

Kapitalforeningen HP

Professionel investeringspleje

HP Hedge Danske Obligationer

Juni 2017

Det generelle indtryk af udviklingen i Europa er stadig, at økonomisk aktivitet ser stedse sundere ud og at væksten bliver bredere funderet. Heroverfor står udviklingen i USA, som efter en lang periode med god vækst ser ud til at være bremsset lidt op, skal den bedømmes ud fra de seneste tal fra arbejdsmarkedet. Jobskabelsen her er faldet de seneste måneder og i tillæg til dette fremfører nogle økonomer, at den i forvejen er overvurderet, da deltidsjobs formodes registreret som heltidsditto. Fed valgte desuagtet at forhøje sin udlånsats, efter fleres opfattelse fordi forhøjelsen var annonceret i forvejen så massivt, at hensyn til troværdighed og påregnelighed vandt.

De seneste år, i hvilke udviklingen økonomisk har været præget af lav, men forholdsvis stabil vækst, ser det ud til, at investeringsmarkedet i perioder har været ramt af beslutningsmæssig paralyse, overvældet af en perlerække af afstemninger, der hver for sig syntes at bære potentialet til en markant ændring af det politiske verdenskort. Der er ved at være tjekmærker ved de væsentlige punkter, Parlamentsvalg i Tyskland og Italien udestår endnu; især sidstnævnte giver fortsat anledning til bekymrede miner. Ellers har læren tilsyneladende været at selv efter de afstemninger, i hvilke resultatet blev det værst tænkelige, er verden gået videre efter nogen kursmæssig tumult. Det kan bestemt ikke afvises, at i hvert fald en del af årsagerne hertil er følgerne af centralbankers indgreb.

Den relativt lange periode, vi i Europa har haft en stabil vækst, og ECBs markante påvirkning ved rente- og pengepolitik gør markederne årvågne i vurderingen af selv tilsyneladende ubetydelige ændringer i formuleringer i ECBs pressemeddelelser og svar ved pressekonferencer. Formodningen er, at pengeudpumpning medfører stærkt stigende priser i adskillige aktivklasser og således er begrebet renterisiko efterhånden ikke forbeholdt for obligationsmarkedet alene. Selv om prisudvikling i Europa absolut ikke for tiden er et påtrængende problem og det jævnlige understreges, at der er lang tid til første renteforhøjelse, har en antydning af mulig reduktion af opkøbene medført et hurtigt fald i priser på længere obligationer – og på de fleste aktiemarkeder.

Swap renter	DK 2Y	DK 5Y	DK 10Y	DK 30Y	DK 10Y/2Y
31-12-2016	0,03%	0,32%	0,93%	1,50%	0,90%
31-03-2017	0,02%	0,39%	1,02%	1,64%	1,00%
28-04-2017	0,03%	0,41%	1,04%	1,66%	1,02%
31-05-2017	0,01%	0,37%	1,02%	1,67%	1,00%
30-06-2017	0,06%	0,48%	1,13%	1,76%	1,07%

Kilde: Analytics, Nordea

Swap renter	EU 2Y	EU 5Y	EU 10Y	EU 30Y	EU 10Y/2Y
31-12-2016	-0,16%	0,08%	0,66%	1,23%	0,82%
31-03-2017	-0,13%	0,19%	0,77%	1,39%	0,90%
28-04-2017	-0,14%	0,20%	0,79%	1,41%	0,93%
31-05-2017	-0,17%	0,16%	0,77%	1,44%	0,93%
30-06-2017	-0,13%	0,27%	0,90%	1,53%	1,03%

Kilde: Analytics, Nordea

Investeringsrådgiver

HP Fondsmæglerselskab A/S
Kronprinsessegade 18, 1. sal
DK-1306 København K

Telefon: +45 33 15 00 34
Fax: +45 33 37 90 79
E-mail: hp@hpfonds.dk

Kapitalforeningen HP

Professionel investeringspleje

HP Hedge Danske Obligationer

Juni 2017

Obligationsmarkedet 1. halvår 2017

En periode med relativt store udsving på de lange renter, specielt statsrenter, men hvor volatiliteten langsomt forsvandt ud af det danske realkreditmarked, da enhver stigning i de lange statsrenter blev brugt til opkøb af realkreditobligationer og dermed skabte spreadindsnævring til statsobligationer. 1. halvår sluttede med meget lave spreads til statsobligationer, vurderet ud fra en 'efter krisen' standard.

Afkast ÅTD	2 år	3 år	5 år	7 år
DK Mortgage Callable CM	-	1,59%	1,56%	1,53%
DK Mortgage Non-Callable CM	-	0,34%	-	-
DK Mortgage CM	0,81%	0,82%	1,05%	-
DK Government CM	-0,40%	-0,46%	0,50%	0,80%

Kilde: Analytics, Nordea

Spreadindsnævringen kan primært henledes til stort udenlandsk opkøb af danske realkreditobligationer, både rentetilpasningsobligationer og konverterbare, mens floatersegmentet er kørt ind, da indlånsoverskuddet i det danske marked er enormt, og bankerne fra ultimo 2016 er begyndt at videregende de negative indlånsrenter også til private.

