

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
CVR 27 40 31 74

Afkastrappertering



HP Engros Korte Danske Obligationer Månedsrappotertering

Rapporteringsperiode: 1. maj - 31. maj 2026

Maj 2026

Maj var præget af følgende centrale udviklinger:

- Olien faldt 20% på fredsrygter - mens iranske missiler fortsat ramte Kuwait. Hormuz er stadig ikke åbent, og markedet priser på håb snarere end realiteter.
- Amerikansk forbrugertillid på laveste niveau nogensinde - lavere end finanskrisen, lavere end 10%-arbejdsløsheden. Alligevel rundede Dow Jones 50.000 for første gang.
- Ny Fed-formand og ECB klar til at hæve. Centralbankernes sommer bliver alt andet end feriestemning.
- Refinansieringsauktioner afviklet uden drama: Refinansieringsauktionerne til juli landede på ca. 94 mia. kr. - noget mindre end april og i tråd med sæsonmønstret. Prisfastsættelsen gav ingen overraskelser.
- Generationsskifte på vej i konverterbare: Nykredit, Nordea og DLR har åbnet 4% 2059-serier, men med begrænset likviditet handles de fortsat med betydelig discount til 4% 2056, der lukker til august og fortsat bør foretrækkes.

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 rapporteringsperioden. Klik på afdelingens navn for mere information på hpfonds.dk.

BØRSNOTEREDE AFDELINGER

Afdeling	MTD	Merafkast	ÅTD	Merafkast
HP Invest Korte Danske Realkreditobligationer	0.76%	0.14%	0.66%	0.34%
HP Invest Lange Danske Obligationer Akk.	1.57%	0.46%	0.88%	0.08%
HP Invest Lange Danske Obligationer	1.56%	0.45%	1.15%	0.35%
HP Invest Grønne Obligationer	1.27%	0.20%	1.21%	0.23%

UNOTEREDE AFDELINGER

Afdeling	MTD	Merafkast	ÅTD	Merafkast
HP Engros Korte Danske Obligationer	0.78%	0.16%	0.98%	0.66%
HP Invest Korte Danske Obligationer	0.80%	0.18%	1.23%	0.91%
HP Invest Lange Danske Realkreditobligationer	1.65%	0.54%	0.89%	0.08%
HP Hedge Danske Obligationer	3.84%	-	4.86%	-
HP Hedge Fixed Income	3.24%	-	5.39%	-

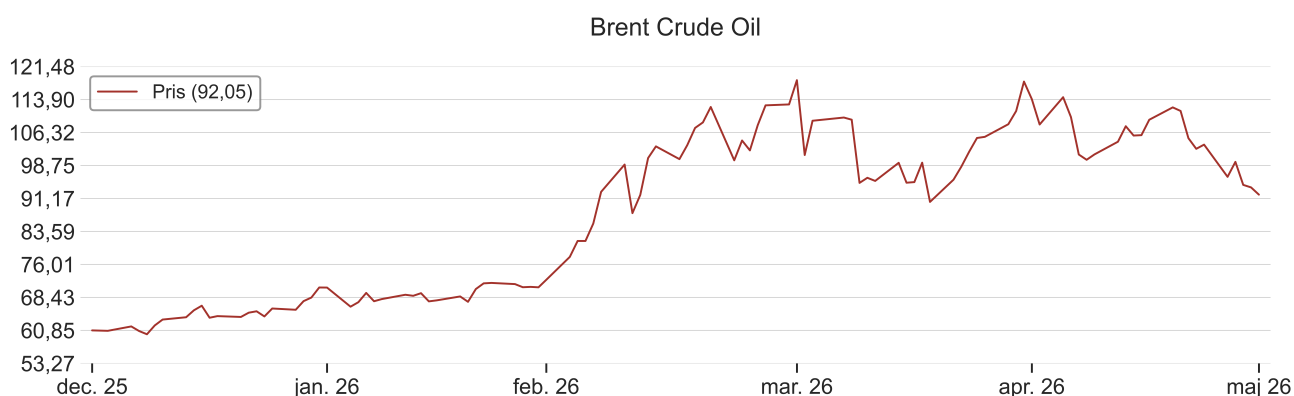
Afkast er beregnet efter omkostninger.

