

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: | 57 % |
| Guldaktier: | 3 % |
| Guld-ETF'er: | 24 % |
| Sølv-ETF'er: | 5 % |
| Andre aktier: | 6 % |
| Andet: | 7 % |

| | |
|------------|------|
| Hedgegrad: | 31 % |
|------------|------|

Valutaeksponering i Kontra

| | |
|------|------|
| DKK: | 50 % |
| SEK: | 11 % |
| EUR: | 3 % |
| USD: | 17 % |
| NOK: | 6 % |
| CHF: | 11 % |
| GBP: | 1 % |
| JPY: | 1 % |

Afdeling Kontra gav i oktober måned et afkast på 2,9 pct. År-til-dato har afdelingen givet et afkast på -2,1 pct.

Kontra tog efter tre skuffende måneder kraftigt revanche i oktober måned, hvor især de amerikanske finansmarkeder omsider så ud til at have reevalueret klodens tilstand, og den nærmest ekstatiske positive stemning blev afløst af en noget mere depressiv stemning. Selvfølgelig kom det som en overraskelse for langt de fleste strateger, hvoraf de fleste er notorisk lang aktiemarkedet og derfor kun kan udtale sig positivt. I afdeling Kontra er vi oftest short aktiemarkedet, så jeg fokuserer omvendt mere på risici end på muligheder. Naturlig adfærd, men jeg kan alligevel ikke lade være at undre mig end smule over, hvor fartblinde mange er blevet.

Bevares, USA har en pæn vækst, men den er primært drevet af massive finanspolitiske lempelser, som har en effekt nu, men hvor regningen skal betales senere. Kigger man på de seneste 10 års nominelle vækst i USA, er den på 3,0 pct. (2008-2017), mens underskuddet på statsbudgettet gennemsnitligt har været 5,7 pct. Korregerer man for stigningen i gælden, har der altså ikke været nogen vækst overhovedet. I øvrigt et billede man genfinder langt de fleste steder i verden. Kradser man bare en smule i overfladen, finder man historisk lave kreditpræmier, historisk lave renter og historisk højt gearede virksomheder. Dette er selvfølgelig godt for aktionærerne, så længe der ikke er problemer, men ændrer renten, kreditpræmierne eller indtjeningen sig, så kommer problemerne væltende. Og så er aktierne lige pludselig ikke så "attraktivt" prissat længere.

Finansmarkederne har de seneste 10 år i stor udstrækning levet deres eget liv styret af centralbankernes pengepolitik mere end af den globale økonomi. Derfor vil det ikke være den store overraskelse, hvis festen på de finansielle markeder slutter, inden økonomien bremser op. Måske ender det med, at det igen er finansmarkederne, som får økonomien til at bremse op. Der er i hvert fald ingen tvivl om, at de stigende huspriser og aktiekurser har været med til at øge humøret hos de kraftigt forgældede husholdninger.

Oktober har været præget af fald i prisen på stort set alle finansielle aktiver. Derfor er langt den største del af afkastet i afdeling Kontra skabt af de afdekninger, vi har haft i porteføljen. Det vil sige aktieafdækningen og obligationsafdækningen på italienske obligationer. Efter af have ignoreret den negative udvikling i andre aktieindeks gennem en længere periode, var oktober måneden, hvor de amerikanske aktieindeks vendte snuden ned. Da hovedparten af aktieafdækningen i afdeling Kontra er på amerikanske aktier, har det været godt for afdeling Kontra. Af afkastet på 3 pct. er de 2,6 procentpoint genereret af aktieafdækningen, mens 0,15 procentpoint kommer fra de italienske obligationer. Gullet har ligeledes givet et mindre positivt bidrag, mens obligationer samlet set har givet et lille minus.

Mange "eksperter" og kommentatorer var overraskede over aktiekursfalden-

Maj Invest Kontra

DK0060037455

de. Argumentationen har været, at væksten var fin de fleste steder i verden, virksomhederne tjente penge som aldrig før og dette kombineret med store forventninger til ny teknologi og et lavt alternativ afkast på obligationer. En af de strategier, som har givet det bedste afkast gennem de sidste mange år, er "buy the dip". Det vil sige, at man skulle købe, når markedet var faldet, fordi alle kursfald var midlertidige korrektioner på vej mod nye højder. Det er selvfølgelig korrekt, at det i et sådant scenarie alt andet lige er bedre at købe aktier, hvor kursen 10 pct. lavere end de var måneden før. Men det er også sikkert, at man en eller anden dag (måske nu) får en ordentlig en på kassen, hvis man følger denne "buy the dip"-strategi og køber indeks eller enkeltaktier blot fordi de er faldet. Perioden siden 2009 har været ekstraordinær for investorer, og man er i mine øjne naiv, hvis man tror, at det kommer til at fortsætte de næste 10 år. Derfor er det tankevækkende, at grådigheden og forventningerne nu er større end de seneste mange år.

Det man skal huske på er, at der er meget lange perioder, hvor det absolut ikke har kunne betale sig at øge risikoen i ens portefølje ved en "buy the dip"-strategi. Tabellen viser længere *drawdowns* for det amerikanske S&P-aktieindeks, som vel og mærke er et af de aktieindeks, som har klaret sig allerbedst. Normalt taler man om, at aktier altid klarer sig bedre end obligationer, og det har generelt også været rigtigt, men det kommer meget an på perioden. Fra de amerikanske aktier toppede i 1929 gik der mere end 25 år (!!), før de nåede samme niveau igen. Op igennem 00'erne har vi to gange oplevet, at aktierne er faldet med ca. 50 pct. Og selvom de er kommet "tilbage" i løbet af relativt kort tid, så er det ingen garanti for, at det også kommer til at ske lige så hurtigt næste gang.

| Top | Ny top | Periode | Top (værdi) | Max tab |
|--------|--------|---------|-------------|---------|
| sep-29 | sep-54 | 25½ år | 32 | 86% |
| jan-73 | jul-80 | 7½ år | 120 | 48% |
| mar-00 | maj-07 | 7 år | 1530 | 48% |
| okt-07 | mar-13 | 5½ år | 1560 | 56% |

Jeg ved selvfølgelig ikke, om vi har set toppen af aktiemarkedet i denne cykle. Det er der ingen, som ved. Men det er en betydelig sandsynlighed for, at det er tilfældet, og personligt har jeg svært ved at se, hvad der skal genskabe en meget *bullish* stemning. Boligpriserne er på retræte, særligt der hvor de er steget mest. Kreditpræmier/kreditmarginale lader til at have bundet og er på vej op. Det samme er tilfældet med renterne (indtil videre i hvert fald). Endelig må man formode, at effekten af USA's massive finanspolitiske lempelser er ved at blegne. Hvad skal så tage over? Jeg kan ikke lige se det, men derfor kan det godt være at man en gang mere skal "buy the dip" (hvis man tør).

Peter Mosbæk, 2. november 2018