

Har de konverterbare tabt nok?

Cowboy-hedge af kurveflader

13. januar 2026 14:45

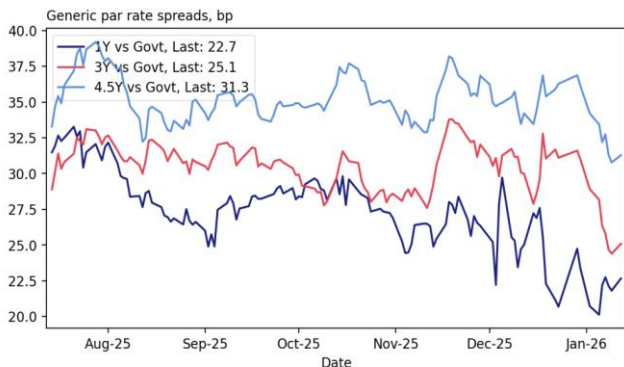
Markedsføringsmateriale

Chefanalytiker Jacob Skinhøj, jsi@nykredit.dk, 44 55 11 27
 Chefanalytiker Peter Bache, pbac@nykredit.dk, 44 55 13 63

- Danske konverterbare har tabt 10bp – men er det nok?
- Danske stater taber relativt til swap og til tyske stater
- Kun RTL'erne synes vaccineret mod geopolitisk uro?
- Cowboy-hedge vha. EU051030 eller EUSS1030 – kurvestejling giver lavere OAS'er

Danske stater taber moderat, konverterbare taber, kun RTL synes immune over for den geopolitiske uro og den svage krone. Dette er umiddelbart kontraintuitivt, da korte RTL (og korte stater) bliver hårdest ramt af en eventuel ensidig dansk renteforhøjelse. En hel del af de konverterbares OAS-tab skyldes dog det meget kraftige vol-fald, året har indledt med, hvilket vil blive indlejret i priserne. Man kan dog fortsat være bekymret for risikoen for, at de konverterbare bliver ramt af vol- og OAS-stigninger i 2026.

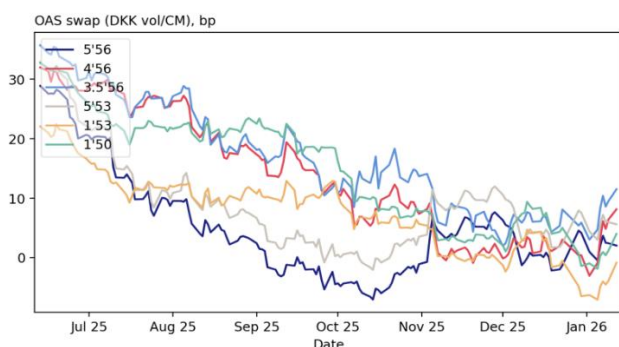
Bullets: Spread to government bonds



Danske stater taber, mens RTL – foreløbige – er immune over for uroen.

Kilde: Nykredit Markets

OAS swap on 30Y callables



ATM konverterbare har tabt ca 10bp i sidste uge – er det nok?

Kilde: Nykredit Markets

Status på markedet

Danske stater fortsætter med at tabe, mens RTL-obligationer synes vaccineret mod geopolitisk uro. Figuren øverst viser, hvordan RTL 1, 3 og 5 har vundet relativt til danske stater. Vi vurderer, at det er en kombination af genplacerings- og likviditetsplaceringsbehov, der giver RTL'erne deres immunitet. Anderledes ser det ud for de konverterbare, der i sidste uge tabte omkring 10 OAS bp til swap.

Vi finder umiddelbart, at de 10 bp er en rimelig kompensation for den forøgede risiko, der er opstået omkring den geopolitiske situation, hvor de finansielle markeder primært er bekymrede for eventuelle sanktioner, der kan ramme bankvæsenet og/eller den danske økonomi.

Det er imidlertid værd at bemærke, at ca. halvdelen af OAS-stigningen kan henføres direkte til det kraftige vol-fald, som 2026 er blevet indledt med og som i øjeblikket er ved at blive reverseret noget, og de faktiske OAS-udvidelser er derfor mindre, end det umiddelbart ser ud til.

Medmindre der kommer en yderligere eskalering af den geopolitiske situation, vil konverterbare performe ca. 5 OAS bp i denne uge i takt med, at vol-faldet indpriser.

