

# Kort realkreditupdate

## Uge 3

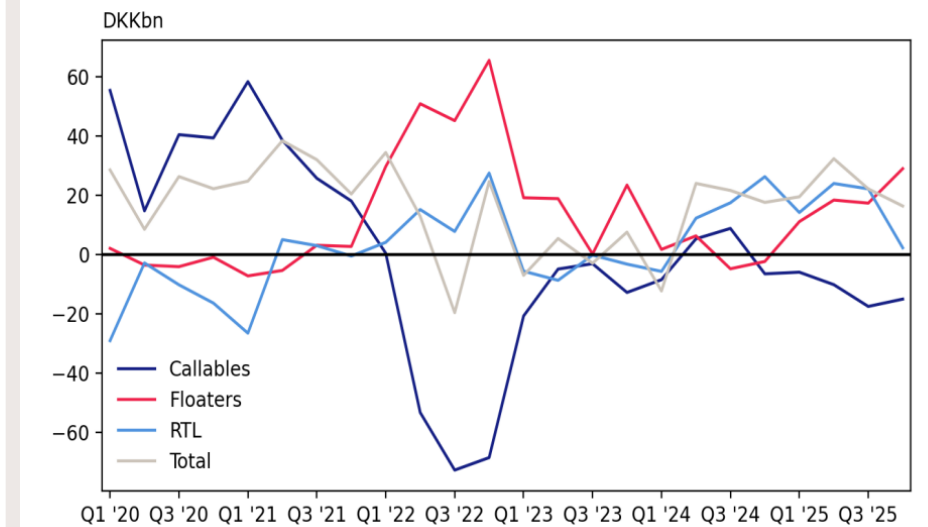
Jacob Skinhøj  
Peter Bache  
Veronica Bergstrøm



# Nettoudstedelse: Status efter 2025

- Det konverterbare segment skrumpede med 15 mia. kr. i Q4
  - Det er en anelse mindre end de 17,5 mia. kr., som segmentet skrumpede med i 2025Q3
- FRN- og RTL-segmenterne voksede med hhv. 29 mia. kr. og 2,5 mia. kr. i Q4.
  - Dermed overtog FRN-segmentet nettovækstførertrøjen (helt som forventet, se side 3 [her](#)), som ellers har tilfaldet RTL-segmentet de foregående 6 kvartaler.
  - Dette skyldes dels et stort udløb af RTL-obligationer pr. 1. januar, hvor en del af låntagerne i F5 lån har søgt ind ad kurven (herunder mod FRN). I den forbindelse refinansierede JRK også for 10 mia. kr. F1-lån i en ny CITA 12M FRN – men selv uden denne manøvre ville FRN-segmentet have vokset mere end RTL-segmentet.
  - Derudover nåede 3,5'56 en kurs, som gjorde, at nogle 5%-låntagere valgte at lave lodrette fremfor skrå nedkonverteringer ifm. de førtidige indfrielse til januarterminen.
- Vi forventer, at FRN-segmentet vil fastholde nettovækstførertrøjen i 2026Q1, samt at det konverterbare segment vil skrumpede mindre end i 2025 Q3 og Q4 (som følge af lavere omfang af skrå nedkonverteringer blandt 5%-låntagerne).

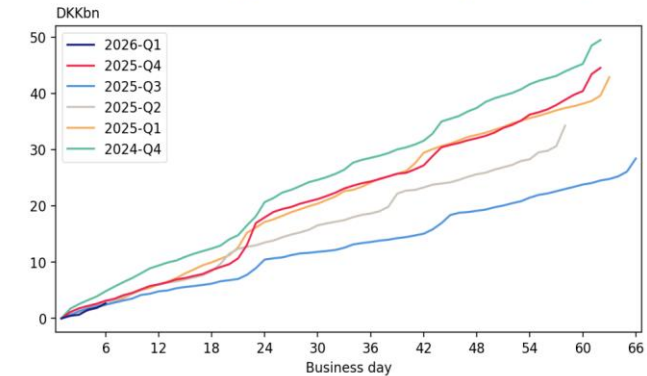
Nettovækst i de tre hovedsegmenter



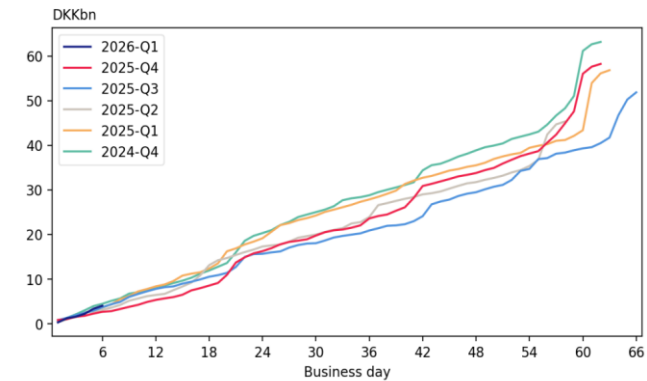
# Udstedelsen i 2026: Endnu begrænset nyt

- Der er endnu ikke meget nyt at spore i udstedelsen, som i 2026Q1 indtil videre er svær at skelne fra tidligere kvartaler
- RD kom dog i torsdags med 640 mio. kr. RTL-udstedelse i apr'30. Vi formoder, at der er tale om tidlig refinansiering af RTL5-udløbet til aprilterminen, som vi har set det fra RD før (eftersom RD fortsat primært udsteder RTL5 i apr'30, er udstedelsen kommet der).
  - Dagens CK93 tyder da heller ikke på, at der var tale om udstedelse fra skrå nedkonverteringer fra 5%-konverterbare.
  - Det er ikke utænkeligt, at der vil komme mere "tidlig refinansiering" fra RD's side her i januar, hvilket kan give lidt ekstra RTL-udstedelse.
  - Bortset fra denne udstedelsesaktivitet forventer vi mindre RTL-udbud (navnlige de 5-årige) i 2026 som følge af lavere omfang af skrå nedkonverteringer.

