

# Kapitalforeningen HP Hedge

## Professionel investeringspleje

### Danske Obligationer

### December 2018

Få ting rammer så meget ved siden af som spådomme og i særdeleshed på de finansielle markeder, hvor vi huserer, synes dette bestemt også at gælde i 2018.

Alle aktivklasser forekom ved årets start højt prissatte og årsagerne dertil syntes klare. Økonomierne var i fremgang, men tilpas svage til at ECB næppe inden for en overskuelig periode ville justere sin pengepolitik. Beskæftigelse var i fremgang uden at medføre lønpres, inflationsforventninger afdæmpede og likviditet rigelig.

Forekom der at være nogenlunde overblik over de økonomiske forhold, var dette langt fra tilfældet for den politiske del af ligningen. Trump fortsatte med at være uforudsigelig, Bin Salman ligeså, Brexit har endnu ikke fundet sin løsning, i Mellemøsten er allianceforholdene uklare; generelt er billedet lettere urovækkende. Usikkerheden herfra krøb i løbet af året ind i aktiemarkedet og medførte fald under voksende volatilitet.

Udgangen af 2018 markerer også afslutningen på ECBs QE program, dog vil likviditet fra den eksisterende portefølje blive løbende geninvesteret. Samlet set har ECB opkøbt ca. EUR 2600 mia.; det svarer til ca. 9 års dansk BNP. Programmets ophør er varslet og derfor ingen overraskelse for markedet.

Det har været forventningen, at når ECBs daglige opkøb ophørte, ville rentekurverne begynde at stejle i en forventning om en genkomst af vante markedsforhold; ikke mindst i betragtning af det relativt lange forløb med pæn vækst i de fleste europæiske lande og et generelt fald i arbejdsløsheden. I enkelte lande beretter man om begyndende vanskeligheder med at rekruttere egnet arbejdskraft.

Men det er næppe heller på denne baggrund, at vi skal forvente stigninger i inflationsrater.

Dels er der som omtalt tryk på alle cylindre i afdelingen for politisk usikkerhed og nøgletal i almindelighed begynder at flade ud, mens forventnings- og tillidsindikatorer bremser brat op, samtidig med at Fed trykker yderligere på bremsen og forhøjer den korte rente med yderligere et kvart procentpoint.

Renteforhøjelse, gentagne trusler om handelskrig og svagere nøgletal er udfordrende for aktiemarkederne, der da også har været kraftigt faldende over den senere tid.

Usikkerhed om rentedannelse efter QE er ikke et tema, når aktiemarkeder styrtbløder; sikre obligationer klarer sig glimrende under disse forhold, og selv om spænd udvides og konverteringsretten i dansk realkredit dæmper den værste virkelyst, klarer danske realkreditobligationer sig nogenlunde.

Swap renter	DK 2Y	DK 5Y	DK 10Y	DK 30Y	DK 10Y/2Y
31-12-2017	0,03%	0,43%	1,09%	1,71%	1,06%
31-03-2018	0,02%	0,39%	1,02%	1,64%	1,00%
29-06-2018	-0,05%	0,40%	1,02%	1,57%	1,08%
28-09-2018	0,03%	0,52%	1,11%	1,63%	1,09%
31-12-2018	-0,03%	0,36%	0,97%	1,48%	1,00%

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

Swap renter	EU 2Y	EU 5Y	EU 10Y	EU 30Y	EU 10Y/2Y
31-12-2017	-0,15%	0,19%	0,82%	1,44%	0,97%
31-03-2018	-0,13%	0,19%	0,77%	1,41%	0,93%
29-06-2018	-0,17%	0,27%	0,87%	1,45%	1,05%
28-09-2018	-0,11%	0,39%	0,98%	1,53%	1,09%
31-12-2018	-0,17%	0,20%	0,81%	1,38%	0,99%

Kilde: Analytics, Nordea

# Kapitalforeningen HP Hedge

## Professionel investeringspleje

### Danske Obligationer

### December 2018

#### Obligationsmarkedet 2018

Som nævnt udviklede obligationsmarkedet i 2018 sig ikke som vi havde forventet. Med tæt på rekordlave renteniveauer ved årets start og forventninger til fortsat økonomisk fremgang, fandt vi det overvejende sandsynligt, at forsigtig investordæd ville bidrage til lidt højere lange renter og dermed en stejlere rentekurve.