Hedge af vol og OAS?

Mens dag-til-dag-korrelationen mellem vol og OAS er tydeligt negativ, er den langsigtede korrelation tydeligt positiv, således at lavere vol-niveauer er forbundet med lavere OAS-niveauer.

En bekymring, man kan have for 2026, er risikoen for højere vol og/eller OAS-udvidelser i de konverterbare – sidstnævnte også i relation til den aktuelt relativt dyre prisfastsættelse.

Det er vores opfattelse, at de færreste investorer i dansk real-kredit aktivt handler vol på anden måde end indirekte gennem

reakkreditobligationer. Det er derfor interessant at se på, om der er andre måder (dvs. ud over swaptioner) at hedge vol og OAS-udviklingen på.

Et muligt *cowboy-hedge* af vol og/eller OAS er barbell-renteswaps, f.eks. EU051030. Denne har de seneste år udvist en forholdsvis pæn sammenhæng mellem 1Y10Y EUR vol og (særligt de seneste par år) også med OAS på høj kupon konverterbare (se figurene til højre).

Vi kalder det et "*cowboy-hedge*", fordi hedget på ingen måde er perfekt (og man skal naturligvis se det i sammenhæng med hvordan man har hedget varigheder/keyrates). Går man eksempelvis tilbage til 2020-2022, var korrelationen med OAS lav. De seneste år har korrelationerne imidlertid været ganske fornuftige – i vid udstrækning drevet af en korrelation mellem 10-30 og vol og 10-30 og OAS.

Hvad er korrelationen?

Sammenhængen mellem kurvstejlheden og OAS giver mening så langt, at en stejlere kurve (også for et givet vol-niveau) gør konverterbare mindre attraktive relativt til øvrige låntyper fra låntagers perspektiv (reducerer udbuddet) samt gør dem mere attraktive for outright-investorer (øger efterspørgslen). Begge dele kan medvirke til at en stejlere kurve kan være forbundet med OAS-performance. Dertil kommer, at den stejlere kurve i 2025 helt konkret har givet "plads" til OAS-performance i de konverterbare uden at 3,5'56'eren kom i en så attraktiv kurs, at vi fik meget store indfrielse i 5%'erne og deraf følgende stor udstedelse af 3,5%'ere.

Det er dog muligt, at 5-10'er benet i EU051030 kan komme til at "vende forkert" i nogle scenarier, idet en 5-10'er stejling i udgangspunktet bør have samme udbuds/efterspørgselseffekter på konverterbare som en 10-30'er stejling. I forlængelse heraf er det mindre klart for os at se den underliggende årsag til, at EU051030 skulle være godt korreleret med OAS/vol – og dermed om det kan tages for givet, at det vil være tilfældet fremover. Disse forhold kan tale for at holde sig til et hedge af OAS/vol-udvidelser i konverterbare ved at tage kurveflader på (relativt til obligationens keyrates).

En nærmere kvantitativ analyse af mulighederne for at hedge OAS/vol-komponenten i konverterbare vha. swaps (herunder hedgeratios mv.) er uden for denne analyses scope – men vi vil vende tilbage til dette spørgsmål i kommende analyser!

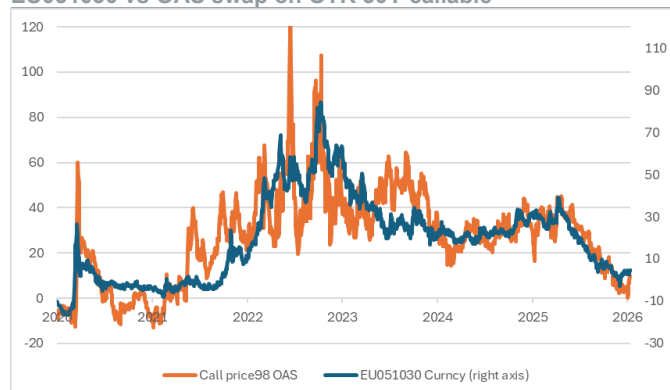
EU051030 vs EUNE110



Barbell renteswap vs 1Y10Y EUR vol

Kilde: Nykredit Markets

EU051030 vs OAS swap on OTR 30Y callable



Barbell renteswap vs OAS på kurs 98 konverterbar.

Kilde: Nykredit Markets