

Maj Invest Kontra

DK0060037455

**Peter Mosbæk**

CIO, obligationschef

Ansvarlig for Maj Invest Kontra

Peter har en bred erfaring inden for obligationsområdet gennem 20 års arbejde med handel og rådgivning.

Hovedelementer i Kontra

Obligationer:	58 %
Guldaktier:	3 %
Guld-ETF'er:	21 %
Sølv-ETF'er:	6 %
Andre aktier:	10 %
Andet:	2 %

Hedgegrad:	24 %
------------	------

Valutaeksponering i Kontra

DKK:	50 %
SEK:	11 %
EUR:	1 %
USD:	18 %
NOK:	6 %
CHF:	11 %
GBP:	2 %
JPY:	1 %

Afdeling Kontra gav i december måned et afkast på 0,0 pct. År-til-dato har afdelingen givet et afkast på -4,8 pct.

Selvom dette primært er en månedsoptdatering, er det også relevant her i begyndelsen af 2018 at gøre status for det forgangne år. Overordnet set må vi konkludere, at 2017 ikke var et imponerende år for investorer i Kontra, som faldt med næsten 5 pct. i 2017. Det er dog meget sandsynligt, at investorerne har fået et betydeligt afkast gennem deres øvrige investeringer, da 2017 generelt var et meget godt år for risikable investeringer, herunder især aktier. Eksempelvis gav S&P-indekset et afkast på næsten 20 pct., danske aktier et afkast på omkring 16 pct. og emerging markets-aktier et afkast på 23 pct., målt i lokal valuta. Da kroner i 2017 blev styrket i forhold til stort set alle valutaer, er afkast målt i danske kroner noget lavere. Det ændrer dog ikke billedet af, at sidste år var et overordentligt positivt år for risikoaktiver.

Målsætningen med afdeling Kontra er, at den skal klare sig godt, når finansmarkederne generelt har det svært. Set i det lys, er det ikke den store overraskelse, at Kontra havde det svært i 2017, da stemningen generelt var meget positiv. Omvendt er det dog også målsætningen, at Kontra ikke skal tabe for meget, når det går godt på markederne, og det levede afdelingen ikke helt op til i 2017. Årsagen er, at vi gennem året har haft en del afdækning i afdeling Kontra, og som følge af stigende aktiekurser har dette kostet. Langt den største del af det negative afkast kan henføres til afdækningen. Baggrunden for den relativt store andel af afdækning er, at vi generelt er begyndt at se en række risici på de finansielle markeder. Centralbankernes lempelige pengepolitik har ført til en ret aggressiv prisfastsættelse af en række aktiver, og kombineret med en fortsat langsigtet uholdbar global gældsopbygning har det øget risikoen på de finansielle markeder. Selvom det umiddelbart er svært at se en amerikansk recession i de kommende seks måneder, kan der ske andre ting, som ryster den meget optimistiske stemning, der har indfundet sig på de finansielle markeder. Fokus er på muligheder, vækst og potentielt afkast frem for på risici og kapitalbevarelse. Da det har været vores vurdering gennem 2017, er det svært at se, hvordan vi kunne have positioneret afdeling Kontra væsentligt anderledes.

Nedenstående tabel viser afkastet på udvalgte aktiver i Maj Invest Kontra for 2017. Der er ikke tale om en fuldstændig liste.

	Andel Primo	Andel Ultimo	Afkast, DKK	Afkast, Lokal	Bidrag
Obligationer		58%	-1,2%	1,4%	-0,68
Guld		21%	-1,9%	11,6%	-0,39
Sølv		6%	-8,9%	3,6%	-0,39
Pharma		4%			0,47
Aktiederivater					-4,89
FX afdækning					2,55

Som det fremgår er den væsentligste årsag til Kontras negative afkast den beskyttelse mod aktiefald, som vi løbende har haft i porteføljen.

Ser vi længere ind i 2018, er der ikke så meget, som har ændret sig. Om noget kan man ikke undgå at være blevet mere bekymret som følge af udviklingen i 2017. Stemningen nærmer sig eufori inden for flere og flere aktivklasser. Uden at dette skal blive endnu et indlæg om bitcoins og kryptovalutaer, illustrerer stemningen i dette segment ret godt, hvor meget fokus der er på muligt afkast, og ikke mindst hvor lidt der er på risici. Tænker man tilbage på, hvordan investorerne agerede i 2008, 2011 og sågar i 2015, er det svært at gøre andet end at klø sig i hovedet. Heller ikke denne gang har vi løst gåden om, hvordan man får aktier til at stige i kurs altid. Der vil komme modreaktioner, og jo mere kurserne er steget (og aktiverne blevet dyre), jo større potentiale er det for betydelige kursfald. Både stemning og prisfastsættelse er på niveauer, hvor man ikke kan tillade sig at blive overrasket, hvis der kommer et ordentligt kursfald.

På den lidt længere bane er den globale gældsopbygning stadig min største hovedpine. Det er dog et emne, som stort set ingen bekymrer sig om for nærværende. De lave globale renter har indtil videre stabiliseret gældsopbygningen, dog uden tegn på at gælden for alvor bliver nedbragt, tværtimod. Dette er meget godt eksemplificeret ved den netop vedtagne *tax reform* i USA. Der er her tale om ikke-finansierede skattelettelser, hvor man håber på, at væksten stiger, så det samlede skatteprovenu øges etc. Næppe realistisk, når man tager i betragtning, at skattereformen alt andet lige vil øge USA's statsgæld med det, der svarer til mellem 25 og 50 pct. af BNP over de kommende 10 år. Det skal lægges til den nuværende statsgæld på 100 pct., delstaternes gæld på 25 pct. og *underfundede* pensionsordninger på ligeledes ca. 25 pct. Skattereformen er en overførsel fra staten til virksomhederne på et tidspunkt, hvor det nok ville give betydeligt mere mening at lade pengestrømmene flyde den anden vej.

Det gode spørgsmål er dog om (og hvornår) finansmarkederne når frem til samme konklusion.

Peter Mosbæk, 3. januar 2018