

Kvartalsrapport

1. kvartal, 2019



Investerings 
Rådgivning



Indhold

Et skelsættende år med spændende muligheder?.....	1
Stærk økonomi vs. recession.....	2
IR Basis A/S – aktiebaseret investering.....	3
IR Vækstlande A/S – aktiebaseret investering.....	4
IR Favoritter A/S – aktiebaseret investering.....	5
IR Invest – investeringsforening.....	5
IR Højrente A/S – obligationsbaseret investering.....	6
IR Erhverv A/S – obligationsbaseret investering.....	7
Bilag 1 – Stigende aktier trods faldende erhvervstillid.....	8
Bilag 2 – Begrænset effekt af negative renter i de seneste år.....	9
Kontakt info.....	10



Et skelsættende år med spændende muligheder?

De første dage i 2019 var en fortsættelse af den usikkerhed, som aktiemarkederne oplevede i december, som endte med det største fald på amerikanske aktier i en december måned siden 1931.

Da den amerikanske centralbank en uges tid inde i året lavede en kovending og i modsætning til udmeldingen i december måned - ikke længere forventede at hæve renten i 2019, vendte stemningen med flotte kursstigningerne på verdens aktiemarkeder drevet af faldende renter.

Januar blev den bedste start på året på amerikanske aktier siden 1987. Med andre ord har vi været vidne til nogle historisk store kursudsving i de seneste måneder, som ikke nødvendigvis afspejler et aktiemarked i balance.

Kursstigningerne i år har imidlertid ikke være understøttet af en stigende aktivitet blandt virksomhederne eller bedre end ventede økonomiske nøgletal. Tværtimod har virksomhederne i Europa rapporteret om en fortsat kraftig aftagende aktivitet målt på ordretilgang, opbygning af lagre mv.

På baggrund heraf har de stigende aktiemarkeder givet anledning til forundring. Paradoksalt nok er det imidlertid hverken første eller sidste gang, at vi vil komme til at opleve en modsatrettet udvikling mellem erhvervstilliden og aktiemarkederne. Faktisk opleves dette ofte i den sidste del af en økonomisk højkonjunktur, når nøgletallene begynder at vise afmatning med faldende renter til følge. Se en tilsvarende udvikling i den sidste halvdel af 2007 jf. bilag 1 (se s. 8), hvor virksomhederne i Europa ligesom nu rapporterede om et større fald i erhvervstilliden.

Det var imidlertid først i starten af 2008, at aktiemarkederne gav efter for realiteterne, og investorerne måtte erkende, at højkonjunktoren fra 2002-2007 var blevet afløst af en lavkonjunktur, der som bekendt viste sig som forløber for recessionen

under finanskrisen, som først blev konstateret i den sene del af efteråret 2008.

Om aktiemarkederne står over for et større tilbagefald, kan hverken vi eller vores investeringsmodel (IR-kvotienten) spå om. Vi kan blot konstatere, at der er store ubalancer i økonomien, som kan give udslag i tilbagefald på aktiemarkederne, medmindre disse ikke bliver balanceret i den nærmeste fremtid.

Langt de fleste økonomer mener, at den globale økonomi befinder sig i den sidste del af den længste højkonjunktur nogensinde. At den amerikanske rentekurve for en periode inverterede (10-årig rente under de korte renter) i den sidste del af det forgangne kvartal, er med til at understøtte denne opfattelse. Dette fænomen er ikke set siden medio 2007, og har i alle historiske tilfælde været ensbetydende med at den amerikanske økonomi er gået i recession typisk indenfor 12-18 måneder herefter.

I Europa har væksten i de senere år været mindre udtalt end den amerikanske. Dette har primært været forårsaget af den vedvarende usikkerhed omkring udfaldet af BREXIT, nervøsiteten omkring Italien, risiko for amerikanske told på europæiske biler mv. Til trods herfor har virksomhederne i Europa herunder de tyske imidlertid formået at løfte indtjeningen med 36% fra 2014 og frem til 2018. I samme periode steg de tyske aktier blot 8%, hvilket efterlader et større kursmæssigt efterslæb, som vi mener vil indhentes i den kommende tid forudsat at selskaberne kan opretholde indtjeningen.