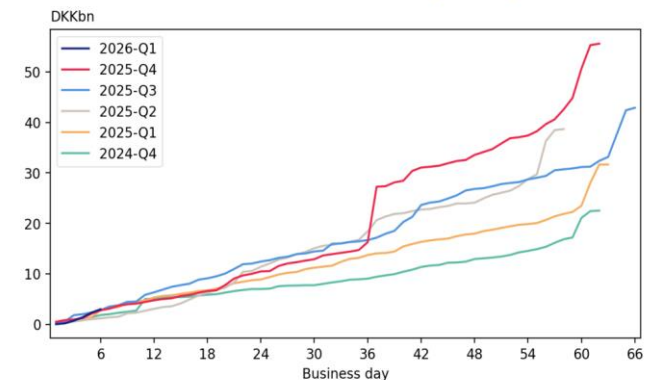
**Callables: Acc. gross issuance (CIRMIL)**



**Bullets: Accumulated issuance (OMX)**



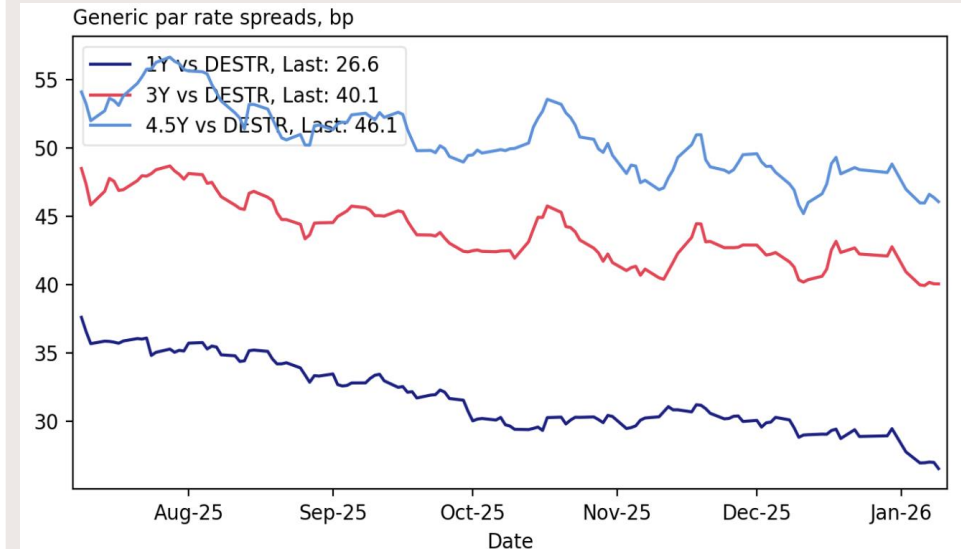
**FRN: Accumulated issuance (OMX)**



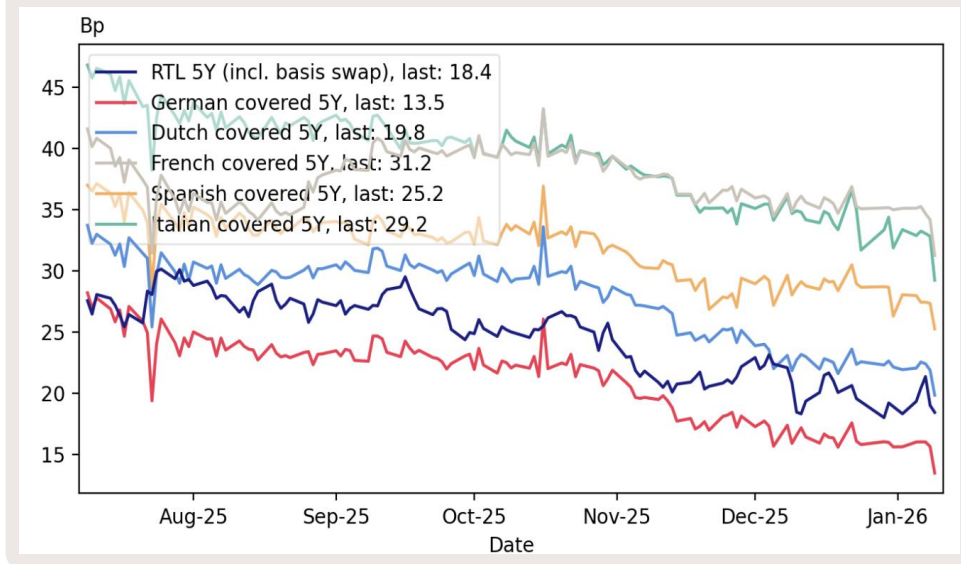
# Fair spænd på RTL'erne for tiden

- Udviklingen i RTL-spændene var omtrent flad i sidste uge, som forventet.
- RTL'erne ser fortsat fair prisfastsat ud mod europæiske covered bonds.
- De korte RTL'er vinder en smule yderligere, formentlig som følge af den aktuelle likviditetsrigelighed.
- Det er vores forventning, at RTL-spændene overordnet vil fortsætte med den flade udvikling i denne uge, men RTL5 kan muligvis vinde en smule relativt til RTL3 (se næste side).
- Fortsætter konverterbare med at tabe, og tilspidser situationen omkring Grønland yderligere, kan det give anledning til spændudvidelser i RTL'erne.

