

HP Engros Korte Danske Obligationer  
Kronprinsessegade 18, 1.  
1306 København K

HP Fondsmæglerselskab A/S  
Kronprinsessegade 18, 1.  
DK 1306 København K  
+45 33 15 00 34  
[hp@hpfonds.dk](mailto:hp@hpfonds.dk)  
CVR 27 40 31 74

# Afkastrappertering



## HP Engros Korte Danske Obligationer Månedsrappotering

---

Rapporteringsperiode: 1. marts - 31. marts 2026

---

## Marts 2026

- Krigen i Iran satte de globale energimarkeder og finansielle markeder under voldsomt pres: Brent-råolie steg til 119 dollar per tønde, ECB opjusterede inflationsprognosen til 2,6 pct. for 2026, og både Fed og ECB valgte at holde renten uændret – mens Lagarde signalerede, at rentestigninger er en reel mulighed, hvis energichokket bider sig fast.
- Rentevolatilitet – ikke kreditkvalitet – var den primære driver i det danske obligationsmarked: Den implicite EUR 5Y15Y swaption volatilitet steg fra 62 til 74 bps. og sendte 30-årige konverterbare obligationer ned med tæt på 1 procentpoint, mens OAS-spændene forblev bemærkelsesværdigt stabile og kreditkvaliteten i dansk realkredit forblev upåvirket.
- Flexkurven stejlede og skabte attraktive muligheder i mellemløbetiderne: Rentestigninger på op mod 65 basispoint i den korte ende forbedrede yield+rul-profilen på 2-5-årige flexobligationer markant – og det var bemærkelsesværdigt, at 5-årige fortsat var låntagernes foretrukne løbetid trods rentestigningerne, hvilket afspejlede sig i kvartalsskiftets tapudstedelse på 31 mia. kr.

Hvis der opstår nogen spørgsmål, er du meget velkommen til at kontakte os på +45 33 15 00 34 eller HP@hpfonds.dk.

I nedenstående oversigt findes afkast for HP Fonds' afdelinger i perioden. Klik på afdelingens navn for mere information på hpfonds.dk eller tryk på "Klik her" for at se de individuelle opsummeringssider.

### BØRSNOTEREDE AFDELINGER

Afdeling	MTD	Merafkast	ÅTD	Merafkast
HP Invest Korte Danske Realkreditobligationer	-1.29%	0.14%	-0.37%	0.19%
HP Invest Lange Danske Obligationer Akk.	-2.56%	-0.38%	-0.81%	-0.19%
HP Invest Lange Danske Obligationer	-2.46%	-0.28%	-0.58%	0.03%
HP Invest Grønne Obligationer	-2.20%	0.40%	-0.31%	0.33%

### UNOTEREDE AFDELINGER

Afdeling	MTD	Merafkast	ÅTD	Merafkast
HP Engros Korte Danske Obligationer	-0.95%	0.49%	-0.02%	0.55%
HP Invest Korte Danske Obligationer	-1.00%	0.44%	0.13%	0.70%
HP Invest Lange Danske Realkreditobligationer	-2.76%	-0.59%	-0.94%	-0.33%
HP Hedge Danske Obligationer	-2.61%	-	0.12%	-
HP Hedge Fixed Income	-2.78%	-	-0.43%	-

Afkast er beregnet efter omkostninger.