På baggrund af den lave økonomiske vækst i Europa, har den europæiske centralbank ført en ekstraordinær lempelig pengepolitik over de seneste år i form af en historisk lav indlånsrente på -0,4% kombineret med store opkøbsprogrammer i obligationer (QE). Dette med henblik på at sænke de lange



renter i forhåbning til at stimulere investeringslysten blandt virksomheder og forbrugere og dermed skabe vækst og inflation. Det er imidlertid kun lykkedes i meget begrænset omfang. Jf. bilag 2 (se s. 9) og efterlader en europæisk centralbank med meget begrænsede muligheder for at stimulere økonomien, når den næste recession rammer.

Hvis usikkerheden omkring BREXIT, handelskrig mv. fortsætter i de kommende måneder, vil virksomhederne efter alt at dømme fortsat udskyde deres investeringer med risiko for, at forbrugerne vil

begynde at blive tilbageholdne. Dette vil dræne væksten yderligere og fremskynde tidspunktet for den næste recession.

Typisk topper aktiemarkedene 6-12 måneder før en recession bliver konstateret, som i alle tilfælde historisk har medført større kursfald på de globale aktiemarkeder. Dette vil medføre historisk attraktive købsmuligheder, som vi vil være klar til at udnytte, så snart IR-kvotienten vil tilsige køb af aktier. Dette vil ske når virksomhederne fra et lavt niveau atter vil begynde at genvinde troen på fremtiden drevet af stigende ordretilgang, faldende lagre mv.

Stærk økonomi vs. recession

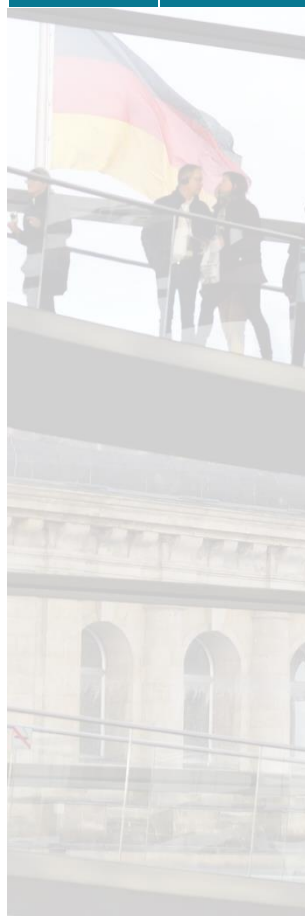
Vi har i den seneste tid talt med flere af vore kunder, som har undret sig over, at vi har investeret meget konservativt i den seneste tid trods rekordhøj indtjening i virksomhederne.

Det er imidlertid i tider som disse, hvor de selvsamme virksomheder melder om en faldende erhvervstillid herunder faldende ordretilgang, stigende lagre mv., at man ifølge historien med fordel kan udvise *rettidig omhu*. Vi som mennesker har imidlertid meget svært ved ikke at blive grebet af "grådighed" i form af frykten for at gå glip af afkast. Dette var ligeledes tilfældet tilbage i 2007, som i 2008 medførte meget store formuetab og søvnløse nætter blandt langt de fleste investorer. Kombinationen af en faldende erhvervstillid og udprægede optimistiske forventninger til, at den høje indtjening i virksomhederne kan opretholdes og tilmed løftes væsentligt i de kommende år, er i vores optik et tegn på at det igen er tid til at udvise *rettidig omhu*. Konkret ventes de amerikanske virksomheder at løfte indtjeningen med 10-11% årligt i både 2019, 2020 og 2021. Dette vel at mærke til trods for at økonomerne i kor spår økonomisk recession i ét af disse år.



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	0,09%



Trods en fortsat faldende erhvervstillid blandt de europæiske virksomheder siden november 2018, vendte stemningen på aktiemarkedene til det positive i starten af januar måned. Dette på baggrund af, at centralbankerne verden rundt herunder specielt den amerikanske centralbank (FED) lavede en kovending, da de på dette tidspunkt meddelte, at de ikke længere forventede at hæve renten yderligere. Så sent som medio december sidste år meddelte FED, at de forventede at hæve renten 2-3 gange i 2019, samt at de ville fortsætte med at afvikle centralbankens historisk store beholdning af stats- og realkreditobligationer på omkring USD 4.000 mia. Obligationer som de siden 2008 har opkøbt via deres opkøbsprogrammer (kendt som QE1, 2 og 3) i deres bestræbelser på at løfte væksten og inflationen.