## Bullets: Spread to DESTR



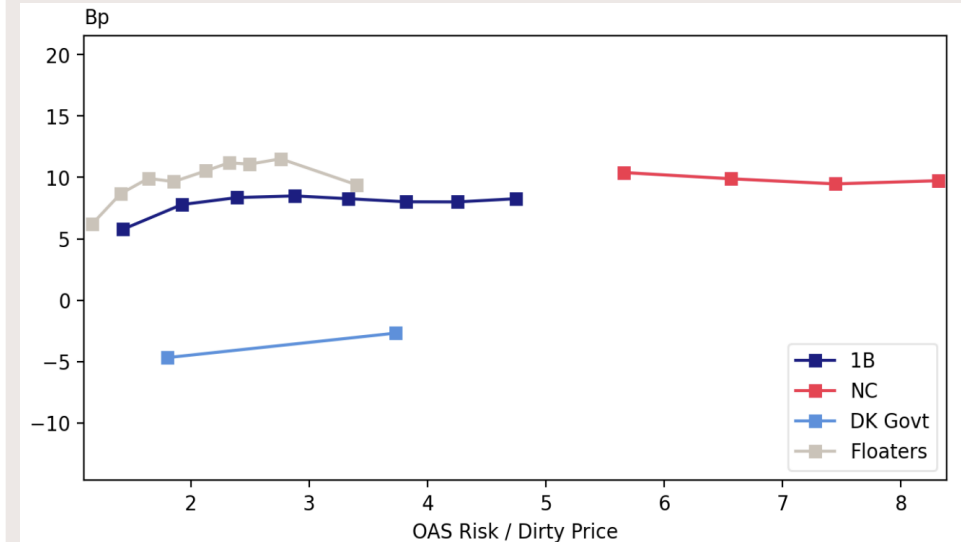
## RTL and EUR covered bonds: Spread to swap (6M)



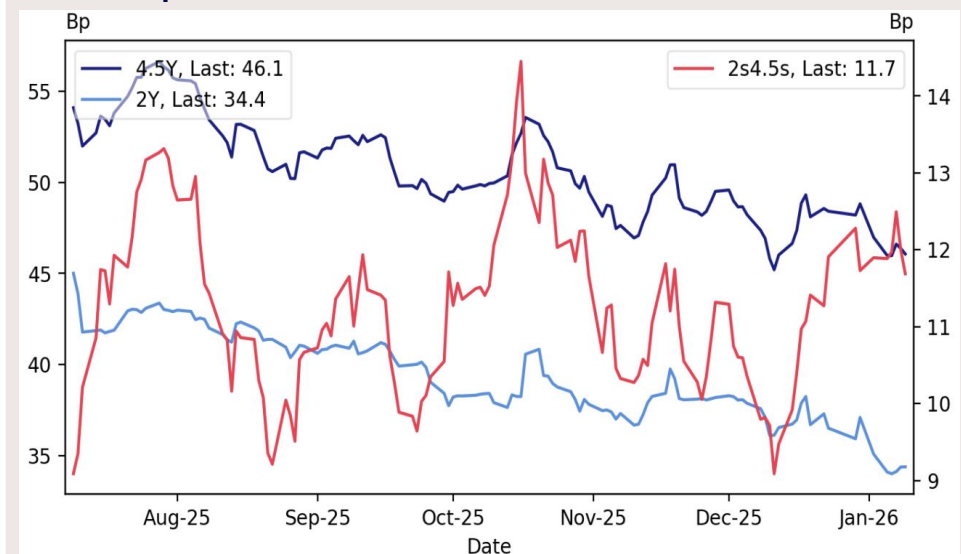
# Svag præference for RTL5 mod RTL3

- Det hedgede og fundede afkast pr. spread risk enhed er det samme for RTL5 og RTL3, men vi har en svag præference for RTL5.
- Når hældningen på RTL-kurven har nået niveauer som det aktuelle, har der de seneste måneder været tendens til en efterfølgende kurvefladning (se nederste figur).
- Der kan således være en smule performance potentiale i RTL5 mod RTL3 på den korte bane.
- På den lidt længere bane taler udstedelsen og mindre refinansieringsudbud også for de 5-årige RTL'er.
  - Vi forventer igen en refinansieringsgrad på omkring 50% i RTL5 på de kommende refinansieringsauktioner.
  - De låntagere, der fravælger RTL5, forventes primært at vælge RTL3 i stedet, og RTL3 står således ikke til en lav refinansieringsgrad (tværtimod).
  - Det er også vores forventning, at der skal komme færre RTL5'er i den daglige udstedelse som følge af færre skrå nedkonverteringer.
- Vi åbner en anbefaling af RTL5 mod RTL3 i et spread risk neutralt forhold (og hedget og funded).

