

Kapitalforeningen HP Hedge

Professionel investeringspleje

Danske Obligationer

Juni 2018

Vi er ved afslutningen af første halvår i det, vil vi antage, sidste år i denne omgang med rundhåndet opkøb af værdipapirer fra ECB. Et hurtigt blik over de forskellige markeder vil afsløre, at renter i kernen af Europa er faldet, mens periferien, her i særlig grad Italien, er steget på en ny italiensk regering med uklar dagsorden, aktier er globalt set faldet med knap fem procent efter et volatilt halvår. Rente- og aktiekursfald finder sted i en periode, hvor aktivitet og beskæftigelse har været i løbende bedring over en lang periode og hvor de korte renter i USA er hævet 7 gange over de sidste år.

Sommeren, formoder vi, vil under fravær af påvirkninger fra politisk hold også på fondsmarkederne være en stille periode.

I juni har to forhold øvet den væsentligste indflydelse på de forskellige markeder; efter ECBs junimøde meddeltes beslutning om halvering af de månedlige opkøb fra september og endeligt ophør med dette års udgang. De korte renter skønnedes uændrede frem til medio 2019. Det var alt i alt en anelse mere lempeligt end antaget og bragte ikke væsentlige ændringer i markederne. Det formåede til gengæld ny trusler fra Trump om handelssanktioner over for Kina; aktiemarkederne rutsjede over de følgende dage og renter faldt på flugten mod sikre aktiver.

Olieprisen er steget støt gennem halvåret efter indgåelse af aftale mellem OPEC og Rusland om produktionsbegrænsninger. De seneste stigninger er sket efter genindførelse af US embargo af Iran og problemer med produktion i Venezuela. Olieprisændringeres påvirkning af aktie- og obligationskurser kan være vanskelige at forudse, markedsfokus er enten styret af bekymring for værdiændringer af investeringer i oliesektoren eller af effekten af formodet langsigtet bedring af forbrugers købekraft.

På det danske obligationsmarked ser det ud til, at låntagere i stigende omfang skifter fra variabelt forrentet gæld til fastforrentet. Det øgede udbud giver for tiden ikke problemer i markedet; japanske investorer ser ud til fortsat at være på indkøb i solidt omfang.

Konverteringsaktiviteten er trods det lave renteniveau ikke steget nævneværdigt; her er der set bort fra statens beslutning om at overføre gæld vedrørende støttet byggeri til særlige kapitalcentre med statsgaranti.

Selv med den betydelige udenlandske efterspørgsel efter realkreditobligationer har de i første halvår ikke afkastmæssigt kunnet følge med statsobligationer, idet afkastet på lange statsobligationer har været ca. 0,36% over tilsvarende realkreditobligationer i perioden, jf. nedenstående oversigt.

Afkast ÅTD	1 år	2 år	3 år	5 år	7 år
DK Mortgage CM	-	-0,06%	0,12%	0,59%	-
DK Mortgage Callable CM	-	-	0,39%	0,75%	1,07%
DK Mortgage Non-Callable CM	-0,20%	-	0,23%	-	-
DK Government CM	-	-0,04%	0,28%	0,80%	1,43%

Kilde: Analytics, Nordea

Swap renter	DK 2Y	DK 5Y	DK 10Y	DK 30Y	DK 10Y/2Y
29-09-2017	-0,04%	0,41%	1,11%	1,79%	1,15%
29-12-2017	-0,04%	0,46%	1,05%	1,66%	1,09%
28-03-2018	-0,02%	0,52%	1,14%	1,64%	1,16%
31-05-2018	-0,02%	0,42%	1,05%	1,60%	1,07%
29-06-2018	-0,05%	0,40%	1,02%	1,57%	1,08%

Kilde: Analytics, Nordea

Swap renter	EU 2Y	EU 5Y	EU 10Y	EU 30Y	EU 10Y/2Y
29-09-2017	-0,17%	0,25%	0,92%	1,61%	1,09%
29-12-2017	-0,15%	0,32%	0,89%	1,50%	1,04%
28-03-2018	-0,16%	0,37%	0,97%	1,47%	1,13%
31-05-2018	-0,14%	0,29%	0,91%	1,47%	1,05%
29-06-2018	-0,17%	0,27%	0,87%	1,45%	1,05%

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

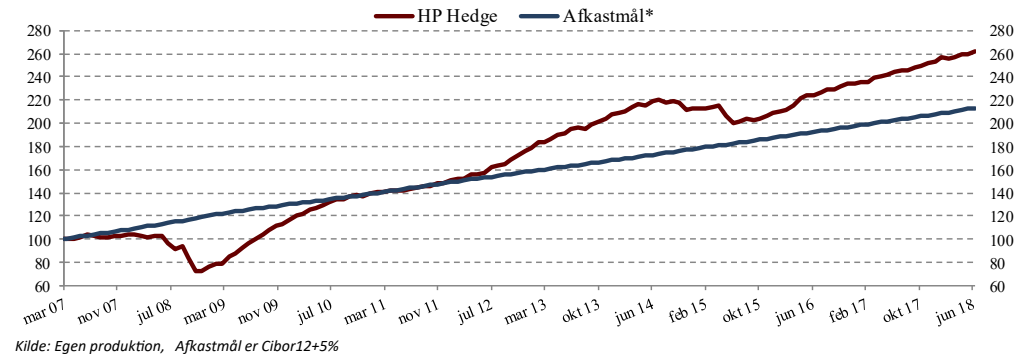
Kapitalforeningen HP Hedge

Professionel investeringspleje

Danske Obligationer

Juni 2018

I juni har afdelingen givet et afkast på 0,55% og har dermed givet et afkast på 3,10% i 2018.