En del af dette indlån fra privatpersoner på cirka 838 mia. ultimo april 2017 flyttes til fondsmarkedet og presser korte obligationsrenter ned, da alt bedre end de ca. - 0,50% jo betyder en forbedret bundlinje.

Spændende i 2. halvår om den øgede vækst ikke alene i Europa, men også i Japan og Emerging Markets, kan medføre, at inflationsforventningerne stiger, og dermed om der for alvor kan komme gang i rentestigningerne.

Det ser ud til, at Draghi i løbet af juni prøvede at fortælle markedet, at selve QE programmet afvikles i løbet af 2018, men at der stadig er geninvestering af renter og udløbne obligationer, der vil medføre fortsat store opkøb i Europa og at rentestigninger tidligst kan ventes, når QE er helt ophørt, dvs. i løbet af 2. halvår 2018.

Hvis vores tese om, at QE og de enorme stimuli i Europa er afledt af Sydeuropas og specielt Italiens udfordringer med at afdrage på gæld fremadrettet, så vil det nok være stigende renter i Sydeuropa, der kan medføre yderligere tiltag fra ECBs side, mens stigende renter generelt og spreadindsnævring mellem nord og Sydeuropa vil passe ECB godt.

Investeringsrådgiver

HP Fondsmæglerselskab A/S

Kronprinsessegade 18, 1. sal
DK-1306 København K

Telefon: +45 33 15 00 34
Fax: +45 33 37 90 79
E-mail: hp@hpfonds.dk

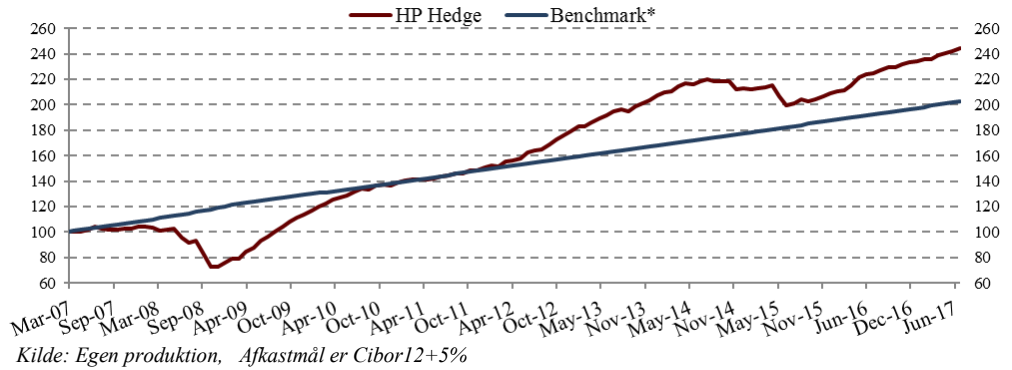
Kapitalforeningen HP

Professionel investeringspleje

HP Hedge Danske Obligationer

Juni 2017

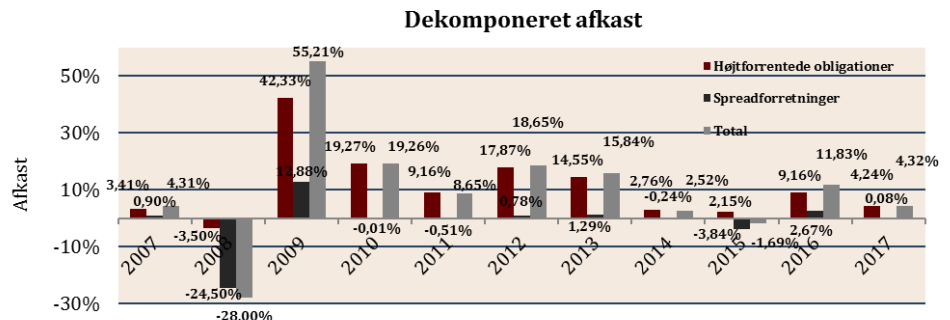
I juni har afdelingen givet et afkast på 0,77%, og afkastet for 1. halvår 2017 er dermed 4,32%.



Afk i %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
HP	4,28	-27,53	54,24	19,26	8,65	18,65	15,84	2,52	-1,69	11,81	4,32
AM	9,86	11,01	6,85	6,78	6,75	5,77	5,76	5,66	5,45	5,18	2,58
Merafk.	-5,62	-22,14	47,39	12,48	1,09	12,86	10,08	-3,14	-7,14	6,64	1,74

Afk i %	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Juni	Juli	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec
HP	0,81	0,12	1,14	0,65	0,75	0,77						
AM	0,42	0,42	0,41	0,42	0,42	0,42						
Merafk.	0,39	-0,30	0,73	0,24	0,34	0,35						

Det dekomponerede afkast ses nedenfor, hvor højtforrentede obligationer og spreadforretninger har givet henholdsvis 0,01% og 0,76% i juni.



