

Vi er igen i aktiemarkedet

Efter IR-kvotienten blev negativ ultimo februar, er den vendt rundt og blevet positiv med udgangen af august måned, hvor de europæiske virksomheder atter begyndte at melde om en stigende aktivitet. På baggrund heraf har vi nu købt op i tyske aktier en smule lavere, end vi solgte tidligere på året.

IR Basis A/S, IR Favoritter A/S og IR Erhverv A/S er dermed igen fuldt investeret i henholdsvis aktier og virksomhedsobligationer.

I de 6 måneder, hvor bl.a. IR Basis A/S ikke var investeret i aktier, har selskabet været investeret i obligationer, som har leveret et mindre men dog positivt afkast. Til gengæld undgik IR Basis A/S udsving på over 11% på de tyske aktier. Så IR-Kvotienten har vist sit værd som risikobarometer.

IR-Kvotienten er nu positiv for 2. måned i træk, og vi er stadig meget komfortable med vores investering i de tyske aktier gennem IR Basis A/S. Tyske aktier har et betydeligt efterslæb i forhold til de amerikanske aktier, og flere store finanshuse anbefaler at reducere i de langt dyrere amerikanske aktier sammenholdt med verdens øvrige aktiemarkeder. Det store efterslæb på de tyske aktier, der primært skyldes den politiske uro, som har præget Europa igennem længere tid, er i vores optik aftagende. Vi mener på denne baggrund, at de tyske aktier vil få momentum til at indhente efterslæbet til amerikanske aktier.

Handelskrigen forsætter, hvilket har sat sit præg på de globale aktiemarkeder, og specielt det kinesiske aktiemarked har stået for skud. Vi har set fald på ca. 18% på kinesiske aktier siden toppen i januar, og ca. 11% siden juli,

hvor vi så todsatserne fra USA blev implementeret. De kinesiske aktier ser dermed billige ud, når man kigger på den lange investeringshorisont. Trump kan stadig overraske, og dermed fastholde nogen kortsigtet uro specielt på det kinesiske aktiemarked. Kina har imidlertid formået at opbygge et stort indenlandsk marked, hvilket giver potentiale for en fortsat god indtjening i virksomhederne og dermed mulighed for store kursstigninger på den lange horisont.

Stadig uro
men lysere
udsigter

Vi anbefaler, at få tilpasset sine investeringer specielt i forhold til Kina. Denne eksponering kan sikres igennem en investering i IR-Vækstlande A/S.

Da det globale investeringsmiljø stadig er præget af pengepolitiske stramninger fra USA, og vi forsat ser nogen politisk uro fra flere kanter, anbefaler vi at investere i en bred portefølje af vores investeringsselskaber.

Kvartalsrapport 2018

3. kvartal



IR-kvotienten

IR-kvotienten er et værktøj, der fortæller, hvornår vi skal investere i aktier, og hvornår vi skal beskytte formuen ved at investere i sikre obligationer eller have pengene placeret kontant.

Når vi beregner IR-kvotienten, kigger vi på offentligt tilgængelige nøgletal, der beskriver erhvervslivets tillid til den økonomiske udvikling i samfundet. Og den viden investerer vi ud fra.

Det betyder også, at den IKKE er en krystalkugle, som kan spå om fremtiden, men en guideline til at advare mod aktier, når der er overhængende risiko for store og langvarige kursfald forårsaget af en faldende aktivitet blandt de virksomheder, der investeres i.

Ydermere sikrer den, at vi bevarer roen i perioder med kursfald på aktier grundet "støj" såsom politisk uro, som sjældent påvirker virksomhedernes drift. Den igangværende handelskrig kan dog vise sig som en undtagelse afhængigt af, hvordan denne udspiller sig.

IR-kvotienten er baseret på langsigtet investering. Og ser man over de seneste 25 år har den opnået et årligt afkast på 12% i gennemsnit og har advaret mod alle store nedture på aktiemarkederne.