Aktiemarkedene verden over herunder også de tyske kvitterede med kursstigninger til følge til trods for, at kovendingen skyldtes det åbenlyse faktum, at FED var blevet bekymret for væksten i den amerikanske og globale økonomi. De tyske aktier har derved indhentet kursfaldet i december sidste år og handlede ved udgangen af kvartalet 2% over det niveau, som vi solgte på i slutningen af november måned. IR Basis A/S har i det forgangne kvartal udelukkende været investeret i obligationer og har derved leveret et begrænset men dog positivt afkast på 0,1%.

Tyske aktier handles aktuelt til 12,6 kr. pr. indtjeningskrone baseret på den forventede indtjening i 2019 svarende til et forventet årligt afkast (earnings yield = forventet årligt afkast) på knap 8%, og dermed et historisk højt forventet merafkast på 8%-point sammenholdt med den 10-årige tyske statsobligation. På denne baggrund er vi grundlæggende meget positive på tyske aktier på længere sigt.

IR Basis A/S investerer imidlertid som bekendt ikke i tyske aktier, når virksomhederne i Europa melder om en faldende aktivitet, som i udpræget grad har kendetegnet første kvartal i 2019. Dette eftersom risikoen herved øges for, at virksomhederne ikke kan indfri forventningerne med kursfald til følge. Når virksomhederne atter melder om en stigende aktivitet, er vi som altid klar til at købe op. Så længe dette ikke er tilfældet, er det imidlertid vores overbevisning, at kursstigningerne vil blive vanskelige at opretholde i den kommende tid med fortsat stor usikkerhed omkring den økonomiske vækst og ikke mindst de politiske risici verden over.

En afklaring på BREXIT og handelskrigen vil forventeligt medføre et kortvarigt løft til aktiemarkedene. Dog er det vores opfattelse at positive udfald herpå i vidstrækning allerede er indregnet på disse kursniveauer.



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	8,37%

I modsætning til IR-kvotienten baseret på de europæiske virksomheder, har IR-kvotienten baseret på virksomhederne i vækstlandene tilsagt at være investeret i aktier i første kvartal i 2019 bortset fra februar, hvor virksomhederne i specielt Kina for en enkelt måned rapporterede om et større fald i erhvervstilliden. Senest har de kinesiske virksomheder rapporteret om et yderligere løft i erhvervstilliden, som nu ligger på det højeste niveau siden august 2018. IR Vækstlande A/S sluttede således kvartalet med et afkast på 8,4%.

På kort sigt følger vi nøje, hvorvidt afmatningen i den globale økonomi medfører en faldende erhvervstillid blandt virksomhederne på disse markeder. Så længe dette ikke er tilfældet, vil IR Vækstlande A/S forblive investeret i aktier.

På lang sigt er vi fortsat meget positive på specielt de kinesiske aktier. Først og fremmest handler disse på attraktive priser. Specielt når væksten i Kina medtages i betragtningen.

Dernæst er det vores overbevisning, at de kinesiske aktier vil være blandt de mest begunstigede, når der kommer en længe ventet afklaring på handelskrigen.

Derudover har den kinesiske regering for nyligt meddelt, at de er klar til at understøtte den kinesiske økonomi for derved at sikre en fortsat pæn og stabil økonomisk vækst.

Endvidere har MSCI, som er verdens mest anvendte indeksudbyder, som investeringsforeninger, ETF'er mv. bruger som benchmark, meddelt at de senere på året vil øge inklusionen af indenlandske kinesiske aktier i MSCI Emerging Markets indekset, hvilket vil medføre et stigende inflow i de kinesiske aktier. Det brede verdensindeks MSCI World, som anvendes af stort set alle investeringsforeninger, ETF'er mv., inkluderer imidlertid stadig kun de kinesiske aktier noteret på børsen i Hong Kong, som derved blot udgør beskedne 2-3% i dette indeks. Til sammenligning udgør de amerikanske aktier omkring 60% til trods for, at den kinesiske økonomi i den nærmeste fremtid forventes at overhale den amerikanske målt på BNP. Med udmeldingen om den forøgede inklusion i det regionale indeks, giver det os en tro på at kinesiske aktier vil komme til at udgøre en langt højere andel i MSCI World i de kommende år med langt større inflow i de kinesiske aktier.

