

Faresignaler forude

IR-kvotienten blev på baggrund af en aftagende aktivitet blandt de europæiske virksomheder negativ ultimo februar og har været det i hele 2. kvartal. IR-kvotienten har dermed igen været på forkant med udviklingen, eftersom vi på denne baggrund nedbragte risikoen betragteligt, og dermed har undgået større kursudsving i det forgangne kvartal.

Vi har oplevet et 2. kvartal, hvor der løbende er dukket en række gule flag op, hvor både valuta-, rente- og aktiemarkederne er blevet ramt af store udsving. I de såkaldte nye markeder eller vækstlandene har vi set stigende renter og dermed kursfald på landenes statsobligationer samt store svækkelser i disse landes valutaer, som er indikatorer på øgede risici i det finansielle system. Aktiemarkederne steg i begyndelsen af kvartalet for sidenhen at sætte hovedparten af kursstigningen over styr i juni måned.

Udviklingen skyldes primært 2 forhold. For det første er der opstået usikkerhed over i hvilken hastighed og ikke mindst forskellige hastigheder, verdens centralbanker vil tilbagerulle den meget lempelige pengepolitik herunder de historisk lave renteniveauer. De store rentestigninger i Italien efter parlamentsvalget viser også, at finansmarkederne endnu ikke har glemt statsgældskrisen i 2011-2012, og at øget politisk usikkerhed igen er på dagsordenen. For det andet er den ulmende og nu påbegyndte handelskrig en stor usikkerhedsfaktor. Det betyder endnu ikke alverden på den globale økonomi. Dertil er toldmurene endnu ikke høje nok. Det medfører imidlertid, at virksomhederne er blevet noget mere usikre på den nære fremtid. Et godt eksempel er det tyske Daimler. Virksomheden nedjusterede i juni sine forventninger til årets indtjening med henvisning til handelskrigen til trods for at de amerikanske toldmure først blev rejst i juli. Osram, som er en stor tysk virksomhed, der producerer pærer til bl.a. bilindustrien, har sidenhen ligeledes nedjusteret sine forventninger til 2018 på samme baggrund. Daimlers nedjustering fik aktiemarkederne til at falde, og medmindre handelskrigen bliver afblæst i den nære fremtid må man forvente, at en række virksomheder ligeledes vil nedjustere deres forventninger som følge af handelskrigen.

Frygtet
handelskrig
en realitet

Vores arbejde med at analysere udviklingen i erhvervstilliden, som IR-kvotienten er baseret på, har således levet op til sit formål, da bl.a. IR Basis A/S udelukkende har været investeret i obligationer siden slutningen af februar, og derved undgået de store udsving på aktiemarkederne, samt sikret en mere stabil udvikling i disse usikre tider.

Vi anbefaler som altid at investere i en bred kurv af vore investeringsselskaber. Den anbefalede kurv er i skrivende stund kendetegnet ved en meget lav risiko, da både IR Basis A/S og IR Favoritter A/S ikke er investeret i aktier, mens IR Erhverv A/S kun er halvt eksponeret i virksomhedsobligationer.

Kvartalsrapport 2018

2. 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 Q2	-3,73%

Årets andet kvartal har været endnu et turbulent et af slagsen med store udsving på aktiemarkederne verden over, drevet af den verserende handelskrig mellem USA og resten af verden. Fra starten af kvartalet steg de tyske aktier 12% frem mod slutningen af maj for efterfølgende at sætte hovedparten af kursstigningen over styr. De tyske aktier sluttede således kvartalet 1% lavere end vi solgte i slutningen af februar måned.

På baggrund af en aftagende aktivitet blandt de europæiske virksomheder er IR Basis A/S fortsat udelukkende investeret i obligationer, hvor det trods et meget lavt renteniveau på europæiske obligationer er lykkedes at skabe et begrænset men dog positivt afkast efter omkostninger. Siden nytår har IR Basis A/S således oplevet et kursfald på 3,7%.

Vi har fortsat et ganske positivt syn på de tyske aktier på den længere bane, men vil som altid afvente nøgletal, der viser en stigende aktivitet blandt de europæiske virksomheder, førend vi atter køber op. Hvornår dette sker, er meget vanskeligt at spå om så længe Trump's handelskrig hænger som en mørk sky over den globale økonomi. Specielt den eksporttunge tyske økonomi risikerer at blive hårdt ramt i tilfælde af, at Trump gør alvor af hans trussel om at pålægge en told på de europæiske biler.

Hvordan aktiemarkederne vil udvikle sig i den nære fremtid, kan hverken vi eller vores investeringsmodel spå om. På baggrund af historien kan vi blot konstatere, at risikoen for store kursudsving og kursfald på aktiemarkederne er langt større i perioder som disse, hvor virksomhederne melder om en aftagende aktivitet. Endvidere vil ECB ved udgangen af året stoppe med at opkøbe europæiske obligationer med stigende renter til følge og en reduktion i likviditeten på de finansielle markeder, som har været en af de primære drivkræfter bag det efterhånden mere end 9 år gamle opsving på det globale aktiemarked.

