

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:	60 %
Guldaktier:	3 %
Guld-ETF'er:	24 %
Sølv-ETF'er:	5 %
Andre aktier:	5 %
Andet:	3 %

Hedgegrad: 30 %

Valutaeksponering i Kontra

DKK:	53 %
SEK:	10 %
EUR:	2 %
USD:	18 %
NOK:	6 %
CHF:	10 %
GBP:	1 %

Afdeling Kontra gav i maj måned et afkast på 1,7 pct. År-til-dato har afdelingen givet et afkast på 0,2 pct.

Selvom finansmarkederne, økonomer, strateger og andet godfolk ofte har sagt, at gældskrisen i Sydeuropa er løst, så lever den i bedste velgående. Det har jeg vist nævnt et par gange i disse månedsoptateringer. Gennem de seneste år er det lykkedes for ECB/EU at købe tid ved at initiere et opkøbsprogram, som har presset renten i bund og dermed gjort gældsbyrden nemmere at håndtere på den korte bane. Da Italien samtidig har oplevet en periode med svag positiv vækst, så er det gennem de seneste år lykkedes at få stigningen i gælden i forhold til BNP til at flade ud. Den absolutte gæld er dog fortsat med at stige. Dette er resultatet af en periode, hvor mulighederne for nedbringelse af gælden stort set har været optimale. Man tør dårligt tænke på, hvad der sker næste gang konjunkturerne vender, og efterspørgslen aftager.

I mange af de europæiske lande med høj gæld og lav vækst, herunder Italien, er der stor utilfredshed med den *austerity*-politik (sparepolitik), som EU's stabilitetspagt pålægger dem. De mener, at de ville være bedre stillet, hvis de fik lov til at føre en ekspansiv finanspolitik med store budgetunderskud, som man gør i Japan og USA. Ingen ved selvfølgelig, hvad en anden strategi ville have betydet, men mit bedste bud er, at situationen ville være mere eller mindre præcis den samme som i dag. Og det kan på ingen måde udelukkes, at den ville være mere alvorlig.

Ser man f.eks. på USA, kan man se, at den ekspansive finanspolitik sandsynligvis har været med til at løfte væksten. Problemet er bare, at underskuddet på statsbudgettet har været meget stort i forhold til den vækst, som er blevet skabt. Dermed har det samlede resultat alene været, at man har udskudt regningen til de kommende generationer.

USA	Underskud	BNP	BNP (nom.)
88-97	2,8%	3,1%	5,9%
98-07	1,7%	3,0%	5,3%
08-17	5,7%	-0,5%	0,7%

I de foregående årtier har USA også haft store budgetunderskud. Rent faktisk har de kun haft overskud på statsbudgettet i tre af de seneste 40 år. Men i de foregående perioder har væksten og ikke mindst inflationen været så høj, at det har været muligt at udhule den reale værdi af gælden. Det virker ikke længere til at være muligt.

Derfor er det også meget sandsynligt, at f.eks. Italien ikke ville have oplevet væsentligt højere vækst, såfremt de havde ført en mere ekspansiv finanspolitik. Det er i hvert fald meget sandsynligt, at det samlede billede havde været negativt (dvs. relativt mere gæld end vækst). Min bedste vurdering er, at Italien er chanceløs, uanset om de forsøger at spare eller for-

ITALIEN	Underskud	BNP	BNP (nom.)
88-97	8,9%	1,9%	7,2%
98-07	2,9%	1,5%	4,0%
08-17	3,2%	-0,5%	0,7%



bruge sig ud af problemerne. Det samme er i øvrigt tilfældet med Japan. Det er kun i et regneark, at man kan indsætte forudsætninger, som gør det muligt for Italien at nedbringe deres gæld. Det lader til, at flere og flere i Italien er ved at nå frem til den samme konklusion, eller i hvert fald er de meget frustrerede og trætte af den nuværende situation med høj arbejdsløshed og få indikationer på, at det vil blive bedre. Derfor må det være meget fristende for den nye EU-skeptiske regering at presse EU for en gældsregering, som der har været snakket om.