Aktiebaserede investeringer

IR Basis A/S

<u>Periode</u>	<u>Afkast</u>
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 Q3	-5,23%

I forlængelse af store kursudsving på de europæiske aktiemarkeder i første halvdel af 2018, udviklede årets 3. kvartal sig i samme ånd. Kursudsvingene var drevet primært af Trump's handelskrig med trusler omkring told på europæiske biler. Trods denne usikkerhed begyndte de europæiske virksomheder at melde om en stigende aktivitet hen imod slutningen af august måned efter at have meldt om en aftagende aktivitet i de foregående 6 måneder. På denne baggrund blev de tyske aktier genkøbt til IR Basis A/S en smule lavere end de blev solgt i februar måned. IR-kvotienten sørgede således for, at vi undgik store kursudsving i den mellemliggende periode, og at IR Basis A/S i stedet var investeret i obligationer. Siden nytår har IR Basis A/S oplevet et kursfald på 5,2%.

Vi har et ganske positivt syn på de tyske aktier på både den korte og lange bane. På kort sigt eftersom de tyske aktier har oplevet et kursfald på over 5% siden nytår, hvilket fortrinsvis skyldes frygt for Trump's handelskrig, som vi dog tror vil blive afløst af en handelsaftale mellem EU og USA inden for den nærmeste fremtid. På lang sigt eftersom de tyske aktier "blot" blevet knap fordoblet i kurs siden år 2000. Dette til trods for, at de underliggende tyske virksomheder i 2018 ventes at have 4-doblet indtjeningen i samme periode. Der er således et meget stort efterslæb på de tyske aktier relativt til indtjeningsvæksten i de underliggende selskaber. Dette efterslæb forventer vi, at de tyske aktier vil begynde at indhente i takt med en aftagende politisk usikkerhed i Europa i kølvandet på den europæiske gældskrise i 2011, BREXIT i 2016 mv.

Endvidere er det vores overbevisning, at de amerikanske investorer i stigende grad vil begynde at reducere i de langt dyrere amerikanske aktier til fordel for de langt billigere europæiske, da sidstnævnte dermed tilbyder et væsentlig højere forventet afkast.

IR Vækstlande A/S

<u>Periode</u>	<u>Afkast</u>
2011	-4,47%
2012	-7,38%
2013	2,25%
2014	10,43%
2015	-7,25%
2016	9,92%
2017	19,39%
2018 Q3	-4,23%

Ligesom de europæiske aktiemarkeder, har aktier i vækstlandene også oplevet et meget turbulent kvartal drevet af Trump's handelskrig over for specielt Kina. Men også store svækkelser i mange af vækstlandenes valutaer herunder eksempelvis den tyrkiske lira, som er blevet svækket med hele 35% siden nytår, har været årsag til kursfald på aktier i vækstlandene målt i danske kroner. På trods af dette har IR-kvotient for IR Vækstlande A/S tilsagt at være investeret i aktier igennem det forgangne kvartal med et kursfald på 1,7% til følge. IR Vækstlande A/S har således oplevet et kursfald på 4,2% siden nytår.

Under vores årlige investorarrangement i København i sidste måned, havde vi inviteret Kina-eksperten Christina Boutrup til at fortælle omkring den seneste udvikling i Kina. Selvom det ikke er mange måneder siden, at hun holdte et tilsvarende indlæg på vores årlige generalforsamling, var det åbenlyst, at Kina trods Trump's handelskrig fortsat oplever en eksplosiv vækst inden for teknologi og andre sektorer, som Kina har satset på at ville være førende inden for inden år 2025. Vi blev igen bestyrket i vores tro på det meget store potentiale i de kinesiske aktier, hvilket blot er blevet større efter handelskrigen har medført et kursfald på de kinesiske aktier på 7-8% i det forgangne kvartal, hvor modparten (amerikanske aktier) til sammenligning har oplevet en tilsvarende kursstigning.

Til trods for at Kina er ved at overhale USA som verdens største økonomi, udgør de kinesiske aktier fortsat beskedne 2% i det globale aktieindeks, hvor de amerikanske aktier til sammenligning udgør omkring 60%. Denne skævvridning vil efter vores overbevisning begynde at blive udlignet med stigende købsinteresse for kinesiske aktier og stigende aktier til følge. På baggrund heraf udgør kinesiske aktier fortsat hovedparten af IR Vækstlande A/S, da disse vil have langt mest at vinde, når handelskrigen mellem USA og Kina aftager.