Indholdsfortegnelse

Makro	4
Obligationsmarked	5
Opsummering	6
Stresstest	7
Bæredygtighedsrapport	8

Makro

Mens verden i april holdt vejret og talte olietønder, bød maj på et forsigtigt håb: fredsforhandlinger mellem USA og Iran sendte olieprisen næsten 20% ned fra årets top. Men de økonomiske ar fra to måneders Hormuz-lukning viser sig nu i fuld bredde i nøgletallene - og centralbankerne har fået en ny spiller på banen.



Kilde: Bloomberg

Brent råolie faldt til ca. 92,5 USD pr. tønde ved månedens udgang, drevet af stigende optimisme om en 60-dages våbenhvileaftale mellem USA og Iran. Men eufori er for stærkt et ord. Selvom USA og Iran angiveligt er "stort set enige" om aftalens betingelser, mangler Trumps endelige godkendelse - og iranske styrker affyrede ballistiske missiler mod Kuwait midt under forhandlingerne. Markedet fejrer fredsrygter, mens krigen fortsætter. Det er den slags inkonsistens, der minder én om, at geopolitik sjældent følger et manuskript.

I Europa er billedet fortsat dystert. Eurozonens PMI-tal for maj viste en dybere nedgang end ventet: fald i produktion, nye ordrer og beskæftigelse, mens inputpriserne steg med den hurtigste takt i tre et halvt år. Serviceerhvervene er hårdest ramt, med det kraftigste fald siden februar 2021. I USA er forbrugertilliden fortsat i frit fald. University of Michigans forbrugertillidsindeks nåede et rekordlavt niveau på 44,8 i maj - det tredje månedlige fald i træk - med 57% af forbrugerne, der spontant nævner høje priser som den primære belastning på deres økonomi. Det er lavere end april, lavere end finanskrisen, og lavere end nogensinde i målinger der går tilbage til 1952. Aktiemarkedet steg alligevel. Den afkobling burde bekymre flere end den gør.

Den største nyhed på centralbankfronten i maj var ikke en rentebeslutning, men en personudskiftning. Kevin Warsh blev den 13. maj bekræftet af Senatet som den nye formand for Federal Reserve med stemmetallet 54-45 - den mest splittende bekræftelse af en Fed-formand i moderne tid. Warsh tiltrådte den 15. maj og leder junimødet den 16.-17. juni. Det usædvanlige er, at Jerome Powell fortsætter som guvernør i det samme udvalg - noget der ikke er sket i næsten 80 år. Trump fik sin mand ved roret, men markedet er endnu ikke overbevist om, at Warsh vil levere de rentesænkninger præsidenten efterspørger: inflationsdataene giver ikke oplagt plads til lempelser. ECB holder junimødet den 11. juni, og forventningerne er krystalklare. En Bloomberg-rundspørge fra maj viser, at økonomer nu forventer to rentestigninger i 2026 - i juni og september - drevet af den Iran-relaterede inflation. Spørgsmålet er ikke længere om ECB hæver, men hvor hurtigt og hvor meget.

Midt i alt det makroøkonomiske kaos rundede Dow Jones-indekset 50.000 point for første gang nogensinde - båret af fortsat AI-optimisme og stærke Q1-regnskaber fra de store teknologiselskaber. Brede aktieindeks sluttede måneden i plus, understøttet af fredsoptimisme og tech-momentum, og kreditspændene holdt sig overraskende stabile trods det turbulente makrobillede - et tegn på at markedet fortsat priser en snarlig løsning på konflikten ind. Obligationsmarkedet forbliver dog under pres: forventningerne om ECB-stigninger og Warsh-usikkerhed ved Fed holder de lange renter forhøjede. En egentlig normalisering af rentebilledet kræver at Hormuz genåbner for alvor - og det er endnu ikke sket.