Hedged and funded HPR / spread risk (vs DESTR swap)



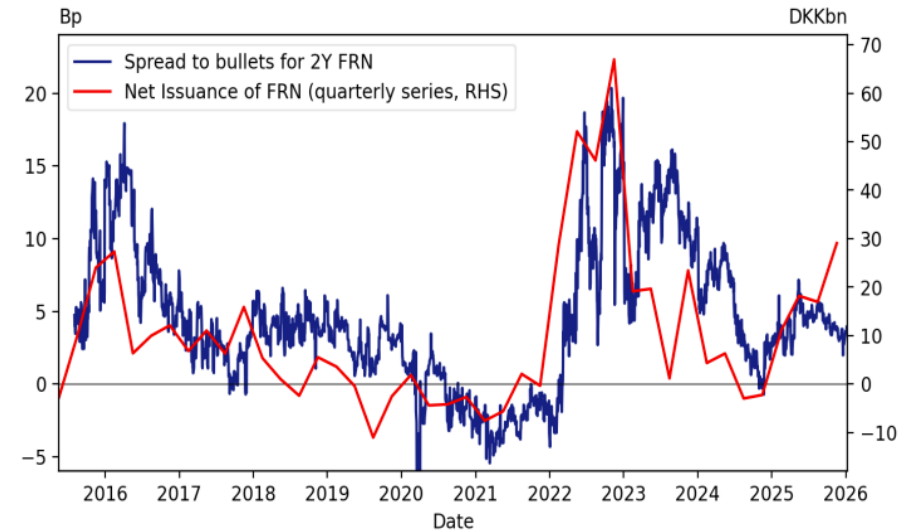
Bullets: Spread to DESTR



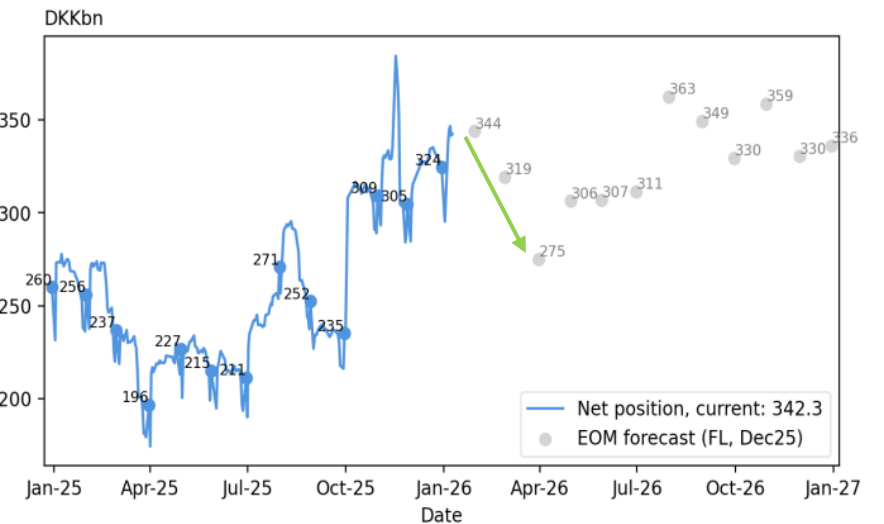
# FRN spænd og nettoudstedelse

- Siden midten af 2025 er FRN-spænd til RTL-kurven gået nogle punkter ind, mens nettoudstedelsen er taget til (se figuren)
  - Historisk har der ellers været en rimelig korrelation mellem de to.
  - Stigningen i nettovæksten i FRN-segmentet er dog primært drevet af JRKs refinansiering af F1-lån med en ny CITA 12M FRN, og afspejler altså ikke generelt større udstedelsespres i segmentet
  - Vi forventer ikke markante ændringer i nettoudbuddet af FRN i 2026Q1
- Den aktuelle likviditetsrigelighed understøtter de aktuelle FRN-spænd
  - Men nettostillingen forventes reduceret med i omegnen af 70 mia. kr. i løbet af 2026Q1
- Givet udsigten til lavere RTL-udstedelse – i hvert fald når vi kommer på den anden side af refinansieringsauktionerne i starten af februar – foretrækker vi p.t. RTL over FRN.

## FRN-spænd til RTL og nettoudstedelse



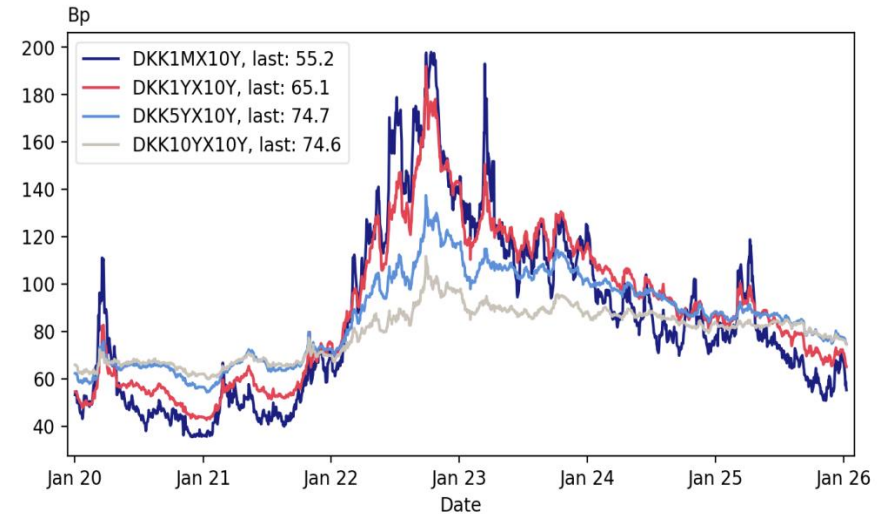
## Rigelig – men faldende – likviditet i 2026Q1