I det forgangne kvartal har IR Højrente A/S været forskånet for de store svækkelser i mange valutaer verden rundt, som har påvirket afkastet negativt på de højtforrentede statsobligationer udstedt i lokalvaluta. IR Højrente A/S er i stedet blevet begunstiget med en kursstigning på 1,9%, hvilket har reduceret kursfaldet siden nytår til 2,4%.

I årets første 9 måneder har IR Højrente A/S ikke haft afdækket eksponeringen i dollar, da vores USD-kvotient har tilsagt en overvejende sandsynlighed for en styrkelse heri over for danske kroner. IR Højrente A/S har således sparet omkostningerne svarende til forskellen i de korte renter mellem USA og Europa ved afdækning heraf. I slutningen af september måned er risikoen på dollar imidlertid blevet afdækket, da USD-kvotienten nu melder om en stigende risiko for en svækkelse i dollar på baggrund af en indsnævring i inflationsforskellen mellem USA og Europa. Dette har historisk været den primære drivkraft bag udviklingen i dollar over for danske kroner.

De højtforrentede statsobligationer udstedt i dollar tilbyder aktuelt et årligt afkast på 5,8%, hvilket vi fortsat opfatter som værende meget attraktivt i disse tider med historisk lave eller ligefrem negative renter på hovedparten af de europæiske traditionelle obligationer. Så længe USD-kvotienten melder om en risiko for en svækkelse i dollar, og vi derved har afdækket eksponeringen herpå, skal man indstille sig på, at det forventede afkast på IR Højrente A/S bliver reduceret qua den høje renteforskel mellem USA og Europa.

I modsætning til Europa, er der inddiskonteret yderligere rentestigninger i USA i de kommende år efter 8 renteforhøjelser á 25 basispoint siden slutningen af 2015. Dette begrænser alt andet lige risikoen for kursfald på de højtforrentede statsobligationer, som i vid udstrækning dikteres af renteutviklingen på den 10-årige amerikanske statsobligation.

IR Højrente A/S

<u>Periode</u>	<u>Afkast</u>
2011	4,25%
2012	5,40%
2013	-12,06%
2014	18,64%
2015	14,49%
2016	9,04%
2017	-4,74%
2018 Q3	-2,41%

IR Erhverv A/S har i hovedparten af det forgangne kvartal kun været 50% investeret i virksomhedsobligationer eftersom IR-kvotienten, på baggrund af en faldende aktivitet blandt de europæiske virksomheder, meldte om forøget risiko for kursfald på aktier. Siden slutningen af august, hvor de europæiske virksomheder atter begyndte at melde om en stigende aktivitet, har IR Erhverv A/S imidlertid været fuldt eksponeret i virksomhedsobligationer. Selskabet har i det forgangne kvartal oplevet et mindre positivt afkast på 0,1%, hvilket har reduceret kursfaldet til 0,3% siden nytår.

Det forventede afkast på europæiske virksomhedsobligationer ligger pt. omkring 3,4% mod 5,4% på sammenlignelige amerikanske. Der er dermed et forventet merafkast på omkring 2% på amerikanske virksomhedsobligationer. Da USD-kvotienten på baggrund af en indsnævring af inflationsforskellen mellem USA og Europa nu melder om en stigende risiko for en svækkelse i dollar, har vi imidlertid omlagt hovedparten af de amerikanske virksomhedsobligationer til fordel for europæiske virksomhedsobligationer, da den historisk høje renteforskel mellem USA og Europa har medført at de europæiske virksomhedsobligationer nu tilbyder et højere forventet afkast sammenholdt med de amerikanske, når omkostninger til afdækningen af dollar medregnes. Vi bibeholder en kort løbetid på virksomhedsobligationerne, da det fortsat er vores forventning, at de lange europæiske renter vil begynde at stige, når ECB's opkøbsprogram af europæiske obligationer bliver afsluttet til nytår.