Synspunktet var korrekt i et par måneder, men fra et zenit i slutningen af februar begyndte renter at vende tilbage til udgangspunktet, for med en del prisvolatilitet i årets løb at slutte året ca. 0,15 % lavere end startniveau. Vi antager, at en del af forklaringen på korrektionerne frem til sidste kvartal skyldes ECBs daglige opkøb af obligationer, der tillagt effekten af institutioners placeringsregler, reducerer markedets muligheder for i væsentlig grad at undervægte statsobligationer. I årets sidste måneder danner svækkelse af nøgletal og nervøsiteten for internationale handelskonflikter den væsentligste baggrund for rentefaldet.

Trods en underperformance til statsobligationer ved dyk i renterne i den allersidste del af året har danske realkreditobligationer ret beset haft et imponerende år. Trods danske låntageres ikke ubetydelige bevægelser fra lån med højere kuponer eller variabel/fleksrente har obligationerne i perioder klaret sig bedre end statsobligationer. Væsentligste faktor bag dette er en fortsat betydelig efterspørgsel fra udenlandske investorer, der, må vi antage, er tiltrukket af det høje afkast, ikke mindst set i forhold til obligationernes kreditkvalitet. For en del af investorerne forøges deres afkast ovenikøbet af forholdene på valutaterminsmarkedene.

Afkast 2018	1 år	2 år	3 år	5 år	7 år
DK Mortgage CM	-	-	0,41%	1,03%	-
DK Mortgage Callable CM	-	-	1,08%	1,43%	1,74%
DK Mortgage Non-Callable CM	-0,39%	-	0,39%	-	-
DK Government CM	-	-0,27%	0,18%	1,12%	1,99%

#### 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](mailto:hp@hpfonds.dk)

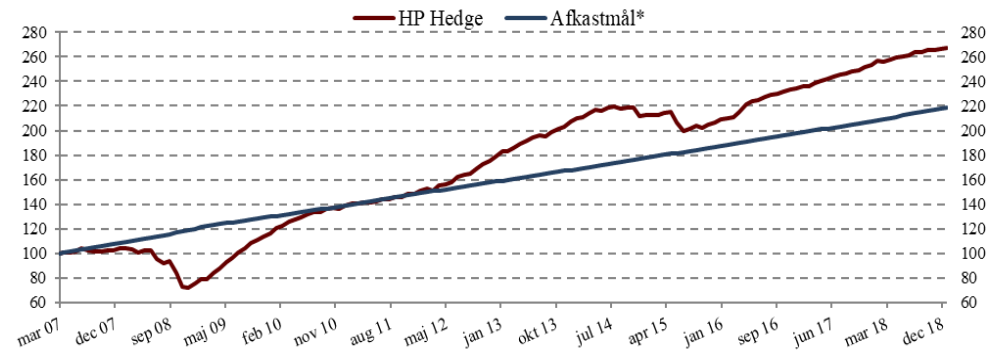
# Kapitalforeningen HP Hedge

## Professionel investeringspleje

### Danske Obligationer

### December 2018

I december har afdelingen givet et afkast på 0,33 % og har dermed givet et afkast på 5,33 % i 2018.



Kilde: Egen produktion  
Afkastmål er CIBor12+5%

Afk i %	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
HP	4,28	-27,53	54,2	19,26	8,65	18,65	15,84	2,52	-1,69	11,81	8,40
BM	9,86	11,01	6,85	6,78	6,75	5,77	5,76	5,66	5,45	5,18	5,20
Merakf.	-5,58	-38,54	47,35	12,48	1,9	12,88	10,08	-3,14	-7,14	6,63	3,20

Afk i %	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Juni	Juli	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	ÅTD
HP	1,27	-0,46	0,72	0,62	0,37	0,55	0,70	0,22	0,52	0,11	0,26	0,33	<b>5,33</b>
BM	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	<b>5,14</b>
Merakf.	0,85	-0,88	0,30	0,20	-0,05	0,13	0,28	-0,20	0,10	-0,31	-0,16	-0,08	<b>0,19</b>

Ultimo december var afdelingens lange positioner placeret således, at højtforrentede obligationer udgjorde 68 % og spreadforretninger de sidste 32 %.

