

# Kort realkreditupdate

## Uge 4

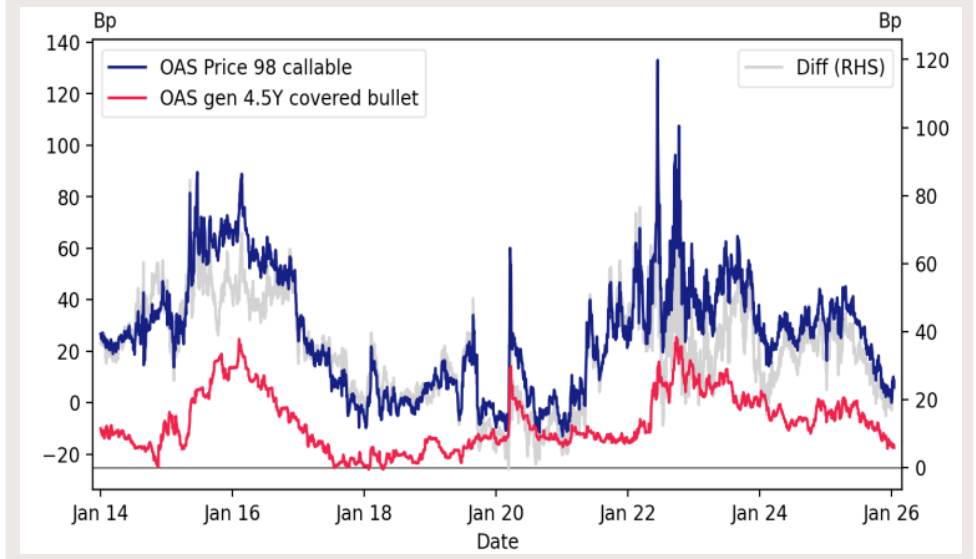
Jacob Skinhøj  
Peter Bache  
Veronica Bergstrøm



# Outlook 2026: Told eller TACO?

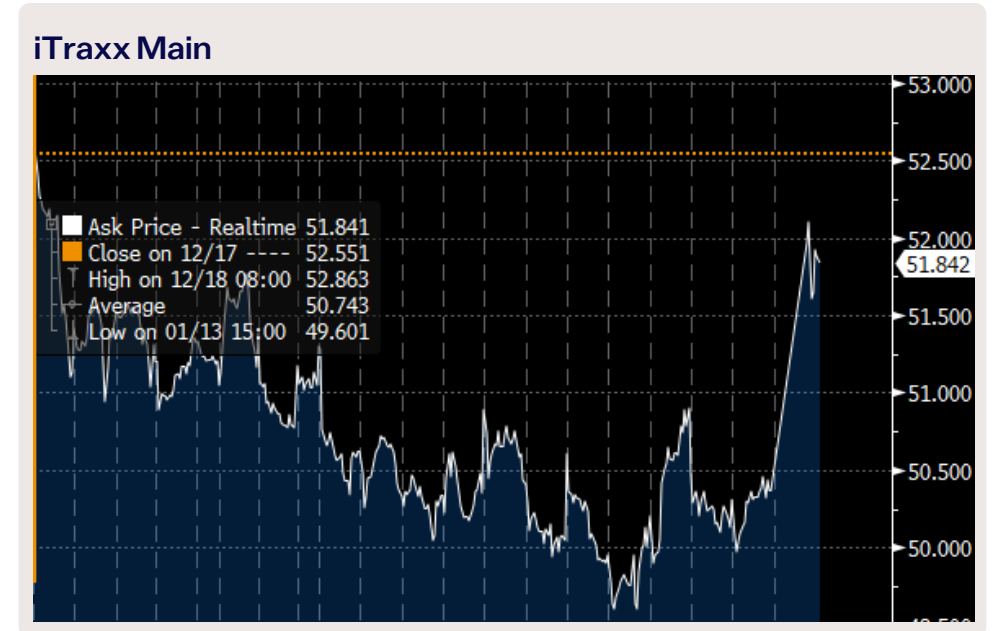
- Vi udsendte i torsdags vores Outlook 2026
  - Vi er behersket optimistiske for dansk realkredit i 2026 på trods af lavt performancepotentiale sammenlignet med de seneste år.
  - Dette kan du læse mere om – sammen med diskussion af en række risikoscenarier – i analysen [her](#)
- Ét af de risikoscenarier, vi diskuterer i vores outlook, er situationen omkring Grønland – samt muligheden for at Trump vil ty til toldvåbnet
  - Siden vi udsendte analysen, har Trump truet med 10% told fra 1. februar på Danmark og syv andre europæiske lande (stigende til 25% told i juni, hvis en aftale om amerikansk overtagelse af Grønland ikke er på plads inden da).
  - Konsekvenserne for dansk realkredit (og kronen) bliver sandsynligvis mindre end de kunne have været, hvis Trump mere målrettet havde forsøgt at ramme Danmark. Trumps toldudmelding har derudover ikke svækket opbakningen til Danmark og Grønland fra de øvrige europæiske lande – snarere tværtimod.
  - Vi finder det fortsat mest sandsynligt, at situationen vil få en begrænset og forbigående effekt på de danske obligationsmarkeder i 2026. Indtil videre har reaktionen i obligations- og rentemarkederne da også været beherskede (se også næste side).
  - På den korte bane vil situationen dog forventeligt få særligt udenlandske investorer til at være tilbageholdende overfor dansk realkredit generelt – og konverterbare i særdeleshed.