---

# Indholdsfortegnelse

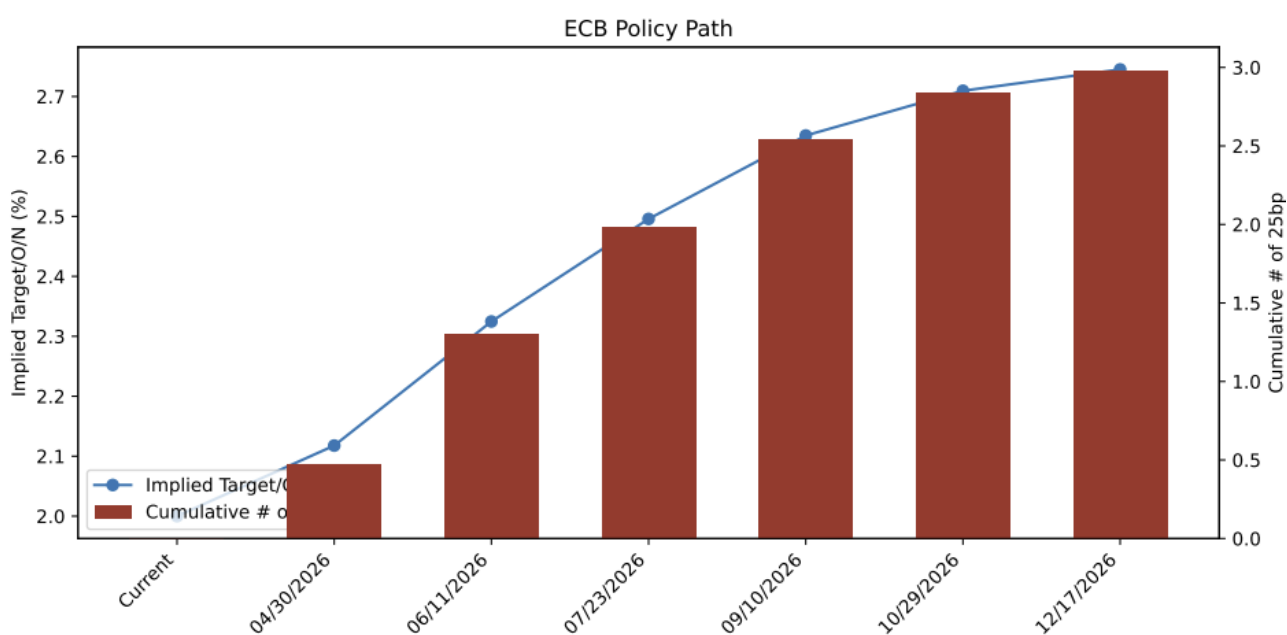
---

Makro .....	4
Obligationsmarked .....	5
Opsummering .....	6

## Makro

Marts 2026 vil stå i historien som en måned, der fundamentalt ændrede det globale makroøkonomiske billede. Den 28. februar indledte USA og Israel koordinerede luftangreb mod iransk militærinfrastruktur og lederskab – en operation der af amerikanerne gik under navnet "Operation Epic Fury." Iran svarede igen med missil- og droneangreb mod amerikanske og israelske mål samt mod Golfstater, der huser amerikanske styrker.

Den umiddelbare konsekvens var en voldsom uro på de globale energimarkeder. Iran iværksatte en de facto blokade af Hormuzstrædet, hvorfra ca. 20 procent af verdens olie eksporteres. Konflikten sendte prisen på Brent-råolie op på 119 dollar per tønde – første gang siden Ruslands invasion af Ukraine, at prisen oversteg 100 dollar. Det er diesel, der foreløbig er ramt hårdest, da mange raffinaderier af netop denne brændstoftype er placeret i Golfstaterne, samt det er det primært industrien, der bruger diesel. Ser man fremad, vurderer Saudi-Arabien, at prisen kan nå 180 dollar per tønde, hvis forstyrrelserne varer til slutningen af april, mens energikonsulenthuset Wood Mackenzie ikke udelukker en pris op mod 200 dollar i 2026.



Kilde: Nordea Analytics

Energichokket har sat centralbankerne i en vanskelig situation. ECB valgte på sit møde den 19. marts at holde de tre officielle renter uændret. I sin kommunikation understregede ECB, at krigen har gjort udsigterne betydeligt mere usikre, da den øger risikoen for højere inflation og mindsker mulighederne for vækst. I basisscenariet forventes den samlede inflation nu at gennemsnitligt ligge på 2,6 pct. i 2026, opjusteret fra december's fremskrivninger, primært som følge af de højere energipriser. Fed traf samme uge en tilsvarende beslutning om at fastholde renten, men Fed-chef Jerome Powells udmeldinger om, at lavere inflation i varepriserne er en forudsætning for fremtidige rentenedsættelser, blev opfattet negativt af aktieinvestorerne. ECB-præsident Christine Lagarde signalerede dagen efter, at centralbanken er klar til at hæve renten, selv hvis inflationsstigningen viser sig midlertidig. I ECB's negative scenarie advares om, at inflationen kan toppe på op mod 4 pct. i år, og i det mest alvorlige scenarie potentielt over 6 pct. i begyndelsen af 2027.

