

December 2025 forløb relativt stille på det makroøkonomiske plan og var generelt præget af lav aktivitet, hvor fokus i høj grad lå på julehelligdagene og årsafslutningen. Dog var der fortsat bevågenhed omkring månedens centralbankmøder samt de vedvarende geopolitiske spændinger. I USA viste den forsinkede jobrapport for november kun 64.000 nye job, hvilket var markant under forventningerne. Samtidig steg arbejdsløsheden til 4,6 %, det højeste niveau i fire år, mens inflationen aftog til 2,7 %. Samlet set pegede tallene på en gradvis afmatning på arbejdsmarkedet uden klare tegn på recession, delvist påvirket af eftervirkningerne fra tidligere shutdown.

På sit møde den 9.-10. december besluttede den amerikanske centralbank at sænke styringsrenten med 25 basispoint til intervallet 3,50-3,75 %, hvilket var den tredje rentesækning i 2025. Samtidig signalerede komitéen kun én yderligere nedsættelse i henholdsvis 2026 og 2027. På den efterfølgende pressekonference udtrykte Jerome Powell øget bekymring for arbejdsmarkedet, mens inflationsrisici blev nedtonet. Derudover annoncerede Fed en genstart af sit QE-program på USD 40 mia. om måneden, udelukkende målrettet korte statsobligationer. Tiltaget vurderes primært at være af teknisk karakter med henblik på at sikre tilstrækkelig likviditet i banksystemet.

Aktiemarkederne indledte december afdæmpet som følge af svage nøgletal og fornyede AI-relaterede bekymringer, men sluttede måneden stærkt. S&P 500 nærmede sig nye rekordniveauer og endte samlet set omkring 18 % højere for året, drevet af de største teknologiselskaber, herunder NVIDIA, samt forventninger om moderat økonomisk vækst. Volatiliteten aftog op mod jul, og et delvist "Santa Claus-rally" materialiserede sig trods tynd handel.

Geopolitisk kulminerede måneden med intensiveret diplomati omkring Ukraine. Den 28. december mødtes Donald Trump og Volodymyr Zelenskyy i Mar-a-Lago for at drøfte en revideret 20-punkts fredsplan. Begge parter udtrykte forsigtig optimisme omkring fremskridt på sikkerhedsgarantier, men vanskelige spørgsmål som Donbas-regionen og Zaporizjzja-atomkraftværket forblev uafklarede. Samtidig fortsatte Rusland sine offensive operationer, hvilket efterlod Europa i en afventende og defensiv position.

Den Europæiske Centralbank fastholdt for fjerde møde i træk renterne uændrede den 18. december, med indlånsrenten på 2,00 %. Samtidig blev vækstforventningen for 2025 opjusteret til 1,4 %, mens inflationsprognosen blev fastsat til 2,1 %. Christine Lagarde understregede bankens dataafhængige tilgang og behovet for fleksibilitet. Kombinationen af forbedrede vækstudsigter og potentielle spillover-effekter fra det japanske rentemarked – hvor renterne aktuelt er på det højeste niveau i omkring 30 år – har fået markederne til at tolke, at ECB's rentesænkningscyklus sandsynligvis er afsluttet, og at næste renteændring kan blive opadgående.

Oliepriserne faldt markant gennem året, hvor Brent-olien gik fra omkring USD 72 til USD 60 pr. tønde, drevet af stigende globalt udbud og forventninger om overskud på markedet i 2026. Dette har bidraget til yderligere disinflation og understøttet et stabilt rentemiljø.

I Danmark forblev inflationen stabil på 2,1 % i november, og december bød ikke på større makroøkonomiske udgivelser. Økonomien viste fortsat moderat vækst, understøttet af eksporten, mens fokus var rettet mod EU-harmoniserede nøgletal og lavere energipriser.

Samlet set har 2025 været præget af handelsspændinger og geopolitisk usikkerhed, men den globale økonomi har vist sig mere robust end frygtet, og den længe ventede recession er udeblevet. Vi går nu ind i et nyt år med forventninger om moderat økonomisk ekspansion, men også med fortsat betydelig usikkerhed omkring vækst, inflation og storpolitik.

Godt nytår!