Performancepotentialet i dansk realkredit primo 2026 er lavt!



# Behersket reaktion i realkreditmarkedet

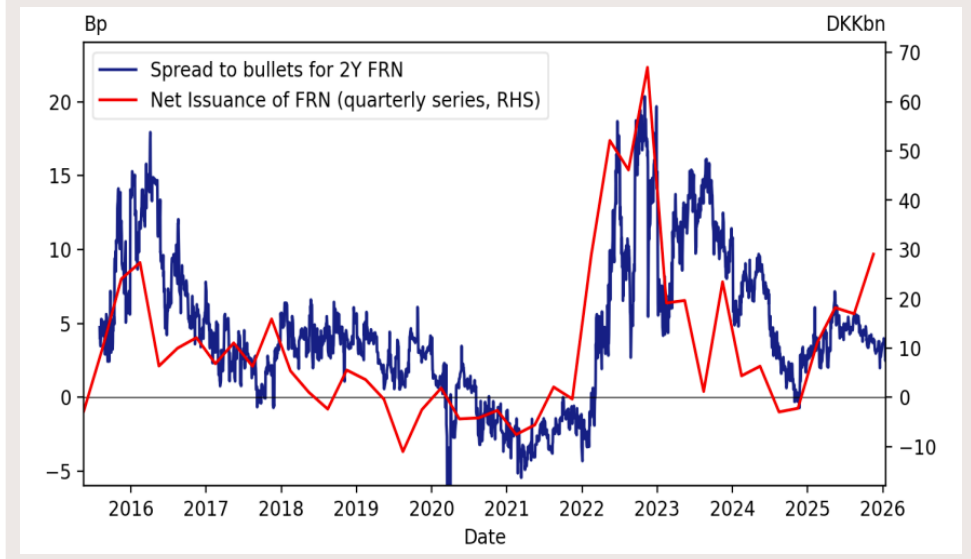
- Reaktionen på den amerikanske præsidents udmelding om en "indtil-jeg-får-Grønland-told" har medført en klassisk risk-off-stemning, hvor EUR FRA/OIS, Bund ASW og vol kører ud, mens alle europæiske aktieindeks falder fra morgenstunden.
- Aktiviteten i dansk realkredit har været uhyre beskeden, og alle real money-investorer sidder på hænderne og afventer, hvad der kommer til at ske.
- På skærmen er RTL marginalt inde, mens konverterbare er mere eller mindre uforandrede – nok hjulpet af den mindre volstigning, vi har set i dag.
- Det vil dog være naturligt, hvis konverterbare taber lidt på den øgede usikkerhed i markedet.