Markederne reagerede bredt negativt. Den nervøsit, der siden starten af konflikten har sneget sig ind på aktiemarke-  
derne, gav sig bl.a. udslag i, at C25-indekset torsdag den 19. marts lukkede med et fald på 2,5 pct. – det laveste niveau i  
knap et halvt år. Energi- og forsvarssektoren udgjorde en positiv undtagelse, mens rentefølsomme sektorer og cykliske  
aktier var særligt hårdt ramt.

For dansk og europæisk økonomi er udsigterne blevet mærkbart svagere. Nationalbanken præsenterede i marts et  
risikoscenarie, hvor en kortvarig stigning i olieprisen til 160 dollar per tønde reducerer den danske BNP-vækst med ca.  
0,5 procentpoint i 2026, svarende til en vækstregning på godt 13 mia. kr., og presser forbrugerinflationen op mod 4,5  
pct. i det negative forløb.

Konflikten og dens afledte effekter dominerede således fuldstændigt det finansielle billede i marts. Den centrale  
usikkerhed er nu, om energichokket viser sig kortvarigt eller bider sig fast – og dermed om centralbankerne tvinges til  
at stramme pengepolitikken i en situation, hvor væksten i forvejen er under pres. Stagflationsrisikoen er for alvor  
tilbage på dagsordenen - lige som risikoen for politikfejl fra centralbankerne er til stede.

Dato	DKK SWAP 2Y	DKK SWAP 5Y	DKK SWAP 10Y	DKK SWAP 30Y	DKK SWAP 10Y-2Y
30-06-2025	2.10	2.41	2.76	2.90	0.67
30-09-2025	2.25	2.52	2.81	3.00	0.56
31-12-2025	2.39	2.76	3.12	3.43	0.73
30-01-2026	2.33	2.68	3.04	3.33	0.71
27-02-2026	2.29	2.55	2.89	3.18	0.60
31-03-2026	2.95	3.07	3.26	3.30	0.31

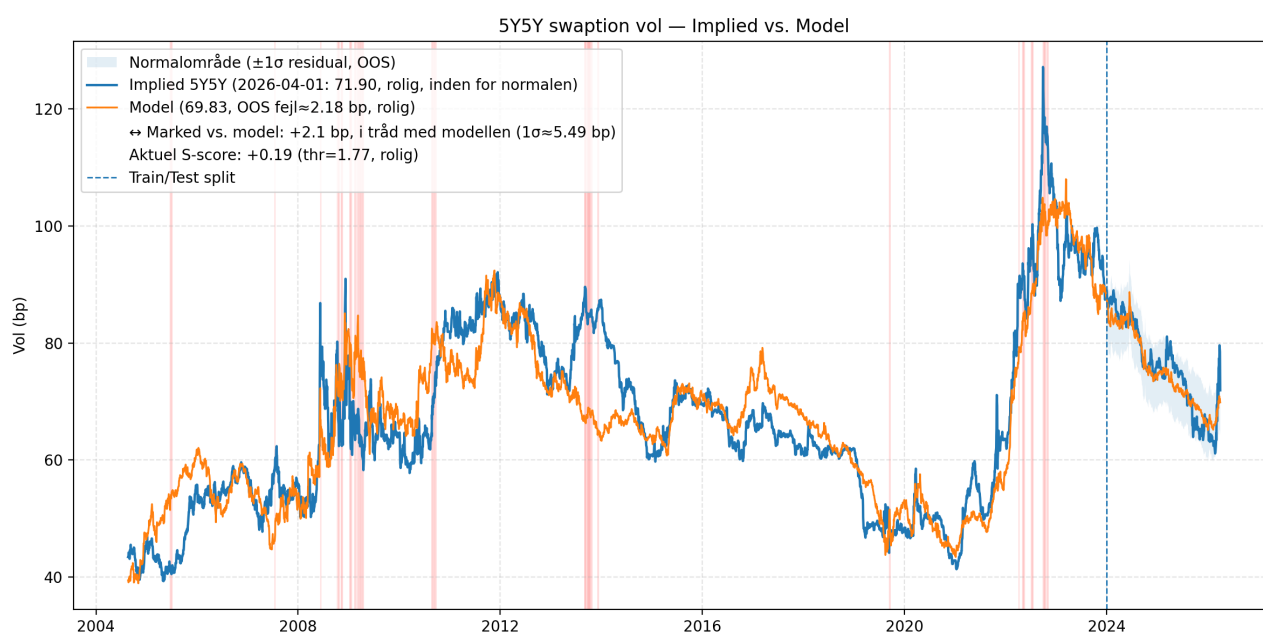
Dato	EUR SWAP 2Y	EUR SWAP 5Y	EUR SWAP 10Y	EUR SWAP 30Y	EUR SWAP 10Y-2Y
30-06-2025	1.91	2.27	2.60	2.75	0.69
30-09-2025	2.08	2.38	2.68	2.89	0.60
31-12-2025	2.17	2.57	2.93	3.25	0.76
30-01-2026	2.13	2.51	2.87	3.17	0.74
27-02-2026	2.07	2.36	2.69	2.99	0.62
31-03-2026	2.73	2.89	3.08	3.12	0.35