Slutteligt tror vi fortsat fuldt og fast på, at Kina vil lykkes med at blive førende inden for flere områder herunder teknologi, som vil være med til at sikre øget kapitaltilstrømning fra investorerne.





IR Favoritter A/S – 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	-0,28%
IR Invest	
2017 Q4	-7,26%
2018	-16,85%
2019	11,67%

IR Favoritter A/S har som følge af negativ IR-kvotient, forårsaget af en støt fallende erhvervstillid, ligget overvejende kontant og har i kvartalet leveret et marginalt negativt afkast på 0,3%. Så snart virksomhederne i Europa atter vil melde om en stigende erhvervstillid, er vi klar til at geninvestere pengene i aktier.

IR Invest – investeringsforening

IR Invest er vores investeringsforening, som altid investerer i aktier som i vid udstrækning er de selvsamme aktier, der indgår i IR Favoritter A/S, når IR-kvotienten tilsiger dette. I det forgangne kvartal har IR Invest leveret et afkast på 11,7%.

Investeringerne i IR Invest har været spredt ud over alle sektorer af aktiemarkedet og har givet et stabilt afkast. De største investeringer i kvartalet har været i **Novo Nordisk, Vestas, Carlsberg, Zealand Pharma, Genmab, FLS, Tryg** og **DSV**.

Den bedste investering i de seneste 3 måneder har været **Zealand Pharma**. Selskabet, som udvikler lægemidler, fik en meget stor blåstempling og indkomstmulighed ved at indgå i et partnerskab med et stort amerikansk selskab. På denne baggrund har vi reduceret i beholdningen heri for at indkapsle hovedparten af den stærke performance i perioden. **Vestas** har fortsat kursstigningerne fra de tidligere kvartaler, idet priserne på vindmøller er stabiliseret samtidig med, at Vestas' produkter i høj grad er konkurrencedygtige. **Carlsberg** har leveret endnu et godt regnskab, hvor omkostningerne er kommet under kontrol samtidig med, at selskabet har leveret nye produkter, der kan sælges til højere priser. **Alm Brand** har fået gavn af det i øjeblikket stabile danske forsikringsmarked og på denne baggrund leveret et pænt afkast i det forgangne kvartal, som vi benyttet til at afhænde beholdningen. **Coloplast og Ørsted** er begge steget mere end det danske aktiemarked i det forgangne kvartal, og er forholdsvis dyrt prissatte selskaber. Det er dog selskaber, som forventeligt vil klare det godt relativt til de øvrige danske selskaber i tider præget af økonomiske usikkerhed. På baggrund af vores forventninger om en vedvarende flot indtjening i **Coloplast**, har vi ved udgangen af kvartalet øget andelen heri.

Den dårligste investering i kvartalet har været **Danske Bank**. Danske Bank har været udfordret kursmæssigt i kvartalet drevet af endnu længere udsigt til stigende europæiske renter, som udskyder tidspunktet for, hvornår indtjeningsmarginalen kan begynde at blive løftet. Vi har på denne baggrund reduceret eksponeringen i Danske Bank til fordel for Jyske Bank, som vi vurderer som værende mere attraktiv for nærværende.



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	5,80%



IR Højrente A/S har i det forgangne kvartal været fuldt investeret i højtforrentede statsobligationer, som har været begunstiget af en faldende rente på den 10-årige amerikanske statsobligation, der typisk bruges som referencerente til at afgøre, hvilket renteniveau investorerne stiller sig tilfredse med. Med andre ord har investorerne købt op i amerikanske statsobligationer efter den amerikanske centralbank i starten af januar måned meddelte, at de ikke længere forventede at hæve renten yderligere i 2019. Dette har således ligeledes medført opkøb af højtforrentede statsobligationer med stigende kurser til følge. Således har IR Højrente A/S i det forgangne kvartal givet et afkast på 5,8%.