# FRN på auktion

- FRN udløbet til aprilterminen er 100% NYK
  - NYKs auktioner – vil ligesom de øvrige udstederes – ligge den 3. til 6. februar
  - I tabellen på denne side fremgår ISIN og karakteristika for de FRN, NYK kommer med på auktionerne.
  - Mængderne i tabellen er de cirkulerende mængder, på de FRN, som de nye obligationer erstatter. Auktionsmængderne vil typisk udgøre 90%-98% af disse beløb.
- Vi ser p.t. FRN som prissat til den dyre side mod RTL, og forventer en gentagelse af de seneste års mønster med spændudvidelser i FRN (mod RTL) frem mod de store FRN-auktioner i maj (læs mere her)
  - Vi foretrækker derfor aktuelt RTL over FRN

FRN-RTL spænd og nettoudstedelse af FRN



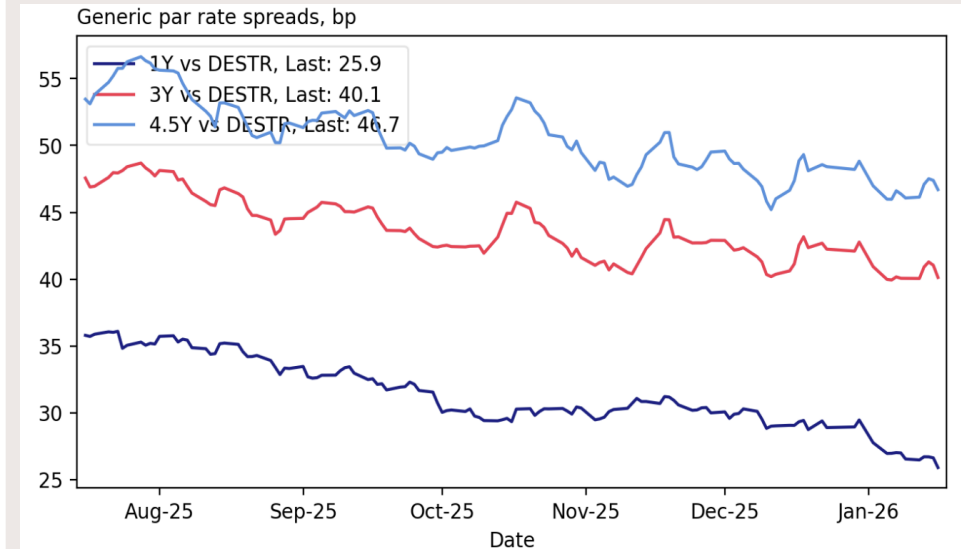
ISIN	Issuer	Ref.rate	Maturity	Cap.center	Type	Callable	Green	Ratecap	Amount*
<i>DKK FRN</i>									
DK0009551400	NYK	CIBOR 3M	Okt-28	NYK H	SDO	-	-	-	12,368
DK0009551590	NYK	CIBOR 3M	Apr-29	NYK H	SDO	Y	-	-	2,816
DK0009551673	NYK	CIBOR 3M	Apr-29	NYK H	SDO	-	Y	-	11,150
DK0009551756	NYK	CIBOR 3M	Okt-28	NYK G	RO	-	-	-	5,192
<i>EUR FRN</i>									
DK0009551830	NYK	EURIBOR 3M	Apr-29	NYK H	SDO	Y	-	-	390
DK0009551913	NYK	EURIBOR 3M	Okt-30	NYK H	SDO	Y	-	-	32

\* Amount (in DKKm) indicates the outstanding amount of the FRN(s) that the new FRN replaces. The amount up for refinancing will typically be 90-98% of this amount.

