

# HP Invest

## Professionel investeringspleje

### Korte Danske Obligationer - KL A

### December 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

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 bremses 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 aktiemarkedene, 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

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

# HP Invest

Professionel investeringspleje

Korte Danske Obligationer - KL A

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 investoradfærd 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 nervøsitet 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 bevægelse 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 valutaterminsmarkederne.

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)

# HP Invest

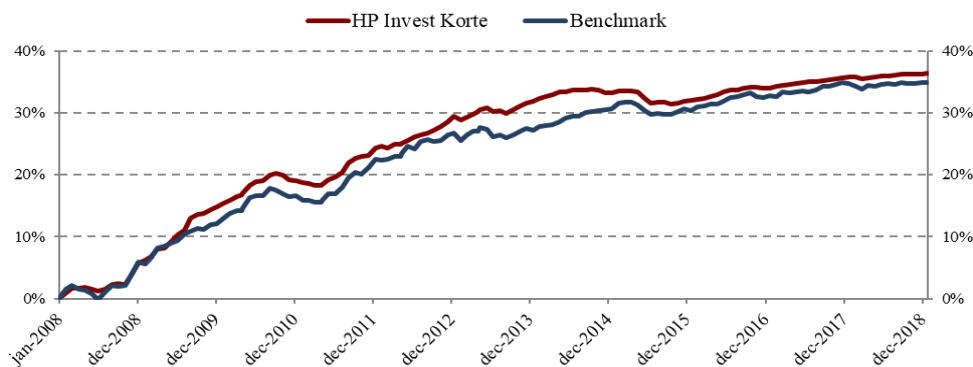
Professionel investeringspleje

## Korte Danske Obligationer - KL A

December 2018

Afdelingen har i december givet et afkast på 0,03% mod et benchmarkafkast på -0,02 %, og har dermed givet et merafkast på 0,05 % til benchmark. For hele 2018 har afdelingen givet et afkast på 0,43 % mod et benchmarkafkast på 0,17 % og har dermed givet et merafkast på 0,26 % til benchmark.

Benchmark for afdelingen består af 35 % Nordea Govt. CM 2 og 65 % Nordea Mortgage CM 3, som i måneden gav henholdsvis -0,09 % og 0,01 %. For året 2018 har benchmark givet henholdsvis -0,27 % og 0,41 %.



	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
HP Korte	5,73	8,53	3,70	4,50	4,04	1,96	0,96	-0,90	1,55	1,27
BM	5,88	5,91	3,95	5,02	3,46	0,33	2,67	-0,13	1,78	1,31
Merafk.	-0,16	2,63	-0,26	-0,52	0,58	1,63	-1,71	-0,77	-0,23	-0,04

	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	ÅTD
HP Korte	0,04	-0,25	0,15	0,06	0,15	0,05	0,03	0,12	0,07	-0,03	0,01	0,03	0,43
BM	-0,28	-0,33	0,44	-0,12	0,27	0,08	-0,14	0,19	-0,10	0,05	0,13	-0,02	0,17
Merafk.	0,34	0,11	-0,27	0,20	-0,10	-0,01	0,17	-0,07	0,17	-0,08	-0,12	0,05	0,26

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 aktiemarkedene 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.

### 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

Resultatet for 2018 er meget tilfredsstillende, både i absolutte termer og relativt til benchmark, specielt vores forsigtige investeringstilgang med fokus på kapitalbevarelse og dermed lav varighed, taget i betragtning.

Primær forklaring på de tilfredsstillende resultater skal findes i afdelingens eksponering mod det højtforrentede segment, som har været begunstiget af meget lave udtrækningsprocenter over året, specielt i de ældre udstedelser.

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 fra 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 at 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.

Vores forventning om stigende lange renter i løbet af 2018 holdt som sagt ikke, men vi ser ingen upside i mellemlange og lange statsobligationer med nuværende meget lave renter og vil derfor fortsat være meget defensive i vores tilgang til obligationsmarkedet, med fokus på kapitalbevarelse og med varighed under benchmarkvarighed.

Vi vil derfor fortsat være investeret i det højtforrentede segment, der trods performance i 2018 stadig ser attraktivt ud, i hvert fald ud fra en afkast / risiko betragtning.

Udviklingen i første kvartal 2019 vil i høj grad være bundet op på nøgletal og forventninger til den fremtidige vækst, selv om Brexit og mulig 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 renter og udløbne obligationer.

Vi forventer, at afdelingen vil give et afkast for 2019 i niveauet 0,00-1,00%.

Ultimo måneden har afdelingen 3 Morningstar stjerner.

#### 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)

På afdelingens hjemmeside [www.hpinvest.dk](http://www.hpinvest.dk) bliver indre værdi og afkast på afdelingen dagligt opdateret; afkast og nøgletal for afdelingen kan følges på [www.morningstar.dk](http://www.morningstar.dk) under kategorien DKK Korte – Obligationer samt på Investeringsfondsbranchen (IFB) hjemmeside [www.investering.dk](http://www.investering.dk).