

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

September var præget af fortsat geopolitisk uro og økonomisk usikkerhed, men også spirende tegn på lavere inflation og stærke aktiemarkeder.

Handelskonflikten mellem USA og Kina blev midlertidigt dæmpet af en 90-dages aftale, der udskød nye toldstigninger, mens en sag i USA's Højesteret kan underkende dele af Trumps toldregime. I Ukraine eskalerede Rusland krigen med massive drone- og missilangreb mod kritisk infrastruktur — et voksende sikkerhedstema også i Danmark — men ukrainske styrker holdt stand, støttet af nye NATO-leverancer.

I Gaza konkluderede en FN-kommission, at Israel har begået folkedrab, mens konflikten fortsat eskalerer med titusinder af døde. Trumps fredsplan blev mødt med forsigtig støtte fra flere arabiske lande (bl.a. Saudi-Arabien, Egypten, Jordan og UAE), som hilser initiativet velkommen, men med forbehold om palæstinensiske rettigheder og statslighed. Præsident Trump har nu givet Hamas 3-4 dage til at acceptere fredsftalten ellers vil USA støtte en israelsk eliminering af styret.

Makroøkonomisk viste USA's arbejdsmarked svaghed med højeste ledighed siden 2021 (4,3 %), hvilket fik Federal Reserve til at levere årets første rentenedsættelse til 4,00-4,25 %.

I Europa faldt inflationen yderligere til tæt på ECB's mål, og serviceinflationen viste tegn på afmatning. Erhvervstilliden i Eurozonen steg svagt, men i Tyskland faldt IFO-indekset til 87,7 — klart under markedets forventning på 89,3. Det understreger, at tysk erhvervsliv fortsat ser udfordringer i både hjemmemarkedet og eksportsektoren, især i industrien. Da Tyskland fungerer som motor for hele Eurozonen, tolkes faldet som et advarselssignal om, at den europæiske vækst kan blive mere ujævn end hidtil antaget, selv om lavere energipriser giver en vis stabilisering.

Den Europæiske Centralbank holdt renten uændret på 2,0 % på sit september møde, men nedjusterede sine makroøkonomiske prognoser. Væksten i eurozonen ventes nu kun at blive 0,9 % i 2025, 1,1 % i 2026 og 1,3 % i 2027, hvilket afspejler lavere eksportefterspørgsel og afdæmpet industriel aktivitet. Samtidig blev inflationsforventningerne skåret ned med ca. 0,3 procentpoint for både 2025 og 2026, primært på grund af lavere energipriser og en styrket euro. ECB fastholder en dataafhængig tilgang og markedet tolker for nuværende at der ikke kommer flere rentenedsættelser.

Finansmarkederne reagerede overraskende positivt. S&P 500 steg over 3 % — den bedste september i 15 år — mens Nasdaq løftede sig 5,6 % drevet af AI-optimisme. Cykliske sektorer som boligbyggeri var under pres fra høje renter og told, men vækst- og teknologiskaber trak helhedsindtrykket op. Udsigterne for oktober er forsigtigt positive, men høj værdiansættelse og et amerikansk "shutdown" fra 1. oktober skaber nye usikkerheder.

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
31-07-2025	2,19	2,51	2,83	2,97	0,63
31-08-2025	2,14	2,44	2,80	3,02	0,66
30-09-2025	2,25	2,52	2,81	3,00	0,56