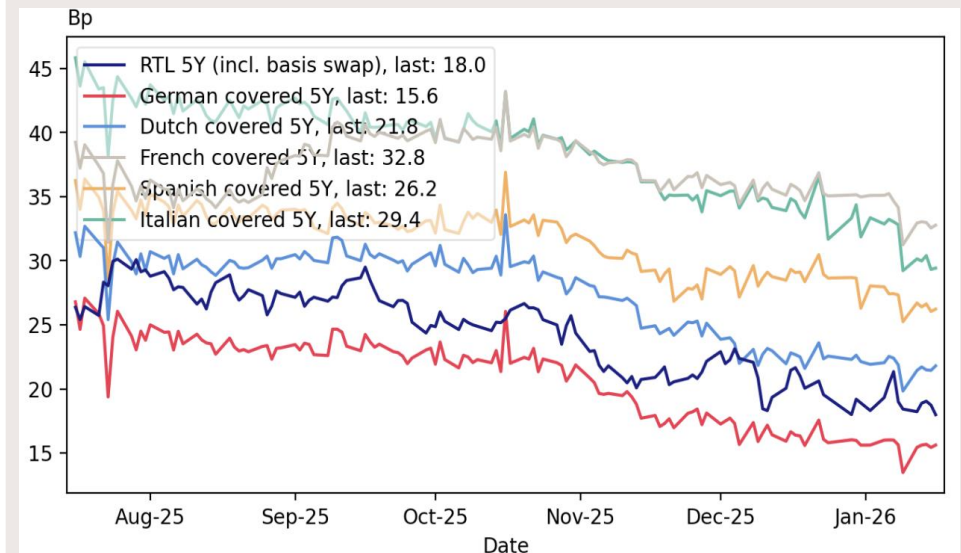
# RTL'erne tager uro med ophøjet ro – indtil videre

- Spændudvidelser i konverterbare og uroen om Grønland har indtil videre ikke sat sig i RTL-spændene, der udviklede sig omtrent fladt i sidste uge, i overensstemmelse med vores forventninger.
- Europæiske covered bonds tabte en smule henover sidste uge.
- Med intensivering af situation omkring Grønland, samt en lidt mindre gode stemning i europæiske covereds, er det vores forventning, at især de længere RTL'er vil give sig ud i spænd i denne uge.
- Vi foretrækker fortsat RTL5 over RTL3.

## Bullets: Spread to DESTR



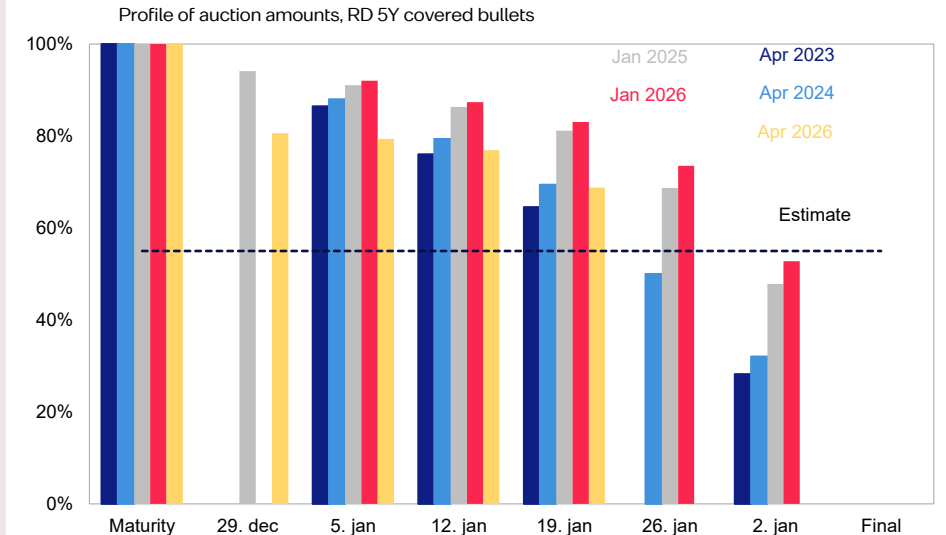
## RTL and EUR covered bonds: Spread to swap (6M)