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
31-12-2025	2,39	2,76	3,12	3,43	0,73

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
31-12-2025	2,26	2,58	2,93	3,25	0,67

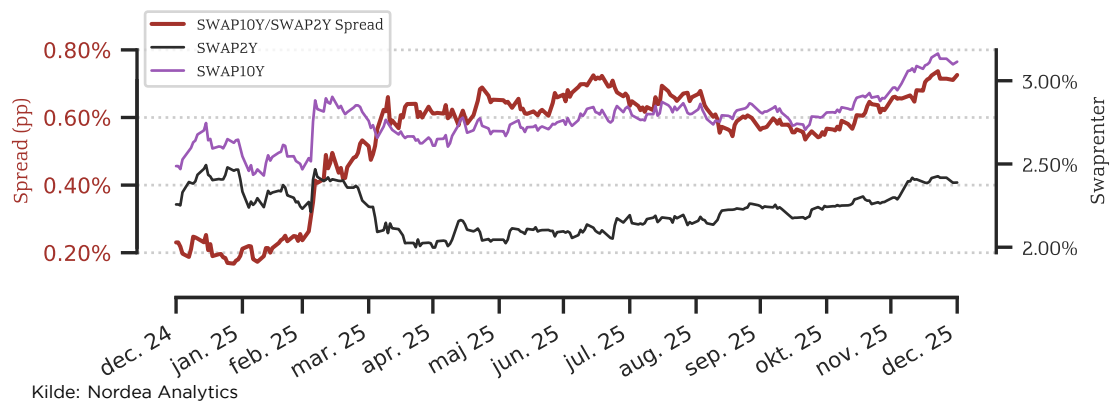
Kilde: Nordea Analytics

Obligationsmarkedet

December har været præget af stigende renter og øget volatilitet – en ugunstig kombination for konverterbare realkreditobligationer. Segmentet har derfor underperformet både swap- og statsobligationer, hvilket blandt andet har medført genåbning af 4 % 2056-serien, både med og uden afdrag. Også rentetilpasningslånene har været under pres i december, primært som følge af en mere afventende investoradfærd forud for det sædvanligt store ultimo-salg ved kvartalsafslutninger.

Renteudviklingen i Europa i 2025 har generelt været kendetegnet ved en markant stejlning af rentekurven. De 2-årige renter har været stort set uændrede, mens de 10-årige renter er steget med knap 50 bp. og de 30-årige med næsten 90 bp. Udviklingen skal blandt andet ses i lyset af ECB's rentenedsættelser på samlet 100 bp., annonceringen af en omfattende tysk vækstpakke i februar, "Liberation Day" den 9. april, fortsat stigende offentlige budgetunderskud i de fleste europæiske lande (dog ikke Danmark) samt den hollandske pensionsreform, som indebærer en overgang fra gennemsnitsrente til markedsrente med virkning fra starten af 2026.

Rentespænd mellem 10-årige og 2-årige danske swaprenter



Set over hele 2025 står udviklingen i skarp kontrast til december måned. Både rentetilpasningslån og konverterbare obligationer har leveret markant positiv OAS-performance relativt til både swap- og statsobligationer. For rentetilpasningslånene har den kraftige kurvestejling, Nationalbankens samlede rentenedsættelser på 100 bp. samt en stigning i nettostillingen til omkring 100 mia. kr. været de væsentligste drivkræfter. De konverterbare obligationer har ligeledes haft et stærkt år, understøttet af en gradvist faldende volatilitet i perioden fra maj til november samt et samlet fald i den udestående mængde konverterbare obligationer på omkring 50 mia. kr. Faldet i udbuddet skal samtidig ses i lyset af, at kort finansiering er blevet væsentligt mere attraktiv som følge af kurvestejlingen, ligesom der er opstået fornyet appetit blandt bankerne for at tilbyde låntagerne prioritetslån.

Som det ses af nedenstående tabel, så har der også været store forskelle i afkast på de forskellige segmenter på det danske realkreditmarked, med 5 % segmentet som årets bedst performende segment, og lange statsobligationer som det absolut dårligste performende.