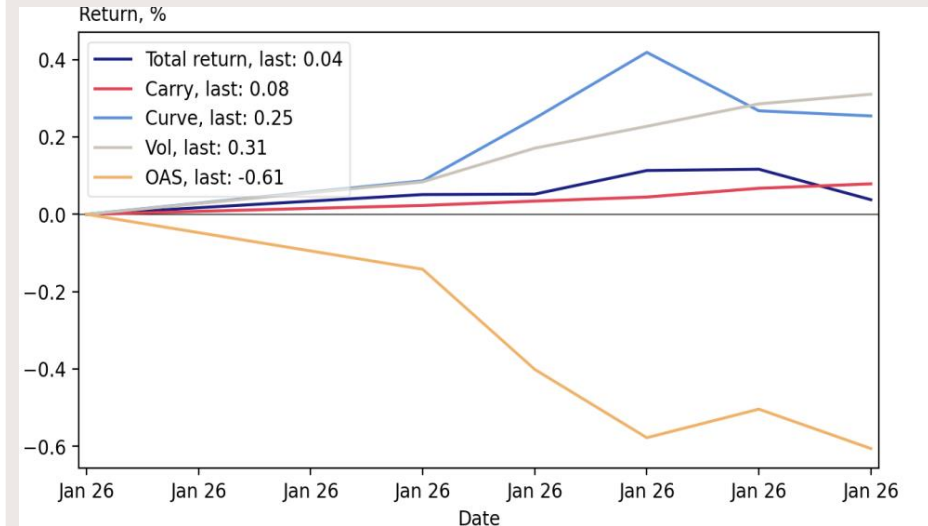
# Forventer performance i konverterbare

- Vi forventer omtrent 5 bp performance i de konverterbare i løbet af i dag (mandag) og i morgen (tirsdag).
- Vol faldet i sidste uge har som vanligt givet anledning til spændudvidelser som følge af manglende indprisning.
- Det er vores forventning, at vol-faldet indpriseres i de kommende dage – sådan som det plejer at være tilfældet – og det bør give anledning til performance i omegnen af 5 OAS bp.
- Den måde OAS agerer buffer ved vol-ændringer er tydelig ved en dekomponering af afkastet. Det ses her, at vol-faldet burde have givet anledning til ca. 30 øres performance, men at sidste uges OAS-udvidelser har spist dette afkast op.
- På den anden side af vol-indprisningen er vi stadig bekymrede for mere generelle spændudvidelser i konverterbare, hvor den relative prisfastsættelse fortsat ser dyr ud.

## Implied volatilities



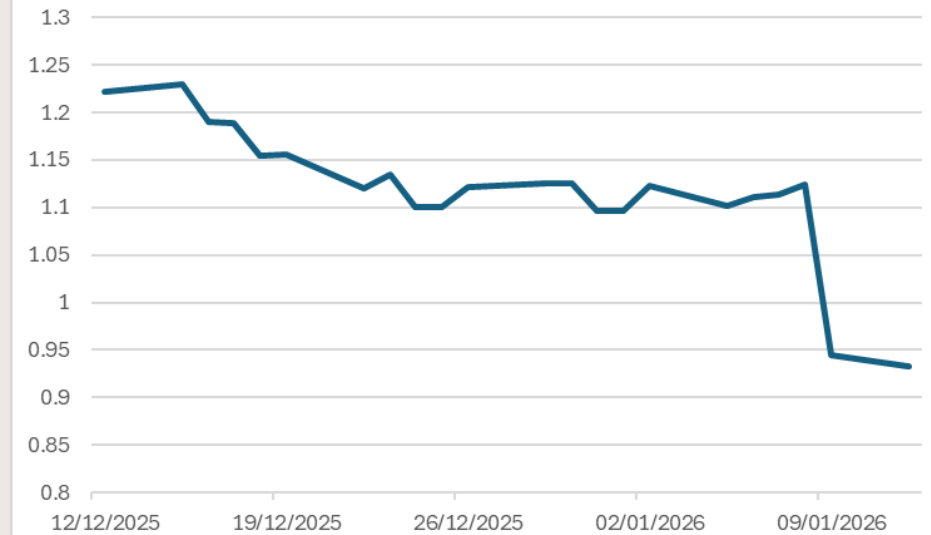
## NYK 4'56: Decomposed return



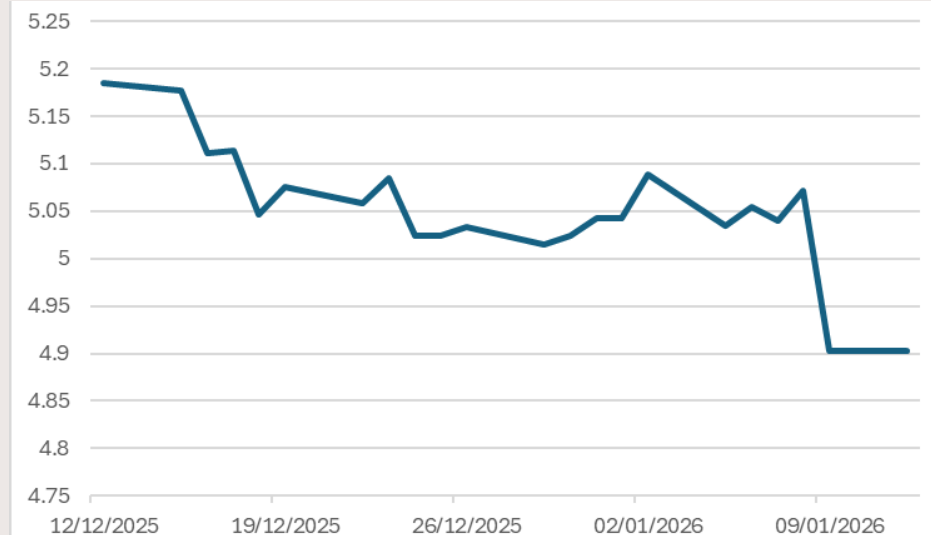
# Lavere US MBS renter – godt for dansk realkredit?