I Danmark nærmer regeringsforhandlingerne sig tilsyneladende en afklaring. Mette Frederiksen fortsætter forhandlingerne med venstrefløjen og Moderaterne, og en centrum-venstre koalition tegner sig som det mest sandsynlige udfald. Lars Løkke Rasmussens vilje til at bygge bro hen over midten har kostet ham politisk kapital på højrefløjen - men kan vise sig at være det, der giver Danmark en funktionsdygtig regering i en ellers turbulent tid.

Dato	DKK SWAP 2Y	DKK SWAP 5Y	DKK SWAP 10Y	DKK SWAP 30Y	DKK SWAP 10Y-2Y
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
30-04-2026	2.96	3.07	3.27	3.34	0.30
29-05-2026	2.84	2.95	3.17	3.33	0.33

Dato	EUR SWAP 2Y	EUR SWAP 5Y	EUR SWAP 10Y	EUR SWAP 30Y	EUR SWAP 10Y-2Y
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
30-04-2026	2.75	2.89	3.08	3.16	0.33
29-05-2026	2.64	2.80	3.00	3.16	0.36

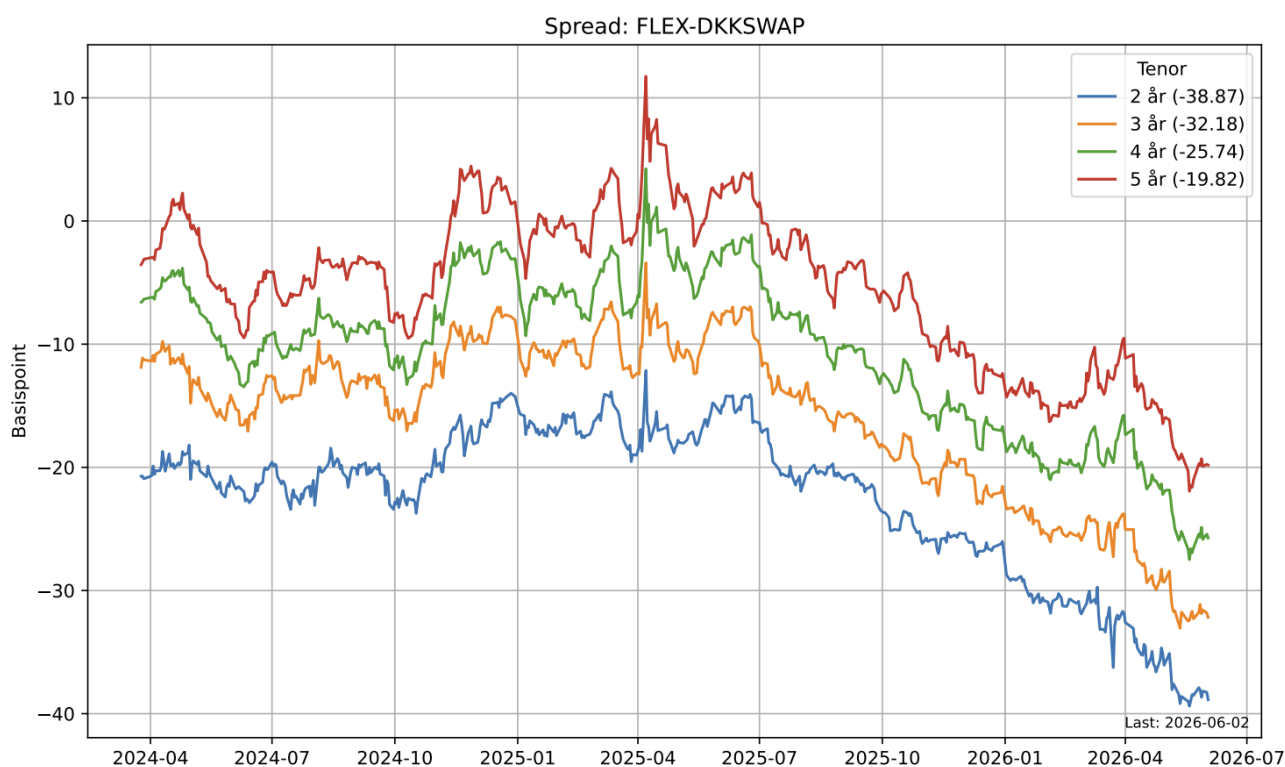
Kilde: Nordea Analytics

Obligationsmarkedet

Maj har været en rolig måned for det danske obligationsmarked. Den lange ende af swapkurven har handlet sidelæns til svagt lavere, mens den korte og mellemlange del fortsat afspejler markedsforventninger om kommende rentestigninger fra ECB og Nationalbanken. En vigtig observation i måneden er at kursbevægelserne i de store konverterbare serier i stigende grad følger europæisk rentevolatilitet snarere end de traditionelle drivere som kreditspænd og renteændringer - en udvikling der kalder på opmærksomhed i porteføljestyningen.

Den strukturelt mest interessante begivenhed i maj er åbningen af 4% 2059-serierne. Nykredit, Nordea og DLR har alle åbnet serier, og den nye generation af 30-årige obligationer er dermed ved at tage form. 4% 2056 er imidlertid fortsat ekstraordinært likvid og vil dominere handelsaktiviteten frem mod sin lukning. De nye 4% 2059-serier er i en meget tidlig opbygningsfase, og illikviditetspræmien er reel. Vi ser det som for tidligt at betragte 4% 2059 som et ligeværdigt alternativ til 4% 2056 - men kursspændet kan blive interessant for investor med lidt længere tidshorisont.