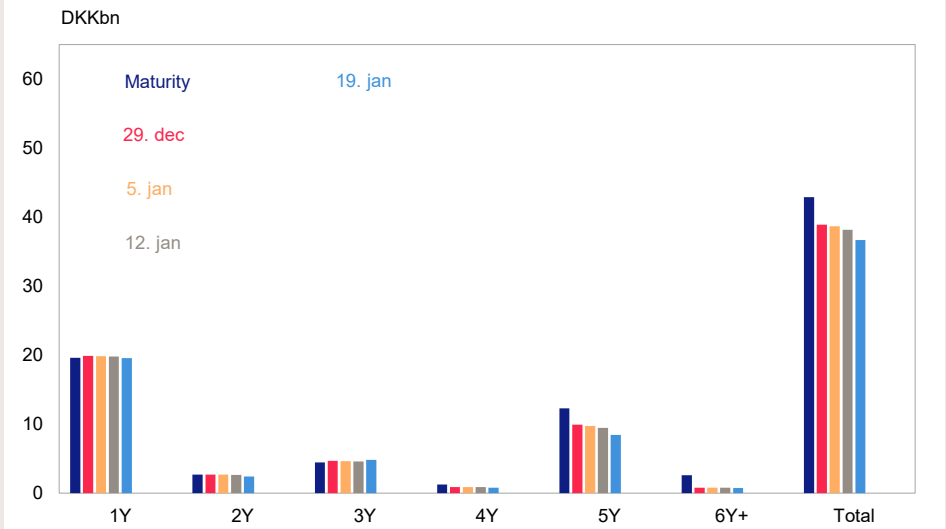
# Foreløbige auktionsmængder

- RD's foreløbige mængder peger p.t. i retning af endnu en auktsrunde med relativt lav refinansieringsgrad af RTL5.
- Det forventede udbud af RTL5 falder pænt i dag, efter at have ligget omtrent stille de sidste par uger.
- I kombination med, at de foreløbige mængder af RTL5 fra start lå lavt sammenlignet med de sidste auktsrunder, ser vi det som mest sandsynligt, at RD's RTL5-udbud vil overraske en smule til ned-siden.
- Samlet set rykker vi ikke ved vores forventninger til RTL5 auktsudbuddet.