- Den amerikanske præsident Donald Trump har beordret Fannie Mae og Freddie Mac til at købe for 200 mia. USD i MBS for at øge housing affordability.
- Nyheden har medført et meget markant fald i amerikanske MBS-renter på knap 0,2 %-point.
- Det amerikanske MBS-marked er enormt, og 200 mia. USD svarer til ca. 2 % af den udestående mængde – hvilket er ækvivalent til, at danske realkreditinstitutter opkøbte ca. 20 mia. kr. i danske konverterbare.
- Opkøbet forventes at ske relativt hurtigt, og vi er i tvivl om, hvorvidt der vil være en blivende effekt af et engangskøb af MBS.
- Vi så i slutningen af sidste år øget amerikansk interesse for danske realkreditobligationer, og hvis effekten på MBS-renter bliver permanent, kan denne interesse blive yderligere intensiveret.

MBS spread relative to Treasuries



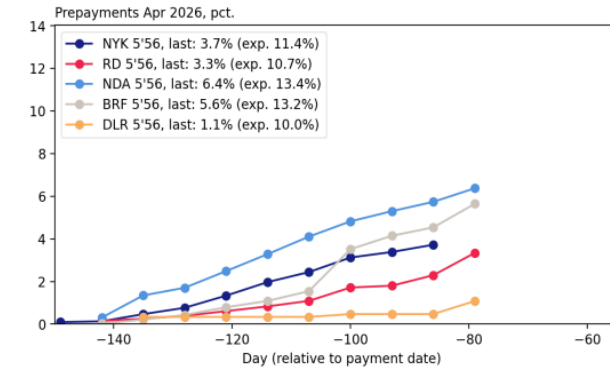
30Y FNCL Par Coupon



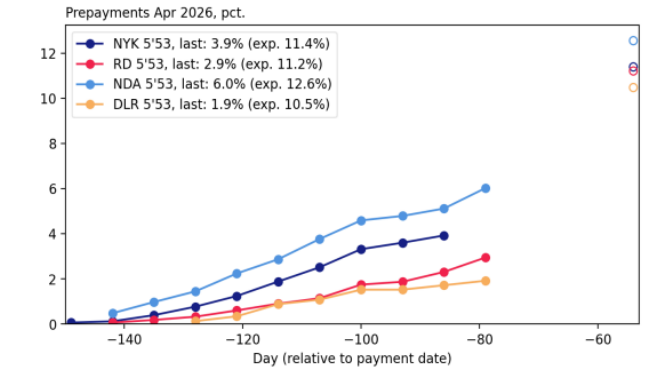
# CK93

- Dagens CK93 understøtter fortsat vores forventning om gennemsnitlige udtræk i omegnen af 10 procent i 5%-konverterbare til aprilterminen
  - NYK offentliggør dog først denne uges CK93 data i morgen, så vi har endnu ikke det fulde billede
- Der er en anelse højere tempo i de førtidige indfrielse i dagens tal, men det afspejler først og fremmest, at vi er kommet på den anden side af juleferien

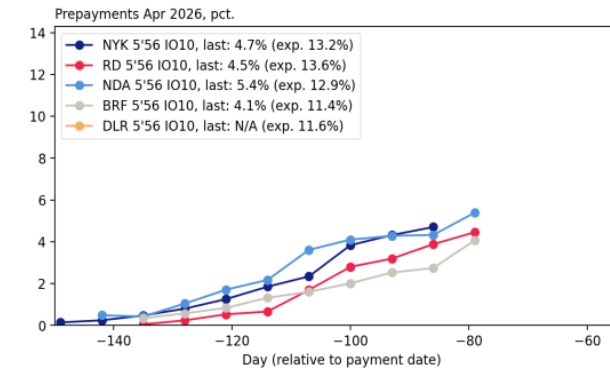
**Preliminary prepayment rates in 5'56A, Apr 2026**



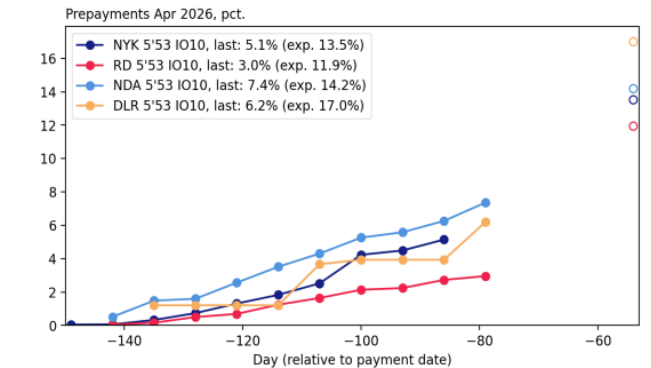
**Preliminary prepayment rates in 5'53A, Apr 2026**