På baggrund af en begrænset højere inflation i USA relativ til Europa, har USD-kvotienten siden sidste efterår tilsagt at afdække valutarisikoen på dollar. Så længe dette gør sig gældende, vil afkastpotentialet på højtforrentede statsobligationer være reduceret med renteforskellen mellem den korte rente i USA og Europa. Yderligere rentefald på den amerikanske 10-årige statsobligation kan være med til at løfte afkastet på IR Højrente A/S i den kommende tid. Dette vil sandsynligvis blive tilfældet, hvis nøgletallene fortsætter med at indikere aftagende vækst i den globale og amerikanske økonomi, og den amerikanske centralbank på denne baggrund begynder at signalere lavere renter senere på året.

Såfremt den aftagende økonomiske vækst accelererer i den kommende tid, er vi klar til at sælge ud af de højtforrentede statsobligationer, hvis/når IR-kvotienten på IR Højrente A/S tilsiger dette. Senest skete under den europæiske gældskrise i 2011/2012.

Historien viser, at denne type statsobligationer ofte oplever kursfald, når der er udsigt til en global recession. Dette eftersom økonomierne i de udstedende lande påvirkes negativt qua lavere/faldende økonomisk vækst, lavere skatteindtægter mv. med lavere kreditværdighed til følge. Dette medfører et højnet afkastkrav blandt investorerne og dermed kursfald på de højtforrentede statsobligationer.

Højtforrentede statsobligationer udstedt i dollar tilbyder aktuelt et forventet afkast på 5,4% og dermed et merafkast på knap omkring 3%-point sammenholdt med den amerikanske 10-årige statsobligation, hvilket i disse tider med historiske lave renter fortsat synes meget attraktivt.



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	1,97%

IR Erhverv A/S har i det forgangne kvartal haft halvdelen af midlerne investeret i virksomhedsobligationer qua, en negativ IR-kvotient drevet af en faldende erhvervstillid blandt de europæiske virksomheder siden slutningen af november. Til trods herfor leverede IR Erhverv A/S et afkast på 2,0% i årets første kvartal, hvilket må siges at være ganske hæderligt ift. den begrænsede risiko sammenholdt med alternativafkastet i disse tider med historiske lave renter og ligefrem negative indlånsrenter.

IR Erhverv A/S vil fortsætte med at investere konservativt og i forholdsvis korte obligationer, så længe IR-kvotienten melder om risiko for kursfald på europæiske aktier, som typisk har en negativ effekt på højtforrentede virksomhedsobligationer.

I disse tider med historisk lave renter med udsigten til, at dette skal vare ved i en rum tid endnu, ser vi et fornuftigt afkastpotentiale på denne type obligationer, som tilbyder et forventet afkast på godt 3% på europæiske højtforrentede virksomhedsobligationer og over 5% på tilsvarende amerikanske.