Refinansieringsauktionerne for flex- og floaterlån med udløb pr. 1. juli er nu afsluttet. Den samlede auktionsmængde landede på ca. 94 mia. kr., fordelt med ca. 18 mia. i flexobligationer og 76 mia. i floaters - heraf knap 21 mia. i CITA-baserede floaters. RD stod for den største floaterandel med godt 31 mia., primært i 4-årige CIB6-floaters, mens Nykredit dominerede med ca. 25 mia. i 3-årige CITA6-floaters. JYK bidrog med 3 mia. i CIB3-floater, og DLR afrundede med knap 10 mia. i den 5-årige CIB6.



Kilde: Nordea Analytics

Auktionerne forløb uden nævneværdige overraskelser. Bid-to-cover ratioerne var generelt acceptable, og floater/flexspændene holdt sig stabile i ugerne op til og under auktionerne. Prisfastsættelsen flugter med den generelle markeds-

stemning, hvor rigeligt med likviditet i det danske pengemarked understøtter efterspørgslen efter kortere variabel eksponering. Sammenlignet med februar-auktionen, der landede på ca. 112 mia. i alt, er maj-auktionen noget mindre - hvilket afspejler den naturlige sæsonvariation i refinansieringsbehovet.

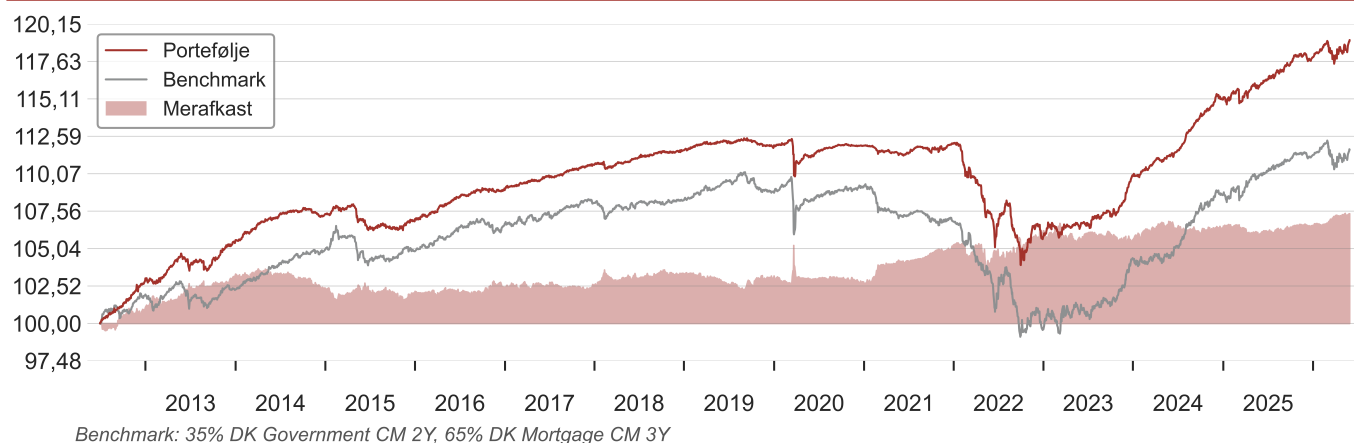
Kronekursen har i perioder handlet tæt på niveauer der historisk har udløst intervention fra Nationalbanken. Nettostillingens bevægelser har skabt spekulationer om mindre kronosalg, men bevægelserne har været for beskedne og kortvarige til at konkludere at der er intervenseret i nævneværdigt omfang. Det sæsonmæssige pres fra udbyttebetalinger er nu overstået, og det kommercielle kronosalg fra større danske virksomheder ser ud til at aftage - faktorer der taler for et lettere kronepres i de kommende måneder.

