

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:	59 %
Guldaktier:	3 %
Guld-ETF'er:	23 %
Sølv-ETF'er:	6 %
Andre aktier:	5 %
Andet:	4 %

Hedgegrad: 27 %

Valutaeksponering i Kontra

DKK:	52 %
SEK:	11 %
EUR:	1 %
USD:	18 %
NOK:	6 %
CHF:	10 %
GBP:	1 %
JPY:	1 %

Afdeling Kontra gav i marts måned et afkast på 0,4 pct. I årets første kvartal har afdelingen givet et afkast på -0,6 pct.

Generelt er de forholdsvis store udsving på aktiemarkedene fortsat gennem marts måned. S&P 500, MSCI world og DAX er alle faldet med godt 2 pct. i løbet af marts måned. Det dækker dog over betydelige udsving, og vi har haft flere enkeltdage med fald og stigninger i S&P 500 på mere end 2 pct. Det er mildt sagt et andet miljø, end det vi så sidste år, hvor udsving på mere end 1 pct. var et særsyn. Det ændrede miljø afspejler, at mange investorer er blevet nervøse, efter det vi oplevede i starten af februar. Derudover har der været nøgletal, som ikke 100 pct. har understøttet historien om et fantastisk synkront globalt opsving. Dette er nok også årsagen til, at de første måneders rentestigninger i marts blev afløst af et mindre fald i de længere tyske og amerikanske renter.

Aktieafdækningen har i marts måned givet godt og bidraget med 0,90 procentpoint, mens ædelmetaller og valutaafdækningen tilsammen har bidraget negativt med -0,15 procentpoint. Derudover har de stærke valutaer, primært schweizerfranc, også trukket i den forkerte retning. På trods af at renterne er faldet en smule, og vi har øget varigheden, så er det ikke noget, som for alvor betyder noget for afkastet.

Som nævnt i det forrige månedsskriv har vores investering i defensive aktier kombineret med aktieafdækning ikke fungeret i år. Vores defensive aktier har klaret sig dårligere end markedet generelt på trods af faldende aktiemarkeder. Dermed har de ikke haft den ønskede effekt i porteføljen. Vi har i marts måned taget konsekvensen af dette og solgt halvdelen af de defensive aktier i porteføljen, så de nu udgør 5 procent. Selvom de defensive aktier nok vil give beskyttelse i visse scenarier, så er de stadig så relativt dyrt prissat, at man også kan forestille sig en gentagelse af, hvad der skete i februar. Samtidig har vi dog også nedbragt aktieafdækningen en smule.

Derudover har vi valgt at øge varigheden en smule via køb af rentefutures på amerikanske statsobligationer. Vi har gennem længere tid overvejet at øge den forholdsvis lave rentefølsomhed en smule, og med amerikanske 10-årige renter lige under 3 pct. er der i hvert fald plads til, at renterne kan falde, så fremt den amerikanske centralbank (The Fed) bliver presset til at ændre retorik omkring antallet af rentestigninger i den kommende periode.

En ting, som er meget interessant at følge, er udviklingen i Libor-renten. Det er en referencerente, der benyttes som basisrente for en lang række udlån i dollar overalt i verden. Alene i 2018 er den steget med 0,6 procentpoint til 2,3 pct. Det betyder, at rentekomkostningerne for en lang række virksomheder etc. er stigende. Dog er der ikke særlig mange variable udlån til private, som er baseret på Libor. Fortsætter denne udvikling, vil vi kunne få en forsmag på, om verden kan "tåle" højere renter med al den gæld, der ligger i systemet. Personligt er jeg overbevist om, at verden ikke kan klare væsentlige rentestigninger. Det er ikke det samme som, at det ikke kommer til at ske.

Hong Kong kan blive et af de steder, hvor man måske først kommer til at se effekten af de amerikanske rentestigninger. De har som et af efterhånden relativt få lande stadig deres valuta fastlåst til dollar. Nogenlunde som danske kroner er bundet til euroen. Renterne i Hong Kong er dog ikke steget i samme takst som i USA. Det har betydet et pres for en svækkelse af Hong Kong-dollar, og de har været nødsaget til at intervenere i valutamarkedet.

Bevares, de har masser af fremmed valuta at sælge, men det er absolut ikke utænkeligt, at de på et tidspunkt bliver nødt til at hæve renterne for at forsvare valutaen. Det ville måske ikke være det store problem, hvis ikke Hong Kong (i kamp med London, Stockholm, Vancouver, Melbourne etc.) havde, hvad der må betegnes som verdens nok største boligboble. En bolig koster som et groft estimat knap 20 års indtjening. Derudover er 90 pct. af ejendommene finansieret med variabel rente, som har ligget meget tæt på nul de seneste 10 år.

Bliver Hong Kong tvunget til at hæve renten for at forsvare valutaen, er der næppe tvivl om, at boligmarkedet kommer til at kollapse som et korthus. Siden 2004 er boligpriserne i Hong Kong ca. firedoblet i reale termer. Der er ingen tvivl om, at der er plads til meget store fald, uden at boligerne bliver decideret billige. Dette bliver et problem en dag, men om det bliver et problem i 2018 afhænger i stor udstrækning af renteutviklingen. Hong Kong er i hvert fald et af de steder, hvor man IKKE har råd til højere renter. Som et ekstra krydderi kan det nævnes, at Hong Kongs banksektor udgør omtrent otte gange sit BNP. Nogenlunde samme niveau som i Irland umiddelbart før finanskrisen.

I relation til Maj Invest Kontra kunne det give mening at rykke noget af aktieafdækningen til Hong Kongs Hang Sen-indeks, som indeholder næsten 50 pct. finans og godt 10 pct. ejendomseksponering. Indekset har klaret sig rigtigt flot det seneste år sammen med de øvrige emerging markets-aktier. I første omgang vil vi dog følge udviklingen i Libor tæt.

Peter Mosbæk, 4. april 2018