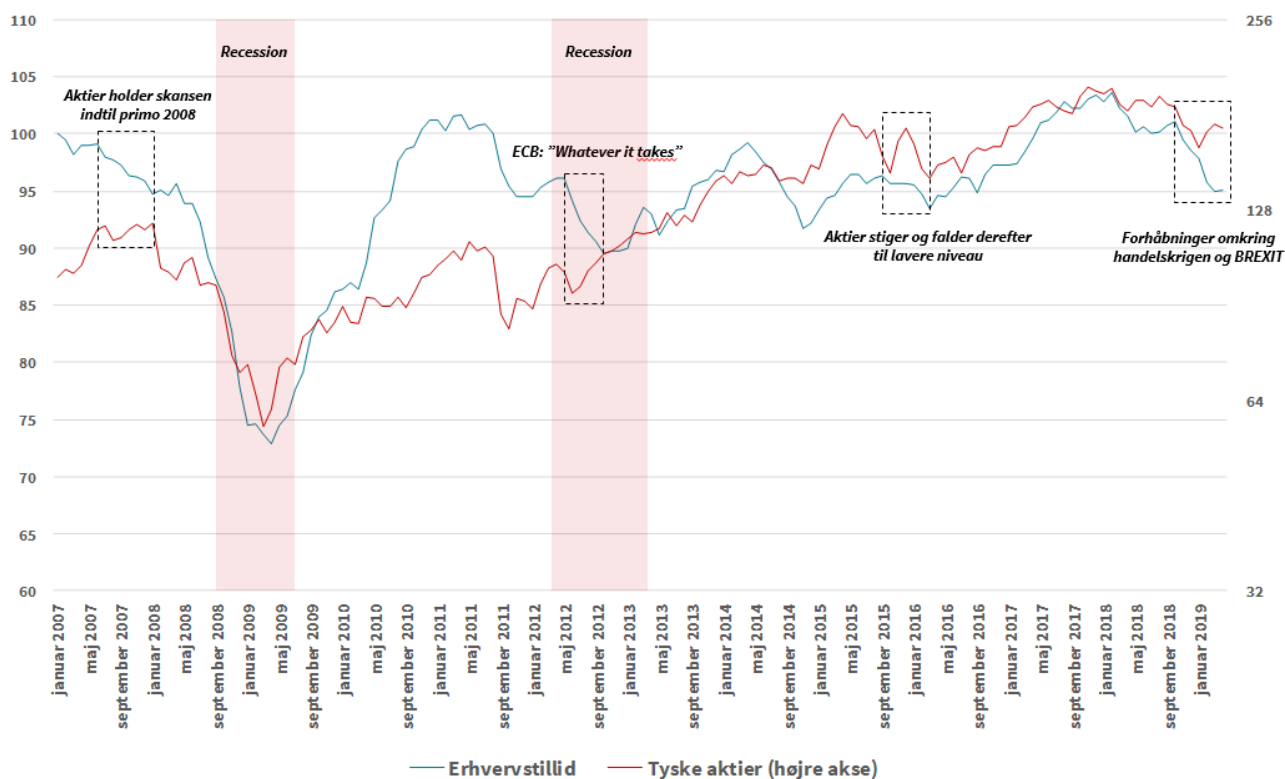
IR Erhverv A/S har ligesom IR Højrente A/S haft afdækket valutarisikoen på dollar siden sidste efterår, hvilket ”koster” merafkastet i forhold til de europæiske virksomhedsobligationer. Så snart inflationen i USA tiltager relativt til Europa på baggrund af fortsat tiltagende lønpres drevet af den laveste arbejdsløshed i USA siden 1960’erne, og USD-kvotienten på den baggrund atter vil tilsige eksponering i dollar, vil vi fjerne afdækningen, og derved få det fulde udbytte af den noget højere forrentning, som amerikanske virksomhedsobligationer tilbyder.

Såfremt væksten i den globale økonomi vil aftage yderligere i de kommende måneder, vil vi ikke være afvisende over for at reducere yderligere i eksponeringen i virksomhedsobligationer. Dette eftersom en vedvarende periode med aftagende økonomisk vækst, vil øge presset på de underliggende virksomheder i form af et nedadgående pres på omsætning og/eller indtjeningen. Dette vil øge risikoen for, at virksomhederne vil begynde at få vanskeligt ved at servicere deres gæld, der i sidste ende vil resultere i et stigende antal konkurser, som ligger på et historisk lavt niveau qua den længste økonomiske optur i den globale økonomi nogensinde.

Det er dog endnu for tidligt at konkludere, hvorvidt dette bliver udfaldet af den aftagende økonomiske vækst, som vi har været vidne til siden november sidste år.