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
AM	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							3,10
AM	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42							2,54
Merakf.	0,85	-0,88	0,30	0,20	-0,05	0,13							0,56

Ultimo juni var afdelingens lange positioner placeret således, at højtforrentede obligationer udgjorde 74% og spreadforretningerne de sidste 26%.

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

HP Hedge var ultimo juni gearet 3,55 gange, hvilket vil sige, at egenkapitalen udgjorde 21,97% af den samlede beholdning af obligationer.

Svagt faldende renter over hele kurven i juni, med samme billede for 1. halvår, dog med relativt store udsving hen over halvåret, hvor renterne toppede ultimo februar / primo marts med de 10-årige statsrenter 0,25%-0,35% højere end for nærværende.

Og hvor kortere realkreditobligationer har givet nogenlunde samme afkast som tilsvarende statsobligationer, hvad der virker lidt mærkeligt, da udlandet ifølge alle offentliggjorte statistikker har fortsat sit massive køb af danske stats- og realkreditobligationer.

Så indenlandske investorer må i et vist omfang have brugt de relativt dyre niveauer, i hvert fald historisk dyre niveauer, til at sælge ud af deres danske realkreditobligationer.

Vi forventer, at efterspørgslen efter danske realkreditobligationer fortsætter i 2. halvår, men med mulighed for bevægelser ud i spread, hvis rentestigninger kombineret med meget lav likviditet igen opstår, som det senest skete i februar.

ECB har skudt de første rentestigninger til tidligst september 2019, og dette har presset de mellemlange og lange renter mod bunden af det range, de har handlet i det seneste ½ år på mellem 0,25% og 0,75% for 10-årige tyske statsobligationer.

Vi tror, at renten vil stige i løbet af 2. halvår mod toppen af dette range, men yderligere udskydelser af rentestigninger fra ECB kan trække de lange renter yderligere nedad.

Vi tror dog, at faldet i samlet QE fra verdens centralbanker medfører rentestigninger jf. ovenstående, da det samlede QE hen over sommeren bliver neutralt, dvs. intet nettokøb af aktiver, og i løbet af efteråret begynder centralbankerne under et at være netto sælgere, primært drevet af lavere opkøb fra ECB, og FED, der vil begynde at sælge ud af sine kæmpe beholdninger af amerikanske statsobligationer.

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

Juni 2018

På den korte bane er renterne tillige drevet af yderligere politisk risiko, både fra Italien og dets ny regering, samt ikke mindst Trumps retorik omkring handel, hvor øgede afgifter på handel er gift for væksten i verdensøkonomien.

Og på det seneste også med usikkerhed omkring Merkel og Tyskland, hvor mange års samarbejde mellem de to borgerlige partier er udfordret grundet uenighed omkring flygtningeproblematikken.

På obligationsmarkedet har vi set meget lave udtrækningsprocenter til juli terminen, og ingen acceleration i de ugentlige indfrielsestal til oktober terminen, på trods af at 2% 2050 med afdrag handler tæt på pari igen, og vi fastholder vores forventning om, at vi skal have 1½% 2050 i omkring kurs 98,00 og åbnet en ny afdragsfri på omkring kurs 96,00, før vi ser højere udtrækninger igen.

Dog har boligministeriet meldt ud, at der indfries konverterbare lån givet til den almene boligsektor for 8 mia., heraf 7 mia. i 3% obligationer.

Vi har valgt at investere i nogle af disse udsatte obligationer, da vi synes at afkast / risiko forholdet virker attraktivt, men afventer spændt de endelige udtræksprocenter primo august.

Vi ser stadig det højtforrentede segment som klart det sted, hvor man får det højeste afkast i forhold til risiko, men vil være meget selektive.

For 2018 forventer vi stadig et positivt afkast i niveauet 5-10%. Vi føler os relativt komfortable med skønnet, da vi forventer fortsat gunstige finansieringsvilkår og endnu afdæmpet konverteringsaktivitet, og hvor kun yderligere markant faldende lange renter og, deraf afledt, markant højere udtrækningsprocenter kan udfordre vores estimat i nedadgående retning. Vi tror på rentestigninger i den lange ende af rentekurven på 0,25-0,50% i 2018 eller starten af 2019, og fortsat interesse fra udlandet for danske realkreditobligationer.

Vi finder afdelingen velegnet til den professionelle investor, der ønsker at have et supplement/alternativ til aktier i sin portefølje, idet afdelingen ser ud til at tilføre en portefølje både stabilitet og 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