

Den historiske lange regeringsnedlukning i USA sluttede i starten af november og der er så småt begyndt at blive offentliggjort økonomiske nøgletal igen. Mange af de offentliggjorte nøgletal har været svagere end ventet — bl.a. viste Michigan forbrugertilliden og Chicago PMI markante fald, hvilket indikerer en tilbagegang i både privatforbruget og i industrien. Desuden viser undersøgelser, at frygten for at miste sit job blandt de amerikanske lønmodtagere nærmer sig niveauer, der tidligere kun er set i krisetider. Kombinationen af svagere nøgletal og mere forsigtig centralbankretorik har fået markedet til at indprise en stor sandsynlighed for en rentenedsættelse fra FED allerede den 10. december. På det seneste FOMC møde anerkendte ledelsen, at den stramme pengepolitik nu mærkbart dæmper økonomisk aktivitet, og Powell kommenterede eksplicit, at yderligere stramning “ikke nødvendigvis er påkrævet”, hvis inflationen fortsætter med at falde. FED fremhævede også, at de strammere finansielle vilkår og højere realrenter allerede arbejder i retning af at dæmpe økonomien, hvilket blev tolket som et tydeligt skifte mod en mere afdæmpet linje, selvom man ikke officielt meldte kommende rentesænkninger ud.

På aktiemarkedet har det været tech-sektoren, der har været i vælten med stigende bekymring omkring de ekstremt store capex-investeringer i datacentre og AI-infrastruktur. Markedet frygtede, at investeringerne ville overstige finansiell bæreevne for flere selskaber og lægge pres på balancer og funding — hvilket bl.a. kunne ses i stigende CDS-spreads på obligationsudstedelser fra selskaber som Oracle. Men et stærkt kvartalsregnskab fra Nvidia midt i måneden vendte stemningen — både ift. indtjeningsmomentum i tech sektoren og generel tillid til, at investeringsstrategien kan bære frugt. Dette fik både tech-aktier og kreditsentiment i sektoren til at stabilisere sig og stige.

På den geopolitiske scene præsenterede Trump sin 28-punkts plan for fred i Ukraine. Planen vurderes i høj grad at være udformet på Putins præmisser og signalerer en amerikansk prioritering af hurtig konfliktløsning frem for en principiel fastholdelse af Ukraines territoriale integritet. Europa står i øjeblikket i en reaktiv og defensiv position og forsøger nu at udforme et europæisk modudspil for at genvinde strategisk indflydelse.

På det seneste ECB-møde vurderede rådet, at renteniveauet nu er passende til at modstå eventuelle økonomiske stød, men holdt samtidig at alle muligheder er åbne — fremtidige beslutninger vil derfor i høj grad afhænge af data. Samtidig begyndte ECB i november mere eksplicit at tale om risikoen for “politisk overstramning”, hvilket kunne indikere, at renterne vil blive holdt på niveauet eller lavere.

Derudover var november kendetegnet ved markant bevægelse i oliepriserne, som faldt betydeligt i løbet af måneden. En analyse viser godt nok, at efterspørgslen er stigende, men at udbuddet stiger med det tredobbelte. Det styrker det globale disinflationære narrativ og var med til at forankre forventningerne til rentefald — primært i USA.

Aktiemarkederne faldt i første del af november, drevet af svage nøgletal og bekymringer i tech-sektoren. I månedens sidste uger vendte stemningen, understøttet af forventninger om rentenedsættelser og stærke regnskaber fra enkelte nøgleselskaber, hvilket løftede kurserne igen. Samlet efterlod det markedet tæt på uændret ved månedens udgang.

Dato	DKK SWAP 2Y	DKK SWAP 5Y	DKK SWAP 10Y	DKK SWAP 30Y	DKK SWAP 10Y-2Y
31-12-2022	3,55	3,38	3,32	2,65	-0,23
31-12-2023	2,94	2,62	2,67	2,51	-0,27
31-12-2024	2,26	2,36	2,49	2,29	0,23
31-03-2025	2,24	2,50	2,76	2,74	0,52
30-06-2025	2,10	2,41	2,76	2,86	0,67
30-09-2025	2,25	2,52	2,81	3,00	0,56
31-10-2025	2,24	2,50	2,81	3,04	0,57
30-11-2025	2,28	2,57	2,91	3,22	0,63

Dato	EUR SWAP 2Y	EUR SWAP 5Y	EUR SWAP 10Y	EUR SWAP 30Y	EUR SWAP 10Y-2Y
31-12-2022	3,38	3,21	3,17	2,50	-0,21
31-12-2023	2,82	2,44	2,50	2,34	-0,32
31-12-2024	2,19	2,24	2,36	2,16	0,17
31-03-2025	2,15	2,36	2,62	2,60	0,47
30-06-2025	2,00	2,27	2,60	2,75	0,60
30-09-2025	2,16	2,38	2,68	2,89	0,52
31-10-2025	2,04	2,34	2,65	2,90	0,61
30-11-2025	2,17	2,41	2,75	3,07	0,58