Kilde: Nordea Analytics

## Obligationsmarked

Marts måned satte det danske obligationsmarked under pres fra flere sider på én gang: stigende energipriser, opjusterede inflationsforventninger, en flad swapkurve, øget kreditspænd og eksplosivt stigende rentevolatilitet. Alligevel klarede markedet sig bemærkelsesværdigt godt – i hvert fald set i lyset af, hvad der skete i aktiemarkederne.

Den dominerende fortælling i marts var ikke kreditkvalitet, men rentevolatilitet. Da konflikten i Iran sendte olieprisen op og markedet begyndte at prissætte ECB-rentestigninger, steg den implicitte EUR 5Y5Y swaption volatilitet fra 62 bps. ved udgangen af februar til ca. 74 bps. – og kurstabet for 30-årige on-the-run konverterbare obligationer drevet af denne ene faktor alene landede på tæt ved minus 1 procentpoint i marts. OAS-spændene forblev overordnet stabile, om end spreads på flexobligationer udvidede sig en smule – den fundamentale kreditkvalitet i det danske realkreditmarked var dog ikke under væsentligt pres.



Kilde: Bloomberg

Det giver en vigtig pointe: det var ikke kreditmæssig uro, men prisen på optionalitet, der bestemte kursbevægelserne. Det er et mønster, vi kender fra 2022 – og det er samme mekanisme, der gør de konverterbare obligationer mere rentefølsomme i perioder med inflationsfrygt og udsigt til centralbankreaktioner end i en klassisk risk-off situation drevet af kreditfrygt.

Et særligt tema i marts var den voldsomme fladning af EUR-swap 10/30-kurven. Inflationschokket pressede de korte renter op, mens de lange renter – understøttet af faldende efterspørgsel efter ultralang varighed fra den hollandske pensionssektor – ikke steg i samme omfang. Marts til dato fladede EUR 10/30 swap-kurven med op mod 28 basispoint, og effekten slog igennem i de lange danske realkreditobligationer, herunder særligt IO30-serierne. Som forventet bidrog den stigende rente til en kortere varighed i 4%-segmentet, idet den højere volatilitet dæmpede konveksitetseffekten.