**Preliminary prepayment rates in 5'56IO, Apr 2026**



**Preliminary prepayment rates in 5'53IO, Apr 2026**



# Anbefalinger

- Vi fastholder vores åbne anbefalinger
- Vi åbner en ny anbefaling af RTL5 mod RTL3 (hedged og funded og i spread-risk neutralt forhold)

## Anbefalinger

Opening date	Name	Return 5bd	Total return
2025-08-25	CITA vs CIBOR 3M FRN	-0.01	0.04
2025-11-27	CIBOR 6M vs CIBOR 3M FRN	0.00	0.03
2025-12-15	DGBi'30 vs DGB'29 and DGB'31	-0.17	-0.03

# Nykredit

## markets

## DISCLOSURE

Dette materiale er udarbejdet af Fixed Income Research, der er en del af Nykredit Bank A/S (herefter Nykredit Bank eller banken). Nykredit Bank er en finansiel virksomhed, der er under tilsyn af Finanstilsynet.

Nykredit Bank deltager i marked maker-ordninger for danske stats- og realkreditobligationer og kan i sin egenskab heraf have positioner i danske stats- og realkreditobligationer.

Nykredit Bank eller selskaber i Nykredit-koncernen kan i den foregående 12-månedersperiode have været "lead manager" eller "co-lead manager" for eventuelle offentliggjorte udbud af danske stats- og realkreditobligationer. Oplysninger herom kan gives efter anmodning.

Nykredit Bank eller selskaber i Nykredit-koncernen er ikke involveret i corporate finance aktiviteter eller andre investeringservices og -aktiviteter samt accessoriske tjenesteydelser for virksomheder, der er omtalt i materialet.

Dette materiale indeholder oplysninger, der anbefaler eller foreslår en investeringsstrategi, og er ikke udarbejdet af en uafhængig analytiker. I stedet er det udarbejdet af strategiske analytikere, hvis anbefalinger er baseret på deres erfaring eller viden inden for det finansielle område. Det er ikke udarbejdet i overensstemmelse med de lovbestemmelser, der sigter mod at fremme uafhængigheden af investeringsanalyser, hvorfor det udgør markedsføringsmateriale og ikke kan anses for at være en investeringsanalyse. Der gælder ikke et forbud mod at handle finansielle instrumenter omtalt i materialet inden udbredelsen heraf.

Nykredit Bank og selskaber i Nykredit-koncernen har ikke indgået aftale med udsteder om udarbejdelse af dette materiale. Hele eller dele af materialet er ikke blevet forelagt selskabet.

Dette materiale blev færdiggjort og første gang frigivet til distribution på den dato og det tidspunkt, der er angivet øverst i materialet.

### Anvendte finansielle modeller og metoder

Beregninger og præsentationer tager udgangspunkt i almindelige økonomiske og finansielle værktøjer og metoder samt offentligt tilgængelige kilder. Vurderinger af danske konverterbare realkreditobligationer modelleres ved hjælp af en egenudviklet model, der består af en stokastisk rentestrukturmodel samt en statistisk konverteringsmodel, som er kalibreret til låntagernes historiske konverteringsadfærd.

### Anbefalings- og risikovurderingsstruktur for statsobligationer og realkreditobligationer (inkl. covered bonds)

Nykredit Bank har typisk fokus på at isolere relativ værdi i obligations- og derivatmarkedet. Strategiens rente-og/eller volatilitetsrisici afdækkes derfor typisk i andre obligationer eller derivater (swaps, swaptioner, caps, floors osv.).

**KØB:** Det er vores opfattelse, at obligationen er relativt billigt prisfastsat i forhold til sammenlignelige alternativer i enten obligations- eller derivatmarkedet. Det er således vores forventning, at obligationen vil give et bedre afkast end alternativerne inden for en horisont på typisk 3 måneder.

**SÆLG:** Det er vores opfattelse, at obligationen er relativt dyrt prisfastsat i forhold til sammenlignelige alternativer i enten obligations- eller derivatmarkedet. Det er således vores forventning, at obligationen vil give et dårligere afkast end alternativerne inden for en horisont på typisk 3 måneder.

## Risikoadvarsel

Der kan være væsentlige risici forbundet med vurderingerne og eventuelle anbefalinger i dette materiale. Sådanne risici, herunder en følsomhedsanalyse af de relevante forudsætninger, er angivet i materialet. Alle investorer opfordres til at vurdere hensigten med deres investering og tage egne beslutninger omkring enhver form for investering i finansielle instrumenter, som omtales i nærværende materiale.

Der er ikke planlagt en fast opdatering af anbefalingen, og eventuelle opdateringer vil derfor ske ad hoc.

Medmindre andet er angivet, er kursoplysninger indeholdt i dette materiale pr. handelsdagen før den dato, der er angivet på forsiden.

For en liste over alle Nykredit Banks anbefalinger i stats- og realkreditobligationer de sidste 12 måneder med angivelse af specifikke oplysninger til den enkelte anbefaling se venligst [her](#).

Nykredit Bank har betydelige finansielle interesser i forhold til Nykredit Realkredit A/S i form af sædvanlige bankforretninger og investeringer i obligationer udstedt af Nykredit Realkredit A/S.