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 Q2	-2,55%

Ligesom verdens øvrige aktiemarkeder, oplevede aktier i vækstlandene store kursudsving i det forgangne kvartal forårsaget af en eskalering af Trump's handelskrig med en målsætning om bl.a. at få reduceret USA's handelsunderskud over for Kina. Virksomhederne på vækstmarkederne har trods handelskrigen meldt om en stabil udvikling i aktiviteten igennem kvartalet, og IR Vækstlande A/S har på denne baggrund bibeholdt eksponeringen i aktier. Kvartalet endte med et kursfald på 3,3% og dermed et kursfald på 2,6% siden nytår.

På baggrund af indlægget fra Kina-eksperten Christina Boutrup på vores årlige generalforsamling i april, blev vi bestyrket i vores tro på det meget store potentiale i den kinesiske økonomi. På ganske få år er Kina blevet konverteret fra at være verdens produktionshal til nu at overgå Silicon Valley som verdens førende teknologiske kraftcenter, hvor selskaber som Facebook, Twitter, Apple mv. nu lader sig inspirere af konkurrerende selskaber i Kina.

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%. Andelen i kinesiske aktier ventes dog at blive forøget betragteligt i de kommende år i takt med at de indenlandske kinesiske aktier bliver inkluderet i det globale aktieindeks. På denne baggrund samt det forhold at kinesiske aktier handles til en attraktiv pris pr. indtjeningskrone, ser vi fortsat et meget stort afkastpotentiale på kinesiske aktier, som da også udgør hovedparten af investeringerne i IR Vækstlande A/S.

Midt i handelskrigen skal man huske på, at Kina sidder med nogle stærke kort på hånden. Udover at Kina muligvis allerede har overhalet USA som verdens største økonomi og oplever en betragtelig højere vækst, har Kina fat i den lange ende, da landet ejer amerikanske statsobligationer for svimlende 1.170 mia. dollar og dermed er USA's næststørste kreditor.



I modsætning til årets første kvartal blev dollar styrket i det forgangne. Dette afbødede kursfaldet på de højtforrentede statsobligationer, som bl.a. har været negativt påvirket af store svækkelser på valutamarkederne blandt de fleste vækstlande. IR Højrente A/S endte således kvartalet med et positivt afkast på 1,2%, hvorved kursfaldet siden nytår blev reduceret til 4,2%.

De højtforrentede statsobligationer udstedt i dollar tilbyder aktuelt et årligt afkast på knap 6%, 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 inflationen i USA relativt til Europa er tiltagende, og vores USD-kvotient dermed tilsiger at være eksponeret i dollar, er det vores forventning af dollar vil styrkes yderligere i den kommende tid. Så snart det modsatte gør sig gældende er vi imidlertid klar til at afdække risikoen på dollar. Dette til trods for, at en sådan afdækning vil "koste" renteforskellen mellem USA og Europa på omkring 2,5% årligt. Indtil da nyder vi godt af den højere rente på de højtforrentede statsobligationer udstedt i dollar.

Renten på den 10-årige amerikanske statsobligation, som er referencerente for obligationer verden over, har været pænt stigende i den seneste tid. Henover sommeren 2016 lå den 10-årige rente omkring 1,3% for tidligere på året at toppe omkring 3,1%. Sidenhen er renten faldet tilbage til 2,8% grundet usikkerhed omkring den igangværende handelskrig. Yderligere toldafgifter vil alt andet lige medføre et forøget prispres, som på den korte bane vil øge behovet for yderligere renteforhøjelser fra den amerikanske centralbank. På lidt længere sigt vil en eskaleret handelskrig dog forventeligt medføre en lavere global vækst og dermed lavere inflation og renter, hvilket kan være til gunst for højtforrentede statsobligationer.

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 Q2	-4,20%

IR Erhverv A/S har i det forgangne kvartal kun været 50% investeret i virksomhedsobligationer eftersom IR-kvotienten, på baggrund af en faldende aktivitet blandt de europæiske virksomheder i slutningen af februar, meldte om forøget risiko for kursfald på aktier som historisk har haft tendens til at påvirke virksomhedsobligationer negativt.

Denne beslutning, samt det forhold at IR Erhverv A/S i de seneste 3 måneder har haft en eksponering på op til 20% i amerikanske virksomhedsobligationer, og derved har nydt godt af en styrket dollar i det forgangne kvartal, har sikret et positivt afkast på 0,8%, og dermed reduceret kursfaldet siden nytår til 0,4%.