Investeringsrådgiver

HP Fondsmæglerselskab A/S

Kronprinsessegade 18, 1. sal
DK-1306 København K

Telefon: +45 33 15 00 34
Fax: +45 33 37 90 79
E-mail: hp@hpfonds.dk

Ultimo juni var afdelingens lange positioner placeret således, at højtforrentede obligationer udgjorde 98% og spreadforretninger den sidste 2%.

HP Hedge var ultimo juni gearret 2,97 gange, hvilket vil sige, at egenkapitalen udgjorde 24,57% af den samlede beholdning af obligationer. Stigende renter over hele kurven, mest i den lange ende, medførte et lidt stejlere rentekurve, afledt af Draghis udtalelser nævnt ovenfor.

Og set over hele 1. halvår samme tendens med svagt stigende renter og en stejlere rentekurve.

Kapitalforeningen HP

Professionel investeringspleje

HP Hedge Danske Obligationer

Juni 2017

Både over måneden og over hele 1. halvår, har der dog været store udsving i specielt de lange renter, hvad der langt hen af vejen må tilskrives den af regulering medførte lavere likviditet på obligationsmarkederne globalt.

Tilfredsstillende afkast i afdelingen i juni samt for 1. halvår 2017, er primært foranlediget af flot performance i det højtforrentede segment.

Vi nedbragte andelen af Spreadforretninger til næsten ingenting i ultimo 2016, og har siden udelukkende været eksponeret mod det højtforrentede segment.

Vi synes simpelthen ikke, at afkast / risiko forholdet i realkreditobligationer mod statsobligationer er særligt attraktivt med de kraftige spændingsnævninger, der har været, og afventer mere spiselige niveauer, før vi igen øger andelen af Spreadforretninger.

Dermed har største bidrag til det meget tilfredsstillende afkast i afdelingen i 1. halvår været flot performance i det højtforrentede segment og vi vil fortsat have stort fokus på det højtforrentede segment, hvor de seneste rentestigninger medfører, at de relativt lave træk til september terminen måske holder hen mod opsigelsesvarsel ultimo juli; dermed endnu en termin med lave trækninger og dermed positiv påvirkning af afdelingens afkast i de kommende måneder.

Og til de kommende terminer derefter er det jo nyåbnede serier der udstedes i. Her er kurserne typisk 1-2 kurspoint lavere og med meget lav likviditet i disse serier, hvorfor udtrækningsprocenterne typisk falder, medmindre vi ser store rentefald i perioden.

Hvor der kan komme større udtrækninger, er i serier med lån til den almene bolig sektor. Her konverteres der for tiden relativt kraftigt. Afdelingen har meget få af de ramte obligationsserier og er dermed stort set ikke ramt. Ultimo juni kom der meddelelse fra regeringen om, at fremover vil lån tildelt almen sektor gives via statsobligationer og ikke længere i realkreditobligationer.

Det giver lidt udfordringer fremover for mange af de obligationsserier, hvori der er givet lån til den almene boligsektor, men dels er regeringen ikke sikker på at få lovforslaget igennem, dels tales der om, at det først er fra 2019, man vil begynde konverteringen af lånene over til statsobligationer, så påvirkningen på kort sigt er ikke entydig pt. Vi afholder os fortsat fra at investere i disse serier, med mindre vi betales for godt for risikoen.

Enkelte delsegmenter i det højtforrentede segment er, efter vores mening, prisfastsat til den dyre side, men vi kan jo også konstatere, at varighedsækvivalente stats- og rentetilpasningsobligationer bliver dyrere og dyrere, og dermed synes det højtforrentede segment stadig ganske attraktivt, i hvert fald relativt set. Og får vi muligheder herfor, vil vi fortsat investere i segmentet, da det efter vores opfattelse stadig er det segment hvor afkast/risiko forholdet er mest attraktivt.

Vi forventer stadig et afkast for hele 2017 på 5-10% og ser vi yderligere 6 måneder frem, er billedet det samme, dvs. vi forventer med nuværende renteniveauer at kunne holde kadencen også ind i 1. halvår 2018.

Investeringsrådgiver

HP Fondsmæglerselskab A/S

Kronprinsessegade 18, 1. sal
DK-1306 København K

Telefon: +45 33 15 00 34
Fax: +45 33 37 90 79
E-mail: hp@hpfonds.dk

Vi startede ultimo februar 2016 en master/feeder fond til HP Hedge i svenske kroner, HP Hedge SEK, hvor valutarisiko mellem DKK og SEK elimineres ved brug af valutaswap.

Omkostninger forventes at ligge i niveauet 0,10-0,30% i HP Hedge SEK for 2017.

Dermed kan HP Hedge SEK være en attraktiv mulighed for den rutinerede og professionelle investor, der ønsker at investere i forventning om en stigende svensk krone.