## RD RTL5 refinansieringsgrader pba. foreløbige mængder



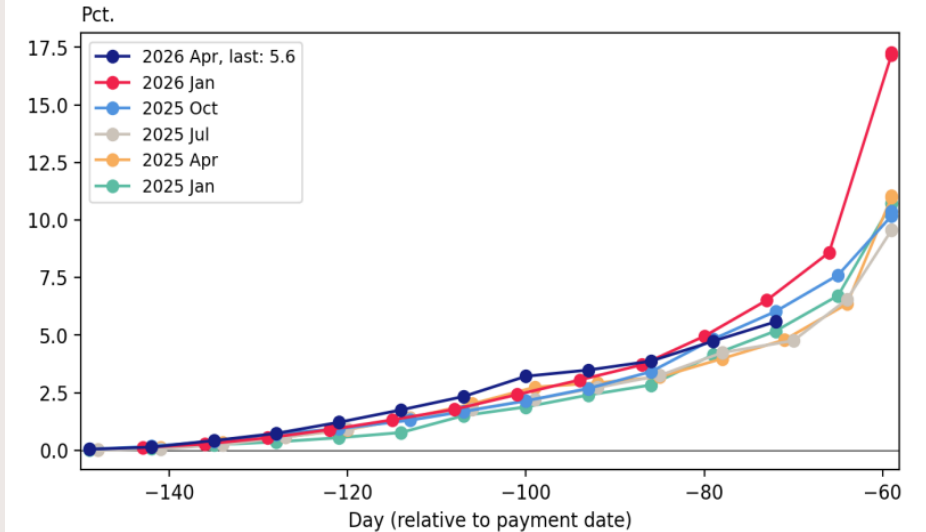
## RD udløb og foreløbige mængder



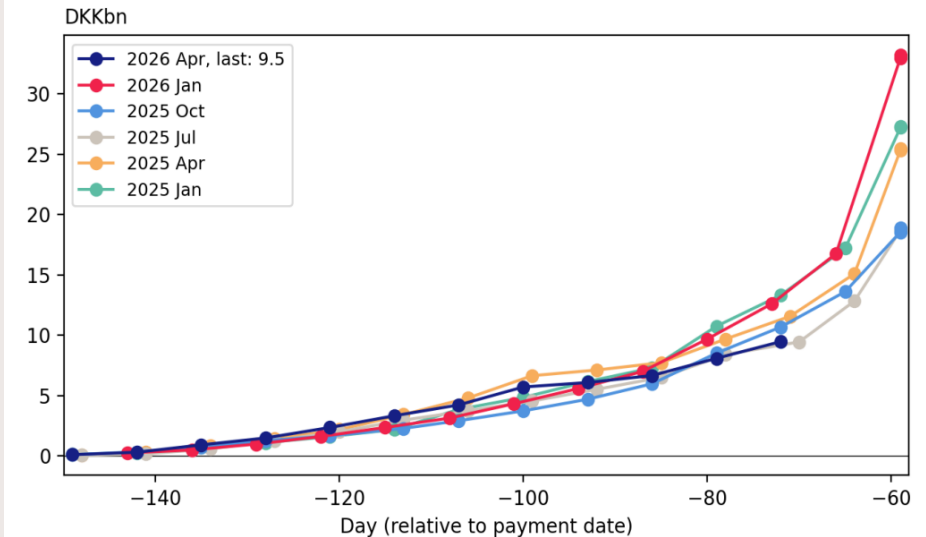
# På sporet til 10% udtræk i 5%'erne

- Dagens CK93 er vanskelige at få pulsen op over – de er fortsat på sporet til endnu en runde udtræk i 5%'erne på omkring 10% i gennemsnit
- De førtidige indfrielse til aprilterminen har umiddelbart kurs mod at lande omkring 20 mia. kr.
  - I så fald vil nettoudstedelsen af konverterbare i første kvartal komme tæt på nul – og den negative nettovækst i segmentet vil blive kraftigt reduceret fra de (minus) 17-18 mia. kr., vi så i 2025 Q3 og Q4.

## Førtidige indfrielse i 5%-konverterbare



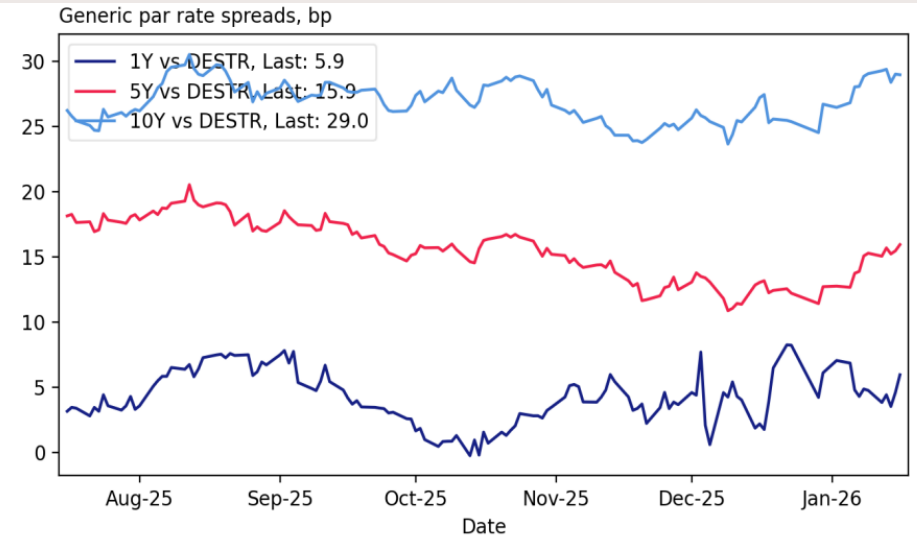
## Samlede førtidige indfrielse i konverterbare



