

Kort realkreditupdate

Uge 5

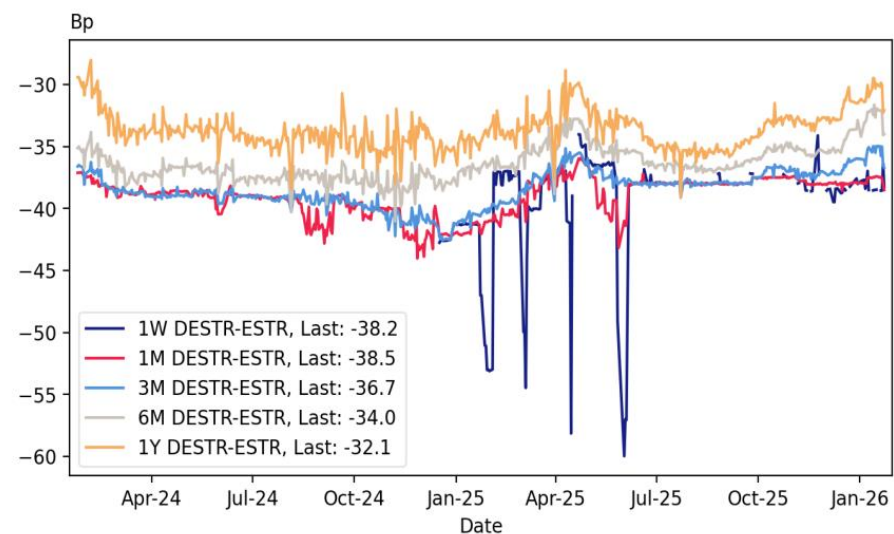
Jacob Skinhøj
Peter Bache
Veronica Bergstrøm



Ro på!

- Situationen omkring Grønland er deeskaleret (i hvert fald for nu)
 - I tråd med vores forventninger, har situationen (indtil videre!) haft begrænset betydning for dansk realkredit.
 - Det hænger sammen med, dels at der ikke opstod en egentlig trussel specifikt mod dansk økonomi (truslen om told var rettet mod en række europæiske lande), dels at rentemarkederne generelt tog situationen forholdsvis roligt.
 - Vi så således forholdsvis afdæmpede stigninger i implicit og realiseret vol (hvorfor omkostningen ved negativ konveksitet er forblevet lav, jf. figuren) samt i kreditspænd.
- Da kronkursen ikke er meget langt fra interventionsniveauet, havde situationen alligevel potentiale til at være dråben, der fik bægre til at flyde over ift. en ensidig dansk renteforhøjelse.
 - Efter deeskaleringen af situationen, er kronen dog styrket lidt igen, og sandsynligheden for en ensidig dansk renteforhøjelse er reduceret igen (afspejles også i DESTR-ESTR spænd, jf. figuren).

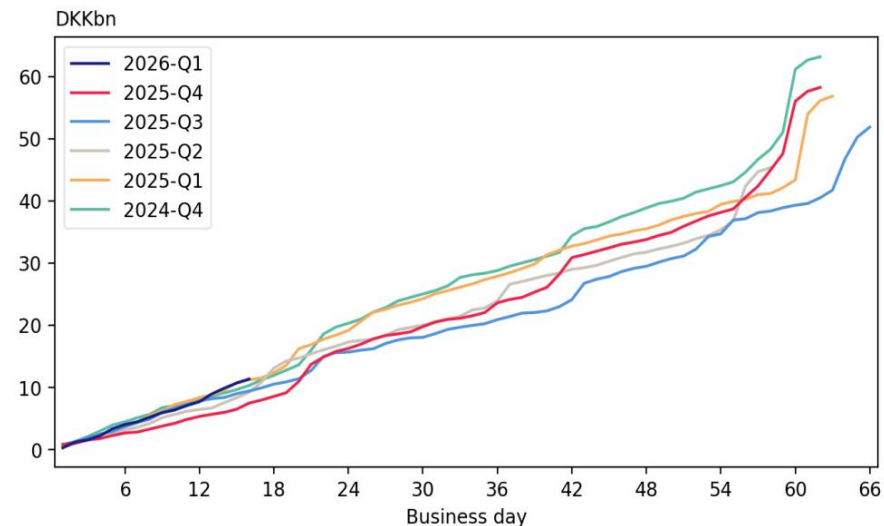
Lav realiseret vol igennem Grønlandsmisæren!