Kilde: Nordea Analytics

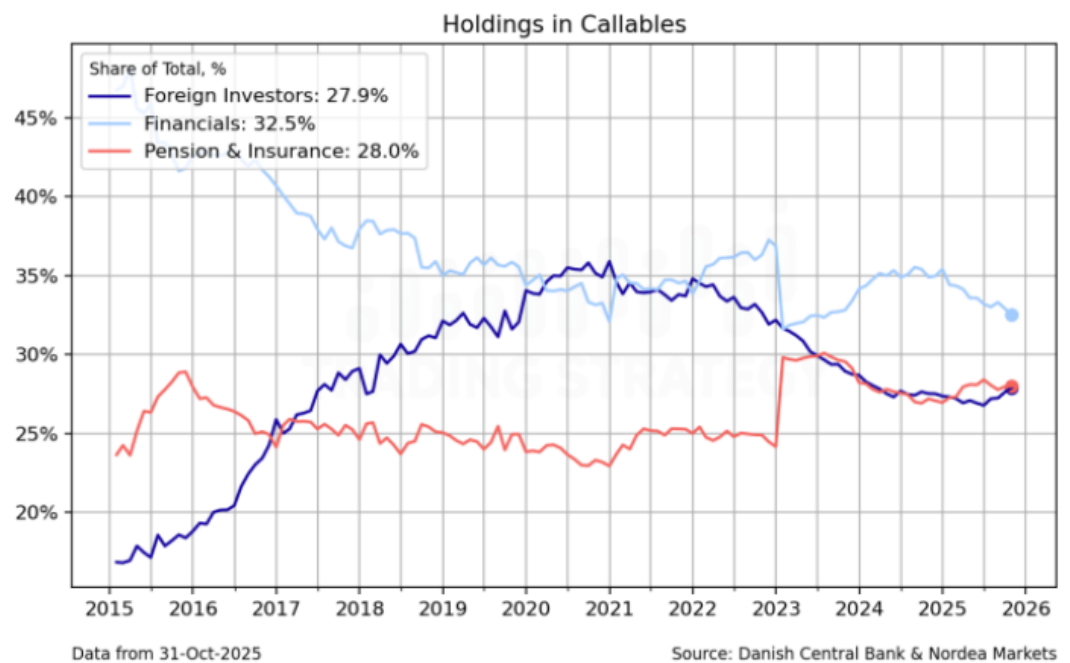
Obligationsmarkedet

Efter en periode med fokus på de store ekstraordinære udtræk i konverterbare realkreditlån og fokus på genplacering af terminspenge, blev november en måned hvor interessen vendte sig mod refinansieringsauktionerne og den generelle stemning i flexmarkedet. De kortløbende flexlån (1-3 år) klarede sig godt op til auktionerne, men i auktionsugen blev det tydeligt, at investorerne var mere selektive over for de helt korte løbetider. Det afspejlede en tendens i markedet til at søge lidt længere løbetid for at få en bedre balance mellem afkast og risikoprofil.

Efterspørgslen var derfor overraskende stærk i de længere serier — især omkring 5-årige flexobligationer — på trods af nogle af de største auktionsmængder vi har set længe og det fra både danske og udenlandske investorer. Denne præference for varighed blev desuden støttet af den makroøkonomiske udvikling, hvor svagere amerikanske indikatorer og forventninger om fremtidige rentenedsættelser har løftet efterspørgslen efter papirer med længere løbetider.

Det konverterbare segment nyder fortsat godt af den lave volatilitet og selvom OAS-niveauerne ligger til den dyre side historisk, vurderes segmentet fortsat relativt billigt sammenlignet med det øvrige kreditmarked. 4 %-serierne fremstår nu som et relativt attraktivt carry papir, da der både bør være plads til yderligere kursstigninger ved rentefald mens der også bør være en anelse beskyttelse ved mindre rentestigninger. 5 %-serierne er stadig relevante, men har mistet noget af deres momentum grundet det store ekstraordinære udtræk, og markedet orienterer sig gradvist mod lavere kuponer med bedre risiko/afkast-profil frem mod 2026.