Bilag 1 – Stigende aktier trods faldende erhvervstillid



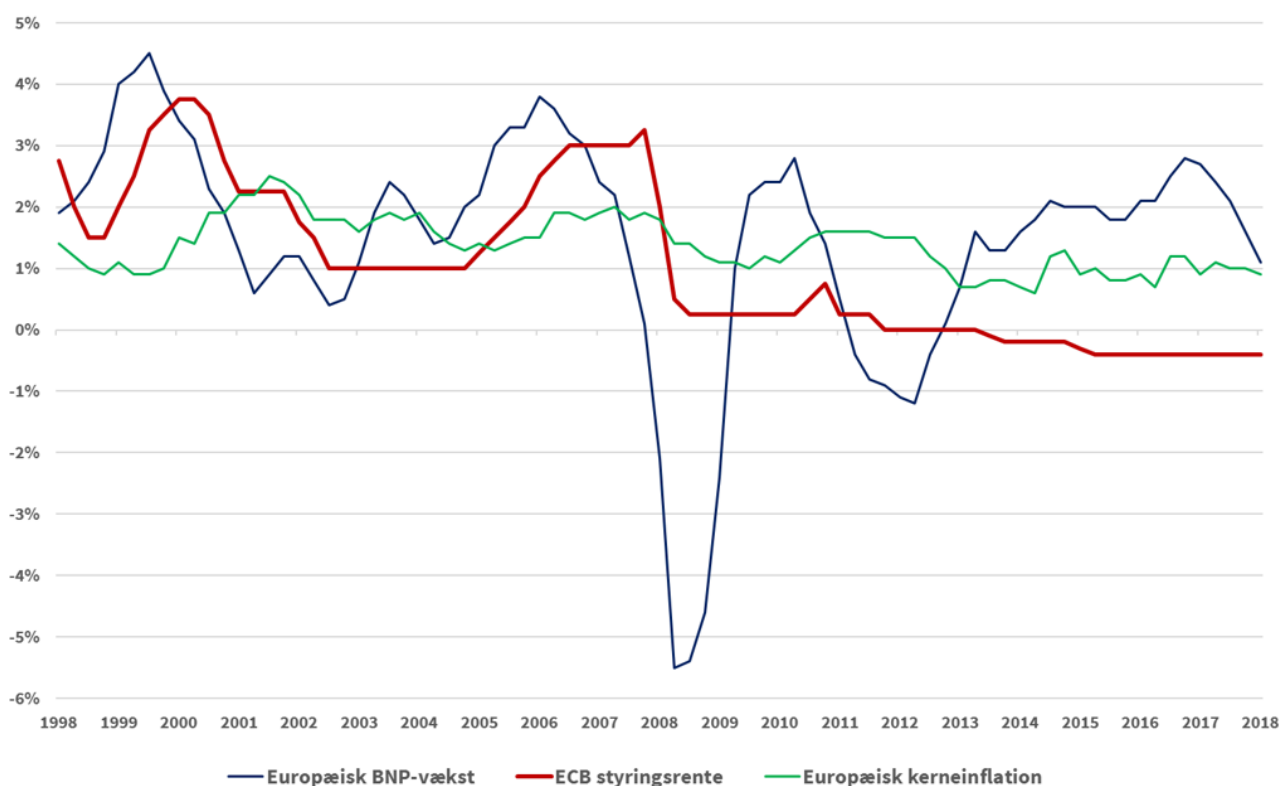
Trods faldende erhvervstillid siden november sidste år, har aktiemarkederne (indtil videre) rystet bekymringerne omkring en faldende økonomisk vækst af sig, og har genvundet det tabte og mere til efter kursfaldet i december sidste år.

Selvom dette synes irrationelt, er det ikke et uvant at være vidne til i den sidste del af en mangeårig økonomisk højkonjunktur til trods for at nøgletallene og erhvervstilliden begynder at vise afmatning med faldende renter til følge.

I ovenstående graf ses en tilsvarende udvikling i den sidste halvdel af 2007, hvor virksomhederne i Europa ligesom nu rapporterede om et større fald i erhvervstilliden. Det var imidlertid først i starten af 2008, at aktiemarkederne gav efter for realiteterne, og investorerne måtte erkende, at højkonjunktoren fra 2002-2007 var blevet afløst af en lavkonjunktur, der som bekendt viste sig som forløber for recessionen under finanskrisen.



Bilag 2 – Begrænset effekt af negative renter i de seneste år



Den europæiske centralbank har igennem de seneste år ført en ekstraordinær lempelig pengepolitik med en historisk lav indlånsrente på -0,4% kombineret med store opkøbsprogrammer i obligationer (QE). Dette med henblik på at sænke de lange renter i forhåbning om at stimulerer investeringslysten blandt virksomheder og forbrugere og dermed skabe vækst og inflation.

Det er imidlertid kun lykkedes i meget begrænset omfang. jf. ovenstående graf. Dette efterlader en europæisk centralbank med meget begrænsede muligheder for at stimulere økonomien, når den næste recession rammer.



Kontakt info

Organisationen

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
Kundechef	Helle Wistoft	+45 9626 3143
Kundechef	Mikael Trige	+45 9626 3141
Portfolio Manager	Christoffer B.K. Brøndum	+45 9626 3007
Salgsudviklingschef	Anja Hairing	+45 9626 3009
Økonomimedarbejder	Susanne Udengaard	+45 9626 3006
Økonomimedarbejder	Randi Brunhøj (På barsel)	+45 9626 3006
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, og dets eneste indtægt er honorarer fra selskabets kunder.

Målsætning

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