Hovedparten af spreadforretningerne er lange obligationer med variabel rente, herunder CF, hvor største risiko er spreadrisiko.

Vi har dog ultimo måneden, i takt med at spreads på konverterbare kørte ud i forhold til statsobligationer, øget andelen af spreadforretninger marginalt, primært i de korte konverterbare.

HP Hedge var ultimo november gearret 3,56 gange, hvilket vil sige, at egenkapitalen udgjorde 22,10 % af den samlede beholdning af obligationer.

Faldende renter over hele kurven, og med en lidt fladere rentekurve i årets sidste måned.

Baggrunden er en opfattelse i markedet af, at vi står over for en markant vækstnedgang, og det reagerede aktiemarkederne på med store fald, og deraf stigende obligationsmarkeder, hvor man søgte ly i statsobligationer.

10-årige amerikanske statsrenter faldt fra 2,99 % primo december til 2,68 % ultimo året, og 10-årige tyske statsrenter faldt fra 0,31 % til 0,23 %

Og vi kan konstatere, at 2018, modsat forventningerne primo året, endte med rentefald for lange og mellemlange statsobligationer.

Resultatet for 2018 er meget tilfredsstillende, hvor afdelingens fokus på det højtforrentede segment, og fravælgelsen af traditionelle spreadforretninger har vist sig at være rigtig.

Det højtforrentede segment har været begunstiget af meget lave udtrækningsprocenter over året, specielt i de ældre udstedelser, og er primær bevæggrund for det tilfredsstillende afkast.

#### 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 Hedge

## Professionel investeringspleje

### Danske Obligationer

### December 2018

Når vi kigger ind i 2019, så virker det investeringsmæssigt relativt uoverskueligt, i hvert fald på den korte bane.

Lige over 0 % for 10-årige tyske statsrenter, uden løbende nettoopkøb af ECB, virker ikke som et særligt attraktivt niveau set fra vores synsvinkel, men meget afgøres af, hvordan væksten i USA, Kina og EU udvikler sig hen over 2019.

Vi forventer, at ECB vil forsøge at hæve de korte renter til omkring 0 % i 3. kvartal, og samtidig forsøge at fortælle markederne, at det er af teknisk karakter, således markederne ikke begynder at foruddiskontere yderligere rentestigninger. En ikke nem opgave for ECB.

Den ønskede effekt fra negative renter viser sig at være udeblevet, da folk vælger at spare mere op, i stedet for at forbruge.

Vi vil derfor fortsat være investeret i det højforrentede segment, der trods performance i 2018 stadig ser attraktivt ud, i hvert fald ud fra en afkast / risiko betragtning, og så afvente større overblik over, hvad markedet skal i 2019, før vi kaster os ud i større satsninger.

Vi er mere bekymret for de korte markedsrenter end de officielle centralbankrenter og forventer, at afdelingen i 2019 fortsat vil funde sig til negative renter, hvad der vil være understøttende for afdelingens afkast.

Udviklingen i første kvartal 2019 vil i høj grad være bundet op på nøgletal og forventninger til den fremtidige vækst, selv om Brexit og handelskrig mellem USA og Kina også spiller en rolle.

Derudover har vi i baghovedet, at den største nettokøber (ECB) af europæiske statsobligationer, realkreditobligationer og kreditobligationer de sidste 3 år, nu er stoppet med at købe, og kun genplacerer udløbne obligationer.

Vi forventer et afkast for 2019 på 4-8 %, hvor fortsat lave renter taler for et afkast i den nedre ende af intervallet, mens det vil være positivt for afdelingen med rentestigninger, og formentligt medføre lidt højere afkast.

Medio august besluttede bestyrelsen at lukke for yderligere indskud i afdelingen, men der er oprettet en venteliste til investorer, der måtte ønske at investere i afdelingen.

#### 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](mailto:hp@hpfonds.dk)