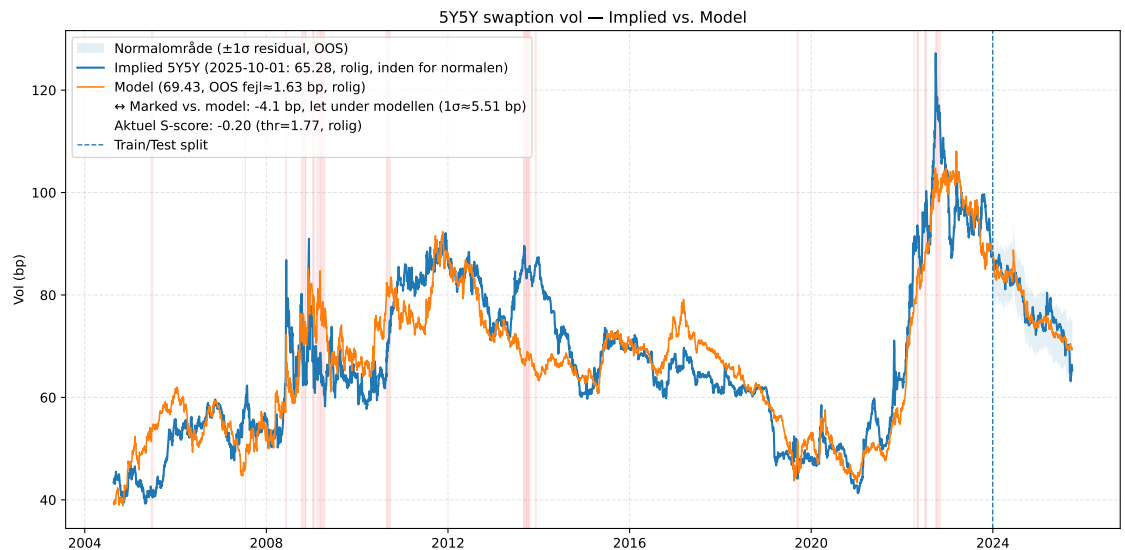
Dato	EUR SWAP 2Y	EUR SWAP 5Y	EUR SWAP 10Y	EUR SWAP 30Y	EUR SWAP 10Y-2Y
31-12-2022	3,38	3,21	3,17	2,50	-0,21
31-12-2023	2,82	2,44	2,50	2,34	-0,32
31-12-2024	2,19	2,24	2,36	2,16	0,17
31-03-2025	2,15	2,36	2,62	2,60	0,47
30-06-2025	2,00	2,27	2,60	2,75	0,60
31-07-2025	2,10	2,37	2,68	2,85	0,58
31-08-2025	2,06	2,31	2,66	2,91	0,60
30-09-2025	2,16	2,38	2,68	2,89	0,52

Kilde: Nordea Analytics

Obligationsmarkedet

September har været en stærk måned for det danske realkreditmarked, båret af globalt lavere renter, stigende efterspørgsel på sikre aktiver og et kraftigt fald i volatiliteten. Mens de internationale finansmarkeder var præget af usikkerhed om konjunkturerne, stod danske realkreditobligationer frem som et stabilt tilflugtssted for investorer. Samlet set tegner måneden et billede af et marked understøttet af både tekniske og fundamentale drivkræfter – men hvor de højere kursniveauer også øger følsomheden over for nye stød.

Et centralt tema i september var det markante fald i volatiliteterne på tværs af hele vol-fladen. Når volatiliteten falder, styrker det de konverterbare obligationer, da lavere sandsynlighed for indfrielse reducerer investorernes præmiekrav. Traditionelt indlejres vol-ændringer først i OAS'erne, hvorefter kurserne gradvist tilpasser sig – og sådan også denne gang. For eksempel burde 4'56-serien teoretisk være steget knap 50 øre, hvoraf kun halvdelen er realiseret, hvilket antyder yderligere performancepotentiale.



Interessant nok har lavkuponobligationer reageret stærkere end ventet. Selvom de typisk har en lavere vega og derfor burde være mindre følsomme over for vol-fald, har de performeret næsten 1:1 med højkuponerne. Det har givet en ekstra indsnævring af OAS-spændet og skabt en situation, hvor selv et mindre rentefald kan gøre lavkuponer konkurrencedygtige på horisontafkast i forhold til 4 %-serierne. Det vidner om en bred investorappetit, men rejser også spørgsmålet om, hvor dybt markedet reelt er i lavkuponer, hvis stemningen vender.

En anden drivkraft er genplaceringsstrømmene. Omkring 34 mia. kr. fra konverterbare obligationer skal reinvesteres pr. 1. oktober. Ligesom i juli-terminen stammer størstedelen fra førtidige indfrielse i 5 %-serierne, suppleret af afdrag fra lavkuponer. Investeringsforeninger og pensionssektoren er de største købere, mens bankerne netto har reduceret deres beholdninger. Den tekniske støtte fra genplaceringerne vurderes at give et solidt fundament for kurserne, selv i et marked hvor flere serier nærmer sig lukning.

Likviditeten i sektoren er fortsat høj, hvilket er afgørende op til november auktionerne. Her ventes et udbud på 120-130 mia. kr. i RTL'er og 42-44 mia. kr. i floatere. RD står alene for knap halvdelen af RTL-udbuddet, mens NYK, NDA og DLR dominerer i floater-segmentet.

Nationalbankens seneste prognose peger på et markant løft i nettostillingen i begyndelsen af oktober til omkring 300 mia. kr. Stigningen tilskrives både købet af Københavns Lufthavn og Ørsted-kapitaludvidelsen, hvor likviditet flyttes, inden aktierne formelt udstedes. Den ekstra kronelikviditet har allerede sat spor i FX-terminerne og giver et solidt fundament for det korte danske obligationsmarked. Særligt F1-lånene og det løbende tap-salg i floatere ventes hurtigt at mærke effekten, da de er de mest likviditetsfølsomme segmenter.