Nykredit Bank er et helejet datterselskab af Nykredit Realkredit A/S. Materialet kan indeholde en anbefaling om køb af obligationer udstedt af Nykredit Realkredit A/S. Dette indebærer en interessekonflikt mellem Nykredit Bank og kunder, da Nykredit Bank har en særlig interesse i at sælge obligationer udstedt af selskaber i Nykredit-koncernen.

### Oplysninger om Nykredit Bank

Nykredit Bank har udarbejdet interne regler for at forebygge og undgå interessekonflikter ved udarbejdelse af investeringsanalyser og har indført interne regler til at sikre effektive kommunikationsbarrierer. Analytikere i Nykredit Bank er forpligtede til at overdrage enhver henvendelse, der kan påvirke en investeringsanalyses objektivitet og uafhængighed, til chefen for analyseafdelingen samt til compliance-funktionen. Medarbejdere i Nykredit Bank skal til enhver tid være opmærksomme på potentielle og aktuelle interessekonflikter mellem Nykredit Bank og kunder, mellem kunderne indbyrdes og mellem medarbejderen på den ene side og Nykredit Bank eller kunder på den anden side og skal bestræbe sig på at undgå interessekonflikter. Nykredit Bank har udarbejdet en interessekonfliktpolitik om identificering, håndtering og oplysning om interessekonflikter i forbindelse med værdipapirhandel og ydelser med tilknytning hertil, som Nykredit Bank udfører for kunder. Medarbejdere i Nykredit Bank er forpligtede til, såfremt de bliver bekendt med forhold, der kan udgøre en interessekonflikt, at videregive informationen til deres afdelingschef samt til compliance-funktionen, der herefter afgør, hvordan situationen skal håndteres.

Fixed Income Research i Nykredit Bank arbejder uafhængigt af afdelingen Debt Capital Markets & Sustainability og Financial Institutions Group afdelingerne og er organiseret uafhængigt af og refererer ikke til andre forretningsområder i Nykredit-koncernen. Medarbejderne er delvist aflønnet på baggrund af Nykredit Banks overordnede resultater, der omfatter indtægter fra investeringsbanktransaktioner, men modtager ikke bonus eller anden aflønning med direkte tilknytning til specifikke corporate finance- eller debt capital-transaktioner. Personer, der er involverede i udarbejdelsen af materialet, modtager ikke vederlag, som er knyttet til investeringsbanktransaktioner udført af selskaber i Nykredit-koncernen.

## Anbefalingsfordeling

Fordelingen af Nykredit Banks direkte investeringsanbefalinger i investeringsanalyser vedrørende stats- og realkreditobligationer, fremlagt inden for det seneste kvartal, fremgår af tabellen nedenfor. Der er i perioden ikke foretaget væsentlige investeringsselskabstjenesteydelser til udstedere. Den nuværende fordeling af direkte investeringsanbefalinger:

Anbefaling	
Køb	50%
Sælg	50%

Pr. 13-12-2024

Note: Vores anbefalingsfordeling, hvorfor de to kategorier summer til 100%.

## **DISCLAIMER**

Dette materiale er udarbejdet af Nykredit Bank til personlig orientering for de investorer, som banken har udleveret materialet til. Materialet er baseret på offentligt tilgængelige oplysninger samt egne beregninger baseret herpå.

Nykredit Bank påtager sig intet ansvar for rigtigheden, nøjagtigheden eller fuldstændigheden af informationerne i materialet. anbefalinger skal ikke opfattes som tilbud om køb eller salg af de pågældende værdipapirer, og Nykredit påtager sig intet ansvar for dispositioner foretaget på baggrund af oplysninger i materialet.

Oplysninger i materialet om tidligere afkast, simulerede tidligere afkast eller fremtidige afkast kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast, og afkast kan blive negativ. Oplysninger i materialet om kursudvikling kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidig kursudvikling, og kursudvikling kan blive negativ. Såfremt materialet indeholder oplysninger om en særlig skattebehandling, skal investorer være opmærksomme på, at skattebehandlingen afhænger af den enkelte investors individuelle situation og kan ændre sig fremover. Såfremt materialet indeholder oplysninger baseret på bruttoafkast, kan gebyrer, provisioner og andre omkostninger påvirke afkastet i nedadgående retning.

Nykredit Bank og/eller andre selskaber i Nykredit-koncernen kan have positioner i værdipapirer omtalt i materialet samt foretage køb eller salg af samme, ligesom disse selskaber kan være involveret i corporate finance-aktiviteter eller andre aktiviteter for virksomheder, der er omtalt i materialet.

Materialet må ikke mangfoldiggøres eller distribueres uden samtykke fra Nykredit Bank.

Særlige regler om krisehåndtering i banker (bail-in):

Der gælder særlige regler om krisehåndtering i banker. Reglerne sikrer, at kriser ikke koster skatteyderne penge, hvilket betyder at banker ikke vil blive reddet af bankpakker betalt af det offentlige, og tab derimod skal bæres af aktionærer og obligationsejere i kriseramte banker. Det kaldes også "bail-in".

Betydningen af de komplekse regler kan være vanskelig at forudsige som investor, og en krise kan opstå meget pludseligt. Investerer du i bankaktier eller værdipapirer udstedt af banker, skal du være opmærksom på den særlige risiko for nedskrivninger eller fuldstændigt tab af en investering. En potentiel eller aktuel bankkrise vil også have stor betydning for likviditeten af dine investeringer.

Nykredit Bank A/S – Sundkrogsgade 25 - 2150 Nordhavn - Tlf. 44 55 10 00 - Fax 33 12 04 34