret tilsvarende afkast. Fra 2016 og frem til i dag, har amerikanske vækst aktier leveret et merafkast på over 40% relativt til de europæiske aktier. Ligeledes som på value aktier, er det den markant højere eksponering indenfor IT og også her kommunikation, som forklarer det udprægede merafkast på amerikanske vækst aktier.



Figur 3



Figur 4 viser det relative afkast mellem value og vækst aktier i Europa, hvor value aktier - mere eller mindre konsekvent - har leveret lavere afkast end vækst aktier siden 2006, som for hovedparten kan tilskrives de kontinuerligt faldende renter med reduceret afkastkrav til følge, som hovedsageligt har tilgodeset de i forvejen dyreste dele af aktiemarkedet.

Figur 4



Stort set samme billede gør sig gældende på udviklingen mellem amerikanske value og vækst aktier, hvor merafkastet på vækst aktier har været endnu mere udtalt i perioden, hvilket skyldes den meget store interesse for specielt FAANG-aktierne, som udgør en markant større andel i vækst kontra value aktierne.



Figur 5





Kontakt info

Adm. direktør	Peter Kubicki	+45 9626 3142
Direktør	René Krogh Andersen	+45 9626 3003
Investeringsdirektør	Michael Krogh Andersen	+45 9626 3002
Kundechef	Kim Andreasen	+45 9626 3004
Portfolio Manager	Christoffer B.K. Brøndum	+45 9626 3007
Kommunikationsansvarlig	Helle Østergaard	+45 2946 7540

Fondsmæglerselskabet InvesteringsRådgivning A/S

Herning:

Østergade 25, 1. tv

7400 Herning

København:

August Bournonvilles

Passage 1, Kgs. Nytorv

1055 København K

T 9626 3000

M info@irg.dk

W www.irg.dk

CVR 32152295

FMS InvesteringsRådgivning A/S er stiftet september 2009. Selskabet beskæftiger sig udelukkende med porteføljepleje og forretninger afledt heraf. Selskabet er uafhængigt af banker, og dets eneste indtægt er honorarer fra selskabets kunder.

Følg os på de sociale medier

Du kan følge os på både Facebook og LinkedIn under navnet InvesteringsRådgivning

Målsætning

Selskabets målsætning er at være Danmarks bedste portefølje forvalter målt på afkastkvalitet og kundernes tilfredshed