Kursudviklingen på de europæiske virksomhedsobligationer vil blive understøttet positivt af udsigten til en stigende økonomisk vækst i Europa, nu hvor de europæiske virksomheder atter melder om en stigende aktivitet efter 6 måneders faldende aktivitet. Dette vil reducere effekten af stigende renter i Europa efter et historisk lavt renteniveau i mange år.

IR Erhverv A/S

<u>Periode</u>	<u>Afkast</u>
2012	2,18%
2013	3,66%
2014	2,50%
2015	3,41%
2016	5,13%
2017	-2,13%
2018 Q3	-0,26%



IR Favoritter A/S

<u>Periode</u>	<u>Afkast</u>
2014 Q4	0,43%
2015	52,38%
2016	-3,33%
2017	3,92%
2018 Q3	-12,15%

IR Favoritter A/S har givet et afkast på -2,8% i 3. kvartal. IR Favoritter A/S lå kontant i månederne juli og august som følge af en negativ IR-kvotient, og var derfor først investeret i aktier i september. Til sammenligning gav det danske aktiemarked et afkast på -3,4% i september. Porteføljens bedre performance skyldes både, at vi har undgået nogle store tab ved fx ikke at være investeret de i de meget dyre vækstaktier som fx **Ambu**, der er faldet med over 30% i september, samt at vi er investeret i billige valueaktier som fx **TCM**, der har fået en kursopblomstring efter sommeren.

Som beskrevet i kvartalsberetningen for 2. kvartal, har vi ændret porteføljen til at ligge mere ligeligt fordelt på tværs af sektorer i aktiemarkedet. Porteføljen er stadig udvalgt med ca. 20 aktier og har kant i forhold til at ligge med en portefølje, der omfatter hele markedet.

Vi har analyseret og investeret i en del nye aktier til porteføljen, og vi har fundet de aktier i de forskellige sektorer, der giver det bedste forhold mellem afkast og risiko. Nye aktier i porteføljen er **Alm Brand, Carlsberg, Coloplast, Columbus, Novozymes, Royal Unibrew, Schouw, Tryg, William Demant og Ørsted**.

Vores syn på den nære fremtid er, at det går godt i europæisk og dermed dansk erhvervsliv, stigende aktivitet og erhvervstillid. Det er understøttet af IR-kvotienten. Markedspsykologien kan på kort sigt fortsat medføre store rotationer mellem forskellige sektorer, specielt lægger vi mærke til uro om handelskrig og politiske udmeldinger fra særligt Italien, der fortsat er i de finansielle markeders søgelys. På den baggrund er porteføljen mere defensiv end tidligere.

Vores overvægtede sektorer er Pharma, Biotech, Forsikring, Bryggerier samt billige oversete "value" aktier. Vi ser fortsat gode muligheder og værdi i både pharma og biotech. Forsikring og bryggerier er traditionelt stabile sektorer, der giver en god beskyttelse ved urolige markeder. De billige valueaktier har fået et bedre momentum på baggrund af gode regnskaber.

Vores undervægtede sektorer er Banker, Transport og dyre "vækst" aktier. Transport er følsom over for effekterne af handelskrigen. Vi er fortsat strukturelt undervægtet i banker, fordi vi ser store udfordringer for bankernes evne til at tjene nok penge uden at løbe for store risici. Den politiske uro i Italien udsætter rentestigningerne i Nordeuropa, og det er skidt nyt for bankerne. De dyre vækstaktier har mistet meget af det stærke momentum, der prægede dem i 1. halvår.

Ansvarsfraskrivelse (Disclaimer & Disclosure)

InvesteringsRådgivning A/S er under tilsyn af Finanstilsynet.

Kvartalsrapporten er baseret på informationer, som selskabet finder pålidelige, men selskabet tager ikke ansvar for materialets rigtighed eller for dispositioner foretaget på baggrund af denne. Vurderinger og anbefalinger kan således ændres uden varsel.

Selskabet har udarbejdet procedurer, der skal forebygge og undgå interessekonflikter. Disse procedurer er indarbejdet i selskabets forretningsgange.

Læs mere om selskabets politik om interessekonflikter på selskabets hjemmeside.