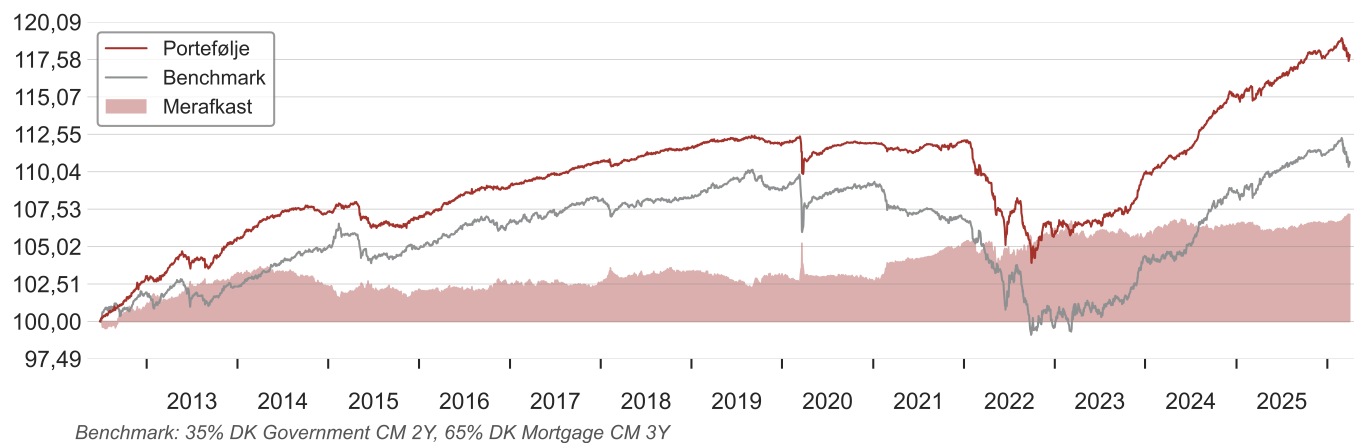
Rentestigningerne i den korte ende af kurven – op mod 65 basispoint afhængigt af løbetid siden krigens start – gav et markant renteincitament til at gå ud ad flexkurven. Flexobligationer med 2-5 års løbetid gav pænt merafkast i yield+rul-beregningerne, mens 1-årige flex'er ser mindre interessante ud. Tapudstedelsen ultimo kvartalet var på ca. 31 mia., hvoraf flex'er udgjorde 21 og floatere 10mia. Det var på niveau med decembers 31 mia. dog var fordelingen ca. 50% til både flex'er og floatere. Det var bemærkelsesværdigt, at 5-årige fortsat er låntagernes foretrukne selv efter de rentestigningerne. Om end vores forventning er at udstedelsen skifter mod variabel rente.

Den centrale usikkerhed er, om ECB vælger at hæve renten yderligere – gør de ikke det, forventes markedet at finde ro. Historikken viser dog, at den implicitte volatilitet sjældent falder hurtigt efter markante ændringer i renteforventningerne, og at udfaldsrummet for spændudvidelser i konverterbare fremstår asymmetrisk: der er meget mere at tabe end at vinde på kreditspænd fra de nuværende lave niveauer, hvis ECB alligevel strammer pengepolitikken yderligere. Det taler for fortsat forsigtighed på varighed og eksponering mod konverterbare, mens de attraktive absolutte renteniveauer giver gode indgangspunkter i danske obligationer. Horisontafkastet fremstår særligt attraktivt sammenlignet med alternative placeringer – de korte afdelinger tilbyder omkring 3,00-3,25% ved uændrede renter efter omkostninger, mens de lange afdelinger ligger omkring 4,00%.

	1 år	2 år	3 år	5 år	7 år
DK Mortgage CM		-0.51	-0.69	-0.64	
DK Mortgage Callable CM			-0.89	-0.87	-0.70
DK Mortgage Non-Callable CM	0.10		-0.49		
DK Government CM		-0.35	-0.44	-0.45	-0.44

Kilde: Nordea Analytics

## Opsummering



Tidsvægtet afkast	januar	februar	marts
Portefølje	0.46%	0.47%	-0.95%
Benchmark	0.43%	0.45%	-1.44%
Merafkast	0.03%	0.02%	0.49%

Afkast	Portefølje	Benchmark	Merafkast
År til dato afkast	-0.02%	-0.57%	0.55%
Kvartal til dato afkast	-0.02%	-0.57%	0.55%
Akkumuleret afkast	17.89%	10.70%	7.19%
Annualiseret afkast	1.20%	0.74%	0.46%
Rullende 1 års annualiseret afkast	2.07%	1.39%	0.68%
Rullende 3 års annualiseret afkast	3.45%	3.25%	0.20%
Rullende 5 års annualiseret afkast	1.10%	0.57%	0.53%

### Fondsinformation

Horisontafkast	3.06%
NAV	1,178.86
ISIN	DK0061553245
Notering	Ikke børsnoteret
Udbyttepolitik	Akkumulerende
Startdato	26-06-2012