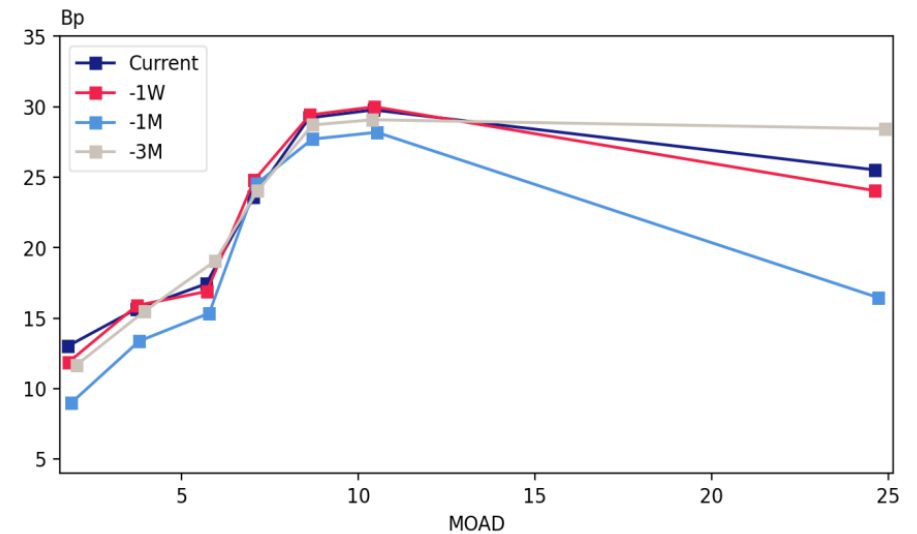
# DGB: Ny 2-årig statsobligation

- Den 21. januar 2026 åbnes 2% DGB'28 via auktion (lukker kl. 10.15).
  - Obligationen har ISIN DK0009925265, og er et stående lån med årlig termin 15. november og udløb 15. november 2028.
  - 2% DGB'28 afløser 0,5% DGB'27 i den primære lånevifte.
  - Der vil på auktionen maksimalt blive solgt 6 mia. kr. nominelt.
  - Den aktuelle prisning af statsobligationer taler for et OAS til DESTR på omkring 14 bp / ASW på omkring 17 bp
- Danske statsobligationer har på det seneste tabt mod DESTR
  - Dette er blandt andet afledt af indpriseningen af øget sandsynlighed for indsnævring af spændet mellem de danske pengepolitiske renter vs. eurozonen.
- Dertil kommer, at DGB-DBR spændet er steget en smule i 2026, givetvis relateret til den geopolitiske situation omkring Grønland.

## DGB: Generiske parrentespænd til DESTR



## DGB: Spænd til DESTR



# Anbefalinger

- I forbindelse med vores Outlook 2026 åbnede vi to nye anbefalinger – læs mere [her](#):
  - NYK 4'56 vs RD 5'56 og JRK 1.5'53 IO (eller anden kombination af udstedere/lavkupon)
  - RTL vs. FRN: Vi foretrækker RTL over FRN – særligt omkring treårspunktet
- Vi fastholder øvrige anbefalinger
- DGBi'30 har umiddelbart klaret sig fint mod nominelle stater på det seneste – men der kan komme et bump på vejen ifm. inflationstallene for januar (som trækkes ned af afgiftslempelser).
  - Vi ser fortsat værdi i anbefalingen.

## Anbefalinger

Opening date	Name	Return 5bd	Total return
2025-08-25	CITA vs CIBOR 3M FRN	-0.02	0.02
2025-11-27	CIBOR 6M vs CIBOR 3M FRN	-0.01	0.02
2025-12-15	DGBi'30 vs DGB'29 and DGB'31	-0.44	-0.11
2026-01-12	RTL5 vs. RTL3	N/A	-0.03
2026-01-15	RTL vs FRN	N/A	-0.02
2026-01-15	NYK 4'56 vs RD 5'56 + JRK 1.5'53 IO	N/A	0.01

# 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