Grønne Obligationer

December 2025

		From:	28-11-2025	30-09-2025	30-12-2024	Avg.
		To:	30-12-2025	30-12-2025	30-12-2025	Duration
Govt	DK Govt		-1,24%	-1,25%	-2,57%	8,40
Govt2Y	DK Govt CM 2Y		-0,06%	0,26%	1,78%	2,00
Govt3Y	DK Govt CM 3Y		-0,24%	0,09%	1,42%	3,00
Govt5Y	DK Govt CM 5Y		-0,65%	-0,42%	0,20%	5,00
Govt6Y	DK Govt CM 6Y		-0,84%	-0,68%	-0,48%	6,00
Govt7Y	DK Govt CM 7Y		-1,01%	-0,94%	-1,28%	7,00
Flex	DK Non-callbl mtg		-0,01%	0,32%	2,21%	1,93
Flex1Y	DK Non-callbl mtg CM 1Y		0,14%	0,46%	2,18%	1,00
Flex3Y	DK Non-callbl mtg CM 3Y		-0,15%	0,22%	2,21%	3,00
Call	DK Mtg Callable		-0,87%	-0,06%	2,10%	6,88
Call3Y	DK Mtg Callable CM 3Y		-0,30%	0,36%	4,21%	2,98
Call5Y	DK Mtg Callable CM 5Y		-0,60%	0,14%	3,03%	4,98
Call7Y	DK Mtg Callable CM 7Y		-0,89%	-0,09%	1,79%	6,99
Govt	0.5% DGB 2027		-0,05%	0,30%	1,73%	2,15
Govt	0% DGB 2031		-0,79%	-0,31%	-0,32%	6,08
Govt	2.25% DGB 2035		-1,45%	-1,24%	-2,65%	8,72
Govt	0.25% DGB 2052		-3,68%	-5,14%	-16,63%	25,12
Float	2.19% NYK SDO 2026		0,18%	0,56%	2,41%	0,21
Float	2.1292% NYK SDO 2027		0,20%	0,62%	2,61%	0,21
CF	1.5% NYK SDO 2030 DA		0,17%	0,42%	2,32%	4,10
CF	3.2107% NYK SDO 2034		0,24%	0,73%	3,68%	0,87
Flex	1% NYK SDO 2026		0,17%	0,49%	2,23%	0,81
Flex	1% NYK SDO 2027		0,15%	0,47%	2,33%	1,30
Flex	1% NYK SDO 2028		0,01%	0,39%	2,40%	2,26
Flex	1% NYK SDO 2029		-0,12%	0,25%	2,30%	3,21
Flex	1% NYK SDO 2030		-0,31%	0,09%	2,04%	4,14
Flex	1% NYK SDO 2035		-0,95%	-0,57%	0,08%	8,61
Callable	5% NYK SDO 2056 A		0,18%	0,40%	5,28%	0,05
Callable	4% NYK SDO 2056 A		-0,59%	0,61%	3,79%	5,20
Callable	3.5% NYK SDO 2056 A		-1,31%	-0,37%	2,38%	7,53
Callable	1% NYK SDO 2053 A		-1,34%	-0,98%	-0,87%	10,54

Kilde: Nordea Analytics

Så igen i år har obligationsudvælgelse været den vigtigste parameter for afkastet, og med masser af faldgruber undervejs.

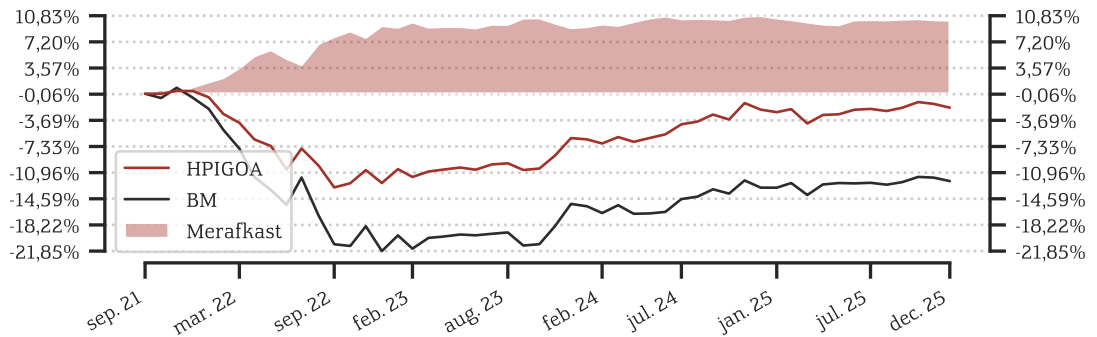
For 2026 forventer vi, at både ECB og Nationalbanken vil holde renterne uændrede. Væksten i euroområdet vurderes at blive moderat positiv omkring 1½ %, mens inflationen ventes at ligge tæt på ECB's målsætning på 2 %. De stigende offentlige budgetunderskud samt den hollandske pensionsreform kan dog periodisk lægge pres på de lange renter og dermed føre til yderligere kurvestejling. Samtidig har flere lande annonceret en forskydning af udstedelser mod kortere løbetider, hvilket både kan afbøde presset på de lange renter og reducere de samlede renteudgifter.