Det forventede afkast på europæiske virksomhedsobligationer ligger pt. omkring 3,5% mod 5,8% på sammenlignelige amerikanske. Der er dermed et forventet merafkast på omkring 2,3% på amerikanske virksomhedsobligationer, forudsat at man kan affinde sig med risikoen på den fremadrettede udvikling i dollar. Så længe inflationen i USA relativt til Europa er tiltagende og vores USD-kvotient er positiv, vil IR Erhverv A/S bibeholde op til 20% i dollar.

Når ECB's opkøbsprogram af europæiske obligationer bliver afsluttet til nytår med forventede rentestigninger til følge, er det vores forventning, at korte virksomhedsobligationer vil klare sig bedre end eksempelvis lange danske realkreditobligationer, som for mange investorer er et alternativ hertil. Udviklingen i handelskrigen vil imidlertid være meget afgørende for, hvornår og hvor meget de lange europæiske renter vil stige i den kommende tid.

Så snart virksomhederne atter vil melde om en tiltagende aktivitet, er vi klar til at tilbagekøbe de virksomhedsobligationer, vi frasolgte i slutningen af februar. Dette vil øge sandsynligheden for at virksomhederne vil øge deres omsætning og indtjening og derved styrke virksomhedernes kreditværdighed og kurserne på virksomhedsobligationerne.

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 Q2	-0,37%



IR Favoritter A/S

<u>Periode</u>	<u>Afkast</u>
2014 Q4	0,43%
2015	52,38%
2016	-3,33%
2017	3,92%
2018 Q2	-9,72%

IR Favoritter A/S har givet et afkast på -5,1% i 2. kvartal. Vi er ikke selv tilfredse med udviklingen og har på denne baggrund gennemført en grundig analyse af, hvad der er gået galt og ændret på investeringsstrategien på to områder.

IR Favoritter A/S har over de seneste 3 kvartaler underperformat det danske aktiemarked. Mange af de aktier, som vi har været langsigtede ejere af, har tjent gode penge på historisk og outperformat aktiemarkedet med, er blevet ramt af selskabsspecifikke forhold i de seneste kvartaler. Vi har historisk udvalgt en portefølje bestående af enkeltaktier, som relativt til markedet har været billigt prisfastsat for at undgå store nedture. Siden efteråret 2017 har aktiemarkedet ændret karakter til hårdt at straffe aktier, hvor der midlertidigt er en skuffende udvikling. Det gælder både store aktier som Novo, Genmab og Vestas samt mellemstore aktier som NKT og Nilfisk.

I samme periode har investorerne været villige til at betale en højere pris på aktier, der i forvejen var højt prisfastsatte. Både i forhold til den historiske prisfastsættelse men også i forhold til udenlandske sammenlignelige selskaber. Det gælder aktier som GN Store Nord, Chr Hansen, Coloplast, Tryg og Ambu. Vi har været undervægtet i disse dyrt prisfastsatte aktier, som er blevet endnu dyrere, hvilket har kostet på afkastet.

Samlet set har denne såkaldte sektorrotation fra billige mod dyre aktier været baggrunden for vores underperformance.

Vi har også været ramt af, at vi har valgt ikke at sælge aktierne i porteføljen ud, da IR-kvotienten blev negativ i slutningen af februar, men i stedet afdække den markedsmæssige risiko ved at sælge en kurv af hele aktiemarkedet imod en såkaldt future. Argumentet for at gøre dette har bl.a. været at spare på omkostningerne forbundet med at sælge for efterfølgende at genkøbe beholdningen af aktierne. Denne strategi har ikke virket i 2. kvartal som følge af de underliggende aktiers underperformance ift. det hele aktiemarkedet og uacceptabelt store kortsigtede udsving.

I løbet af 2. kvartal besluttede vi derfor at sælge aktierne i porteføljen, der nu ligger kontant. Når IR-kvotienten atter bliver positiv, vil vi placere midlerne i en portefølje, der er mere ligeligt fordelt mellem lavt og højt prisfastsatte aktier på tværs af mange sektorer. Sektorsammensætningen vil afhænge af vores justerede konjunkturovervågningsmodel. Som den ser ud nu, vil sammensætningen i højere grad end historisk bestå af aktier med lav driftsrisiko og høj forudsigelighed, men også høj prisfastsættelse, de såkaldte defensive aktier. Vi vil fortsat sammensætte en portefølje, der består af højst 20 aktier. Alle de enkelte aktier vil løbende blive overvåget med en stop-loss i forhold til deres andel af porteføljens samlede risiko. Når IR-kvotienten på et senere tidspunkt bliver negativ igen, vil vi som udgangspunkt sælge langt den overvejende del af aktierne og gå kontant fremfor at afdække markedsriskoen.

De to ændringer i investeringsstrategien har til formål at sikre mere stabile afkast i et dansk aktiemarked, der er udfordret i øjeblikket, men fortsat rummer gode muligheder for at skabe gode afkast.

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.