Gennem primært de seneste tre år har EU/ECB bragt sig i en ret risikabel situation. Gennem store opkøb af italienske statsobligationer har de via ECB's monetære udligningssystem Target 2 opbygget en fordring på Italien på næsten 500 mia. euro, samtidig med at de med at de ejer for mere end 300 mia. euro. Dette har officielt været for at få inflationen tilbage omkring 2 pct. Reelt har det dog været for at supportere Sydeuropas finanser og købe dem yderligere tid. Udgangspunktet og præmissen har hele tiden været, at Sydeuropa gerne ville hjælpes og var positive overfor EU og euroen. Det har da også været tilfældet, lige ind til det seneste valg i marts måned. Nu har vi imidlertid en italiensk regering, der som udgangspunkt er meget EU-skeptiske. Som minimum vil de gerne have lov til at føre en mere ekspansiv finanspolitik, men de har i regeringsforhandlingerne også diskuteret gældsregering etc.

Reelt sidder de med rigtigt gode kort på hånden, særligt efter at ECB de seneste år har været stort set den eneste køber af italienske statsobligationer. Det svarer til: "Skylder du banken 100.000 kr. har du et problem, skylder du 100 mio. kr. har banken et problem." Den nye italienske regering har på baggrund af den meget store eksponering, ECB har opbygget, et meget stærkt pressionsmiddel på EU. Hvordan og om de vil benytte det, vil fremtiden vise, men der er ingen tvivl om, at mange i Italien og Sydeuropa er desperate og ikke ser EU og Tyskland som noget positivt. Samtidig skal man huske på, at når man taler om gældsservicering, er det ikke alene et spørgsmål om evne til at betale. Det er også et spørgsmål om vilje. Selvom man kan diskutere, om det er rimeligt, kan man et eller andet sted godt forstå, hvis italienerne med det nuværende gælds niveau og med de manglende udsigter til nogensinde at tilbagebetale gælden overvejer at smide håndklædet i ringen.

Vi har i afdeling Kontra siden marts måned haft en obligationsafdækning, hvor vi har tjent penge på de stigende renter på 10-årige italienske obligationer. Dette har selvfølgelig været en god position i maj måned. Samlet set har positionen bidraget med ca. 1,2 procentpoint til Kontras afkast. Samtidig benyttede vi lejligheden til at tage gevinst på ca. halvdelen på et tidspunkt, hvor de italienske renter var meget høje, og det lod til, at der var en del såkaldte *forced sellers* i markedet. Måske skulle vi have taget gevinst på hele positionen, men som beskrevet ovenfor er det langt fra givet, at der fremadrettet er fred og ingen farer.



På trods af, at der har været panik angående Italien, tog aktierne det endnu engang meget roligt. Ser man på hele måneden steg S&P 500-indekset med godt 2 pct., mens MSCI World målt i danske kroner steg med 3,5 pct. De 3 pct. skyldes dog en styrket dollar. Eurostoxx-indekset og italienske aktier faldt, men samlet set afspejler det, at investorerne ikke er rigtigt bekymrede for, at problemerne eskalere. Det har også betydet, at aktieafdækningen gav et negativt bidrag til det samlede afkast. Til gengæld klarede guld sig fornuftigt og holdt værdien ret pænt på trods af, at dollar blev styrket med 3 pct. Derudover fik vi igen (endelig) lidt medvind fra de stærke valutaer. Ikke overraskende blev schweizerfranc styrket. Det samme var tilfældet med vores smertensbarn svenske kroner, som dog dårligt kunne falde mere. Renterne på de sikre statsobligationer faldt også. Samlet set tegner der sig et billede af, at maj måned bød på et klassisk risk off-scenario. Dog med den undtagelse at aktieinvestorerne ignorerede situationen. Fremtiden vil vise, hvilke aktivklasser som har handlet mest fornuftigt.

Peter Mosbæk, 4. juni 2018