

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:	54 %
Guldaktier:	3 %
Guld-ETF'er:	23 %
Sølv-ETF'er:	6 %
Andre aktier:	10 %
Andet:	4 %

Hedgegrad:	25 %
------------	------

Valutaeksponering i Kontra

DKK:	48 %
SEK:	11 %
EUR:	1 %
USD:	19 %
NOK:	6 %
CHF:	11 %
GBP:	2 %
JPY:	1 %

Afdeling Kontra gav i februar måned et afkast på -0,5 pct. År-til-dato har afdelingen givet et afkast på -1,0 pct.

I månedsoptdateringen for januar kommenterede jeg på noget af det, der var sket i begyndelsen af februar måned. Derfor vil fokus her være på resten af måneden og ikke mindst på, hvordan Kontra klarede sig igennem uroen. Selvom aktierne kom rigtigt pænt tilbage igennem den resterende del af februar, ændrer det ikke ved, at afkastet for Kontra i februar generelt var skuffende. I et scenario, som det vi har været igennem, er det klart vores forventning, at Kontra giver et positivt afkast. Derfor vil vi bruge noget tid på at gennemgå, hvordan de forskellige aktivklasser har klaret sig.

Det samlede afkast på -0,5 pct. er et resultat af, at de forskellige aktivklasser har trukket i forskellige retninger. Obligationer bidrog samlet set med -0,32 pct. Det negative afkast skyldes i stor udstrækning bevægelser i afdelingens stærke valutaer. Svenske kroner var den store synder, mens schweizerfranc gav et lille positivt bidrag. Den forholdsvis lave varighed betyder, at de absolutte rentebestemmelser ikke havde stor betydning. På trods af at aktierne i perioder har haft det svært, er renterne ikke faldet væsentligt. Det samlede billede for 2018 viser stadig et stigende renteniveau.

Aktierne i porteføljen gav netto et nulafkast i februar. Aktieafdækningen udgør godt 25 pct., mens de defensive aktier udgør ca. 10 pct. Alligevel har det positive afkast på afdækningen kun været på niveau med det tab, vi har haft på de defensive aktier. Justeres der for valutaafdækningen, bliver billedet endnu værre. Normalt vil de defensive aktier klare sig bedre end markedet generelt ved uro. Det har ikke været tilfældet i februar, og det er noget, vi kommer til at bruge en del kræfter på at analysere. Det er muligt, at konklusionen bliver, at det ikke længere giver mening at have den type aktier, som historisk set har fungeret som defensive aktier.

Volatiliteten (futures) gav et bidrag på ca. 0,5 pct. Vi tog gevinst på porteføljens futures umiddelbart efter det kraftige fald den 5. februar og har ikke siden haft nogen eksponering. Positionen udgjorde kun, hvad der svarer til godt 1 pct. af formuen.

Guld klarede sig rimeligt, uden at det var prangende. Gullet blev presset noget af de stigende renter, mens den faldende dollar har understøttet prisen. Vi har en betydelig del af positionen afdækket. Guld, sølv og mineaktier gav et samlet bidrag på -0,3 pct. Guld gav et lille positivt bidrag, mens sølv og mineaktier gav et negativt.

Valutaafdækningen bidrog negativt med -0,46 pct. i februar (men er stadig positiv for året). Her er det dollar, vi har afdækket.

Samlet set var afkastet i februar lavere, end vi havde forventet givet markedsudviklingen. Særligt forholdet mellem de defensive aktier og aktieafdækningen har ikke levet op til forventningerne. Generelt har det været et svært miljø i 2018, hvor investorer har tabt på både renter og aktier. Det er

derfor er svært at tjene på andet end at være *short*. Dog skal man også være opmærksom på, at der på trods af betydelig uro i februar kun er tale om relativt små kursfald – både i februar og for hele 2018. S&P 500-indekset ligger således med positivt afkast for hele 2018, mens afkastet i februar var på ca. -3,5 pct. Derudover fungerede Kontra faktisk ganske fint i den periode, hvor uroen var størst. Her gav Kontra et afkast på næsten 2 pct.

Vi foretog i løbet af februar et par omlægninger i porteføljen. For det første tog vi som nævnt gevinst på vores position i "lang aktievolatilitet" i forbindelse med uroen. Derudover omlagde vi en del af aktieafdækningen fra S&P500-til Nasdaq-indekset. Det er gjort, fordi vi vurderer, at mange af de aktier, som indgår i det amerikanske Nasdaq-indeks, er meget dyrt prissat. Dermed er der større potentiale for fald i Nasdaq-indekset, når stemningen for alvor vender. Da aktierne var kommet noget tilbage efter det første fald, valgte vi at øge aktieafdækningen fra ca. 25 til ca. 30 pct. for at opretholde nogenlunde samme afdækning, efter vi havde taget gevinst på vores volatilitetsposition.

Endelig åbnede vi en ny afdækning, som vi har haft på radaren længe. Det er en position, hvor afdelingen vil tjene på stigende italienske renter relativt til tyske renter. Denne renteforskel var faldet til ca. 1,25 procentpoint og var på det laveste niveau meget længe, hvilket efter vores vurdering ikke giver mening. Med et italiensk valg i begyndelsen af marts samt et pres på Den Europæiske Centralbank for at stoppe opkøbet af obligationer, er der mange forhold, som kan få den italienske rente til at stige. Det er værd at bemærke, at ECB gennem de seneste år har været den eneste væsentlige køber af italienske statsobligationer. Det er svært at se, hvem der skal tage over, hvis ECB stopper eller begrænser sine køb. Risikoen ved denne afdækning af italienske statsobligationer er, at der ikke sker en ændring i renteforskellen. Det kunne være tilfældet, hvis man i EU bliver enige om at kautionere for hinandens gæld. Det vurderes som meget lidt sandsynligt. Stemningen i den nordlige del af Europa er absolut ikke til det, samtidig med at partierne i den italienske valgkamp har forsøgt at overgå hinanden med løfter om en lempeligere finanspolitik. Noget som helt sikkert ikke forbedrer chancerne for en socialisering af den italienske gæld, som der på et eller andet tidspunkt skal gøres noget ved.

Peter Mosbæk, 5. marts 2018