Udsigterne for konverterbare obligationer i 2026 vurderes fortsat som fornuftige, understøttet af et lavt – og potentielt igen negativt – nettoudbud, fortsat lave korte renter samt en generelt god likviditet i det danske marked.

I USA blev der i december gennemført endnu en rentenedsættelse, hvilket bringer de samlede rentenedsættelser i 2025 op på 75 bp. For 2026 forventes yderligere 1-2 rentenedsættelser à 25 bp., hvilket vil indebære en fortsat indsnævring af rentespændet mellem USA og Europa.

Grønne Obligationer

December 2025



*Benchmark: 100% Euro Green Bond Index

	HPI Grønne	BM	Merafkast
ÅTD	0,27	1,05	-0,78
1 års annualiseret afkast	0,27	1,05	-0,78
3 års annualiseret afkast	3,84	3,98	-0,14
Akk.	-1,94	-12,13	10,19
Gns.	-0,46	-2,99	2,53

Nøgletal	Ultimo måned
NAV	99,73
Varighed	6,69
Horisontafkast	3,80 %

Største beholdninger	Navn	Vægt
DE000BU3Z005	2,3% DE 2033	9,38 %
AT0000A2Y8G4	RAGB 1,85 05/23/49	6,84 %
DE0001030724	0% DE 2050 Z	6,58 %
FR0013234333	1,75% FR 2039	5,30 %
DK0030540638	SPNODC 4.125 10/01/30	4,46 %

	jan	feb	mar	apr	maj	jun	jul	aug	sep	okt	nov	dec
Afkast	-0,36	0,43	-2,04	1,23	0,11	0,65	0,11	-0,30	0,46	0,80	-0,25	-0,54
Benchmark	-0,02	0,74	-1,89	1,70	0,23	-0,06	0,10	-0,30	0,40	0,83	-0,12	-0,54
Merafkast	-0,34	-0,31	-0,15	-0,47	-0,12	0,71	0,01	-0,00	0,06	-0,03	-0,13	0,00

I december gav afdelingen et negativt afkast på -0,54 %, hvilket var på linje med benchmarkets -0,54 %. Afdelingen har for 2025 leveret et afkast på 0,27 % mens benchmark har leveret et afkast på 1,05 %, afdelingen altså leveret en relativ underperformance til benchmark med -0,78

Både månedens og i særdeleshed årets utilfredsstillende afkast skyldes vores syn på kreditspænd, som vi i lang tid har set som for snævre — vi mener ikke at betalingen for den ekstra risiko bliver betalt. Vi har dog ikke set spændudvidelser blive materialiseret, og samtidig har udviklingen i særligt de lange renter været ugunstige.

Vi har i december solgt virksomhedsobligationer fra porteføljen som har klaret sig godt i 2025, men som vi ikke ser stor værdi i at bringe med os ind i 2026. Provenuet er placeret i tyske statsobligationer, og vi afventer muligheder i det primære marked. Vi er fortsat påpasselige med at købe kreditobligationer, grundet de meget lave kreditspænd som på nuværende tidspunkt gør sig gældende.

Med den nuværende konservative portefølje beregnes horisontafkastet ved uforandrede betingelser til omegnen af 3,80 %.

Afdelingens bæredygtige investeringsmål er at bidrage til reduktion af drivhusgasemissioner gennem investeringer i grønne obligationer, der f.eks. finansierer udbygning af vedvarende energi eller initiativer til energieffektivitet samt at bidrage til udvalgte verdensmål. På baggrund af tilgængelige data fra de enkelte udstedere beregnes den aktuelle reduktion af drivhusgasemissioner til at være 58,43 tons CO₂ pr. investeret million kroner pr. år. Grundet opkøb af nyudstedelser, endnu uden tilgængelig bæredygtighedsrelateret data, er afdelingens drivhusgas-reduktion faldet fra sidste måned.

Yderligere information om afdelings grønne profil kan findes i vores bæredygtighedsrapport for 2024. Rapporten kan findes på afdelingens hjemmeside under nyheder.

Læs mere på afdelingens hjemmeside www.hpfonds.dk.

Rådgiver
HP Fondsmæglerselskab A/S
Kronprinsessegade 18, 1.
1306 København K
+45 33 15 00 34
hp@hpfonds.dk