Tærsklen for en isoleret dansk renteforhøjelse vurderes fortsat som høj. Betalingsbalancen viser solidt overskud, pensionssektorens strukturelle efterspørgsel efter kroner er intakt, og Nationalbanken vil næppe sende et signal om pengepolitisk stramning uden et mere vedvarende og kraftigere kronepres end det vi har set i maj. En eventuel justering af rentespændet til ECB ligger efter vores vurdering et godt stykke ude i fremtiden.

	1 år	2 år	3 år	5 år	7 år
DK Mortgage CM		0.29	0.37	0.69	
DK Mortgage Callable CM			0.26	0.70	0.98
DK Mortgage Non-Callable CM	0.62		0.57		
DK Government CM		0.22	0.24	0.47	0.66

Kilde: Nordea Analytics

Opsummering



Tidsvægtet afkast	jan	feb	mar	apr	maj
Portefølje	0.46%	0.47%	-0.95%	0.22%	0.78%
Benchmark	0.43%	0.45%	-1.44%	0.27%	0.62%
Merafkast	0.03%	0.02%	0.49%	-0.04%	0.16%

Afkast	Portefølje	Benchmark	Merafkast
År til dato afkast	0.98%	0.32%	0.66%
Kvartal til dato afkast	1.01%	0.90%	0.11%
Akkumuleret afkast	19.07%	11.69%	7.39%
Annualiseret afkast	1.26%	0.80%	0.46%
Rullende 1 års annualiseret afkast	2.42%	1.42%	0.99%
Rullende 3 års annualiseret afkast	3.65%	3.36%	0.29%
Rullende 5 års annualiseret afkast	1.30%	0.76%	0.54%

Fondsinformation

Horisontafkast	2.88%
NAV	1,190.72
ISIN	DK0061553245
Notering	Ikke børsnoteret
Udbyttepolitik	Akkumulerende
Startdato	26-06-2012

Investorer opfordres til at søge individuel rådgivning om egne investeringsmæssige og dertil knyttede forhold, og HP Fonds gør opmærksom på, at historiske afkast ikke er en garanti for fremtidige afkast. De forventede afkast baseres på det moderate afkast i de angivne investeringsperioder, som følger af PRIIP-dokumenterne.