Effekter for realkreditmarkedet

Samlet set går realkreditmarkedet ind i fjerde kvartal med et robust udgangspunkt:

1. Lavere volatilitet har givet kurspres opad og gjort konverterbare obligationer mere attraktive.
2. Genplaceringsstrømme understøtter efterspørgslen på tværs af kuponspektret.

Lange Danske Obligationer

September 2025

3. Nettostillingen peger på et midlertidigt spring i kronelikviditeten, der især gavner korte obligationer og floater-e. Ydermere bør de kommende store refinansieringsauktioner kunne gennemføres uden større uro.

Konsekvensen er, at danske realkreditobligationer står stærkt som et defensivt aktiv i en usikker global kontekst. Men med høje kursniveauer og lavere buffere i 5 %-serierne er markedet også mere sårbart over for rentestød eller skift i investoradfærd.

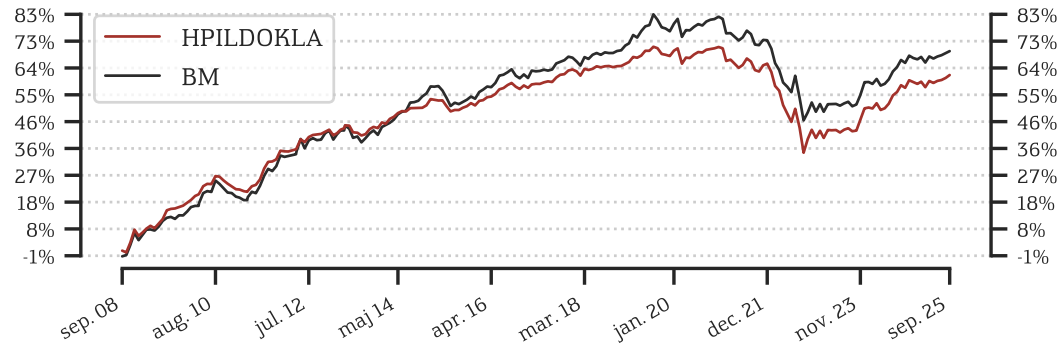
Benchmark afkast for året er vist i nedenstående tabel.

	1 år	2 år	3 år	5 år	7 år
DK Mortgage CM		2,60	2,27	1,57	
DK Mortgage Callable CM			3,23	2,23	1,25
DK Mortgage Non-Callable CM	1,60		1,98		
DK Government CM		1,52	1,34	0,54	-0,56

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

Lange Danske Obligationer

September 2025



*Benchmark: 35% DK Govt CM 5Y, 65% DK Mort Call CM 7Y

	HPI Lange	BM	Merafkast
ÅTD	1,56	1,44	0,12
1 års annualiseret afkast	2,23	1,85	0,38
3 års annualiseret afkast	6,26	5,22	1,04
5 års annualiseret afkast	-1,05	-1,16	0,11
Akk.	61,67	69,96	-8,29
Gns.	2,86	3,16	-0,30

Nøgletal	Ultimo måneden
NAV	93,89
Varighed	6,34
Horisontafkast	3,66 %
Udlån til privatbolig	70,67 %

	jan	feb	mar	apr	maj	jun	jul	aug	sep
HPI Lange	-0,37	0,49	-1,21	1,37	-0,43	0,45	0,20	0,44	0,63
BM	-0,27	0,50	-1,17	1,29	-0,44	0,42	0,28	0,41	0,43
Merafkast	-0,10	-0,01	-0,04	0,08	0,01	0,03	-0,08	0,03	0,20

Endnu en god måned for de konverterbare realkreditobligationer, som performer med omkring 0,5 % til statsobligationer og inkonverterbare realkreditobligationer. For året er det stadig høj kupon konverterbare, som har klaret sig bedst.

For september leverede afdelingen et afkast på 0,63 %, hvilket var noget bedre end benchmark på 0,43 %. For året har porteføljen opnået et samlet afkast på 1,56 %, mens benchmarkafkastet for samme periode ligger på 1,44 %.

Afdelingens varighed er 6,34, hvilket er på niveau med benchmark. I forhold til sidste måned er andelen af konverterbare højere, mens andelen af cap floaters er lavere.

Afdelingens 12 måneders horisont afkast ultimo september er 3,66 %.

På foreningens hjemmeside www.hpinvest.dk kan diverse nøgletal findes, herunder daglig indre værdi og afkast.

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