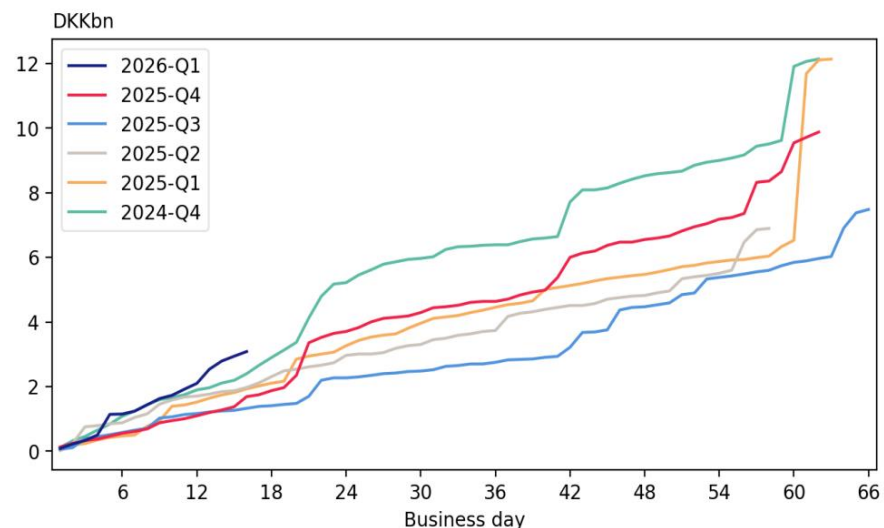
Udstedelsesnyt: RTL5 holder stand!

- Vi forventer lavere RTL(5)-udstedelse i 2026 (se også vores outlook her), primært som følge af et lavere niveau af skrå nedkonverteringer fra 5% konverterbare.
 - RTL-udstedelsen er imidlertid fortsat ufortrødent i januar – og viser altså ikke tegn på afdæmpning (se øverste figur).
 - Dette skyldes dog efter vores bedste overbevisning RD's "tidlige refinansiering" af udløbet til aprilterminen. Således ligger RD's udstedelse i 2026Q1 indtil videre over niveauet på samme tidspunkt i tidligere kvartaler (se nederste figur).
- Vi forventer fortsat, at RTL-udstedelsen (navnlig RTL5) vil tage af, når vi er på den anden side af refinansieringsauktionerne i næste uge.
- Det kan bemærkes, at RD's udstedelse af konverterbare i 2026Q1 indtil videre også ligger over de seneste kvartaler.
 - Det kan muligvis være et udtryk for, at væksten i prioritetslån er ved at tage af. Vi følger den udvikling tæt!

RTL udstedelse (OMX)

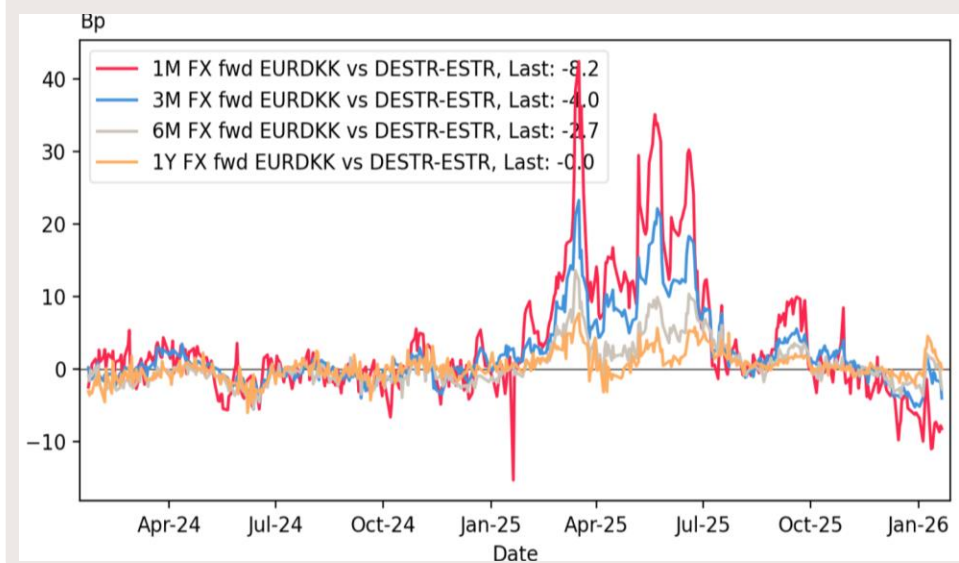
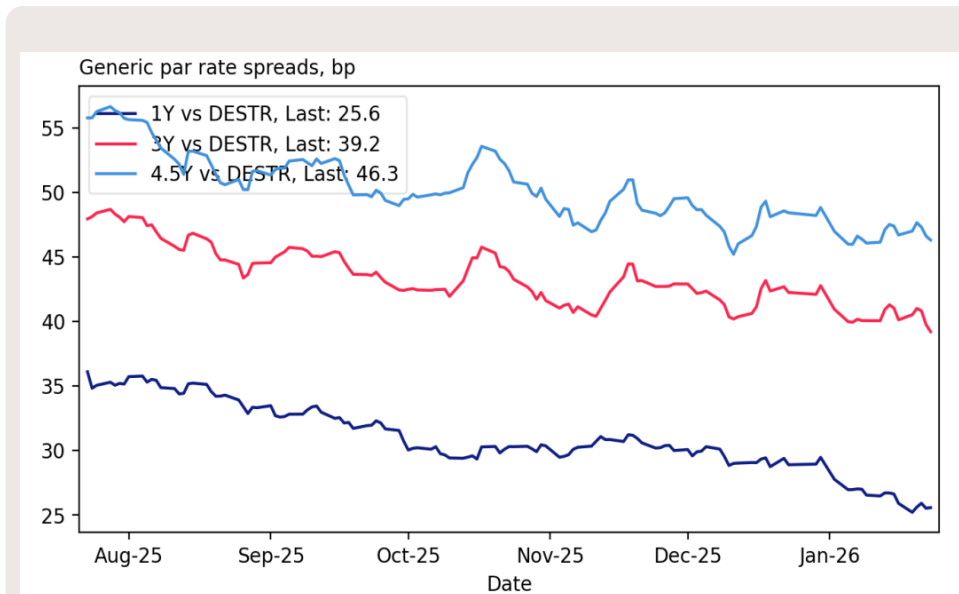