Stresstest

Hovedhændelse	Periode	Varighed	P&L	Benchmark	Difference	Kommentarer
Lehman Brothers 2008	15-09-2008 - 19-09-2008	5 d	-0.85%	-0.72%	-0.13%	Kredit- og fundingmarkeder stress
Global panic-selloff	06-10-2008 - 10-10-2008	5 d	-1.99%	-1.54%	-0.44%	S&P 500 -18 % VIX > 80 Bund-rente fald > 40 bp
Flash Crash	06-05-2010 - 06-05-2010	1 d	0.11%	0.06%	0.06%	Aktier -9 % intradag
US debt downgrade (S&P)	08-08-2011 - 11-08-2011	4 d	0.42%	0.21%	0.21%	Aktier ned ca. 15 % Bunds stærkt købte
"Black Monday"	24-08-2015 - 25-08-2015	2 d	-0.30%	-0.15%	-0.15%	Globalt risk-off EM spreads udvidet > 50 bp
US-election (Trump)	09-11-2016 - 11-11-2016	3 d	-0.41%	-0.22%	-0.19%	Lange renter op ca. 30 bp; reflations-trade
VIX-ETN collapse	05-02-2018 - 09-02-2018	5 d	-0.50%	-0.21%	-0.29%	Aktier -10 % VIX > 50 credit +20 bp
Global Covid margin call	09-03-2020 - 12-03-2020	4 d	-0.04%	-0.18%	0.15%	Likviditetsstress
Fed/ECB interventions	13-03-2020 - 18-03-2020	6 d	-1.82%	-0.82%	-1.00%	Bund +50 bp -> -50 bp swing markedsstabilisering
Ukraine invasion	24-02-2022 - 28-02-2022	5 d	0.18%	0.18%	0.00%	Risk-off olie/gas spike kredit +40 bp
Fed 75 bp hike	13-06-2022 - 15-06-2022	3 d	-0.87%	-0.31%	-0.56%	Lange renter +40-60 bp globalt
UK gilt/LDI-crisis	23-09-2022 - 28-09-2022	6 d	-0.72%	-0.43%	-0.29%	30Y GBP-rente +120 bp; bredt rentechok
SVB + Credit Suisse stress	10-03-2023 - 13-03-2023	4 d	0.52%	0.66%	-0.14%	Kreditspreads +70 bp Bund -35 bp
Yields & Spreads: +50bp	Fiktivt stress	1 d	-3.92%	-2.64%	-1.27%	Equities -20%, Impl. vol: +25bp
Spreads: +50bp	Fiktivt stress	1 d	-2.55%	-1.33%	-1.22%	Equities -20%, Impl. vol: +25bp
Spreads: +50bp	Fiktivt stress	1 d	-2.02%	-1.07%	-0.95%	Equities -20%

Bæredygtighedsrapport

Denne rapport viser hvilken bæredygtighedsmæssig forskel porteføljen gør. Til forskel fra gængse ESG-rapporter, der baseres på data om de udstedende banker, baseres rapporten på data fra de specifikke realkreditsikkerhedspuljer obligationerne dækker – et mere retvisende billede af de underliggende aktivers reelle klima- og samfundsmæssige aftryk. Data er fra 2025Q4.

PRIMÆRE NØGLETAL

■ Portefølje ■ Benchmark

CO₂-aftryk

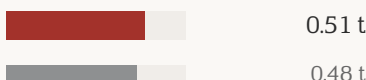
Ton CO₂e udledt pr. investeret mio. DKK.

0.51

▼ 6%

ton / DKKm

vs. benchmark



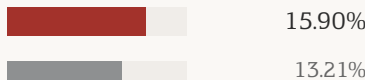
EU Taksonomi

Aktiver alignede med EU's Taksonomi for Bæredygtige Aktiviteter.

15.9%

BM: 13.2%

af porteføljen



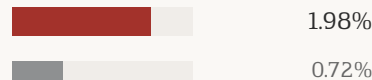
Sociale formål

Aktiver knyttet til sociale formål, fx almene boliger og sociale udlån.

2.0%

BM: 0.7%

af porteføljen



SEKUNDÆRE NØGLETAL

Energimærker

EU-regulering kræver at alle beboelsesbygninger opnår mindst karakter E inden 2030 og D eller bedre inden 2033.

ENERGIMÆRKE	PORTEFØLJE	BENCHMARK
A	13.7%	10.4%
B	6.5%	4.6%
C	22.7%	16.5%
D	19.5%	16.7%
E	7.3%	6.2%
F	2.8%	2.2%
G	1.7%	1.0%
Ej klassificeret	25.8%	42.3%

Klimareduktionsmål

Andelen af realkreditudstedere der har kommunikeret konkrete mål for at reducere klimaaftrykket fra deres aktiviteter.

100%

Benchmark: 100%

Porteføljens datadækning: 78.8%. Benchmark datadækning: 64.3%. Rapporten baseres på data fra realkreditinstitutterne pr. ultimo kvartalet og opdateres kvartalvist i takt med, at nye sikkerhedspuljedata bliver tilgængelige.