Ejerfordelingsstatistikken for oktober viste umiddelbart et udenlandsk nettokøb på ca. 6 mia. kr. i konverterbare obligationer, men ændringen skal læses med forsigtighed. Nationalbankens skifte fra opgørelse på valørdato til handelsdato giver periodevis støj i tallene omkring terminstidspunkter, hvor indenlandske aktørers indberetning før og efter udtræk kan påvirke residualberegningen. Beholdningsniveauerne anses dog for korrekte, og her fremgår det, at udlandets nominelle beholdning af konverterbare steg fra 317 mia. til 321 mia. kr. fra august til oktober. Det tyder på en reel, om end gradvis, genopbygning af udenlandsk eksponering — og primært uden for eurozonen.



Kilde: Nordea Analytics

Fra den danske investorside ser vi fortsat en stærk og stabil efterspørgsel fra institutionelle investorer, herunder pensionskasser og investeringsforeninger, der fortsat er aktive i segmentet. Likviditeten i danske obligationer er god, kronemarkedet stabilt med en relativ høj nettostilling, og samlet set vender udbud/efterspørgsel situationen i favør af de konverterbare obligationer.

Samlet set står realkreditmarkedet solidt, dog i et miljø hvor forskellen mellem kort og lang varighed samt et aktivt valg af kupon, igen er blevet afgørende. Hvilket betyder, at balancen mellem carry og rentefølsomhed bliver en afgørende disciplin i den kommende periode.

Benchmark afkast for året er vist i nedenstående tabel.

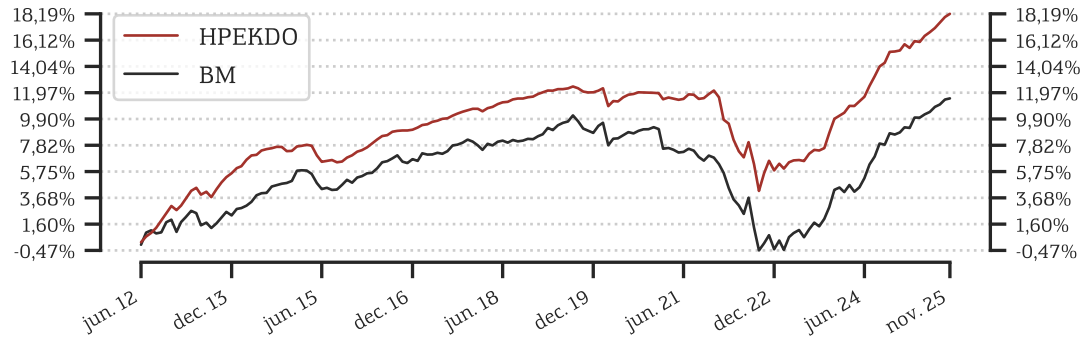
Korte Danske Obligationer

	1 år	2 år	3 år	5 år	7 år
DK Mortgage CM		3,13	3,03	2,53	
DK Mortgage Callable CM			4,53	3,65	2,70
DK Mortgage Non-Callable CM	2,04		2,37		
DK Government CM		1,84	1,67	0,86	-0,27

Tabel: Afkast i % for CM-indeks i 2025, kilde: Nordea Analytics

Korte Danske Obligationer

November 2025



*Benchmark: 35% DK Govt CM 2Y, 65% DK Mort CM 3Y

	HP Engros Korte	BM	Merafkast
ÅTD	2,58	2,62	-0,04
1 års annualiseret afkast	3,50	3,11	0,39
3 års annualiseret afkast	5,44	4,77	0,67
5 års annualiseret afkast	-0,69	-1,10	0,41
Akk.	18,19	11,52	6,67
Gns.	1,25	0,81	0,44

Nøgletal	Ultimo måneden
NAV	1.181,91
Varighed	2,82
Horisontafkast	2,78 %
Udlån til privatbolig	75,91 %

	jan	feb	mar	apr	maj	jun	jul	aug	sep	okt	nov
HPE Korte	0,08	0,42	-0,25	0,47	-0,07	0,41	0,25	0,28	0,38	0,36	0,21
BM	0,15	0,37	-0,04	0,75	0,00	0,23	0,18	0,36	0,17	0,35	0,08
Merafkast	-0,07	0,05	-0,21	-0,28	-0,07	0,18	0,07	-0,08	0,21	0,01	0,13

De fleste danske obligationer ender måneden omkring nul, mens 3,5 %- og 4 %-konverterbare klarer sig bedst med afkast omkring 0,4 %.

For november leverede afdelingen et afkast på 0,21 %, hvilket var en smule bedre end benchmark på 0,08 %. For året har porteføljen opnået et samlet afkast på 2,58 %, mens benchmarkafkastet for samme periode ligger på 2,62 %.

Afdelingens varighed er 2,82, hvilket er på niveau med benchmark. I forhold til sidste måned er andelen af konverterbare højere, mens andelen af flex'er/floaters er lavere.

Afdelingens 12 måneders horisont afkast ultimo november er 2,78 %.

Besøg afdelingens hjemmeside www.hpengros.dk.