RTL udstedelse, RD (OMX)



Korte RTL'er har performet lige gennem al uroligheden

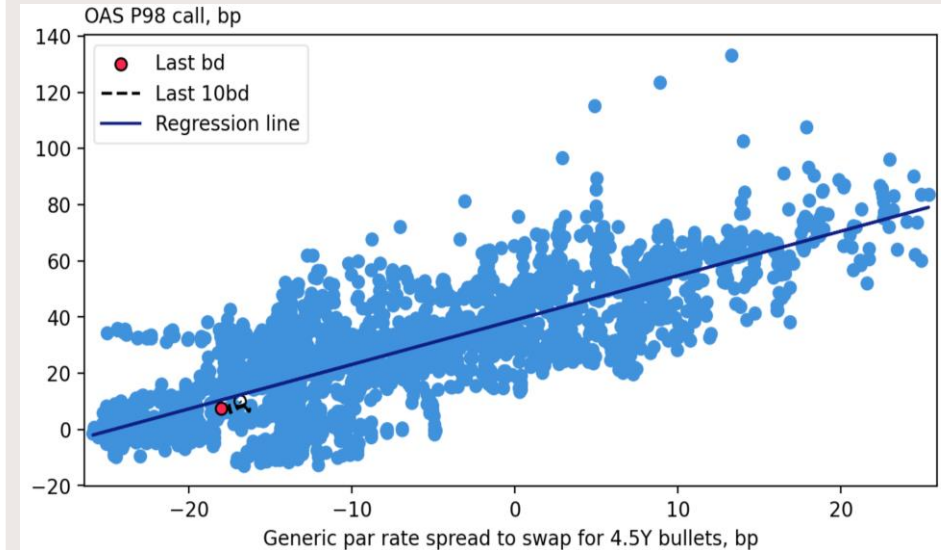
- 2026 har lagt fra land med spændudvidelser i både konverterbare og danske stater, i mellemtiden er RTL'erne gået nogenlunde fri.
- De helt korte RTL-obligationer har endda (overordnet set) fortsat deres performance igennem alle urolighederne.
- RTL-kurven er således stejlet pænt op de sidste par uger.
- Performance i de korte RTL'er tilskrives vi den aktuelle likviditetsrigelighed, som øger efterspørgsel efter korte papirer.
- Rigelig likviditet ses også i FX-markedet, hvor den implicite renteforskel i korte EURDKK FX-forwards pt. ligger en smule lavt ift. DEST-ESTR spændet.
 - Kan have tiltrukket udenlandske investorer, der funder sig via FX-forward markedet og understøttet performance yderligere.
- Likviditeten vil forventeligt aftage henover foråret, som følge af at PAL-skat, selskabsskat og A-skat forfalder.
- Vi forventer, at de korte RTL'er skal tabe som følge heraf.
- FRN har også performet og FRN-spændet til RTL-kurven er kørt ind. Vi forventer at FRN skal tabe relativt til RTL og foretrækker stadig RTL over FRN.



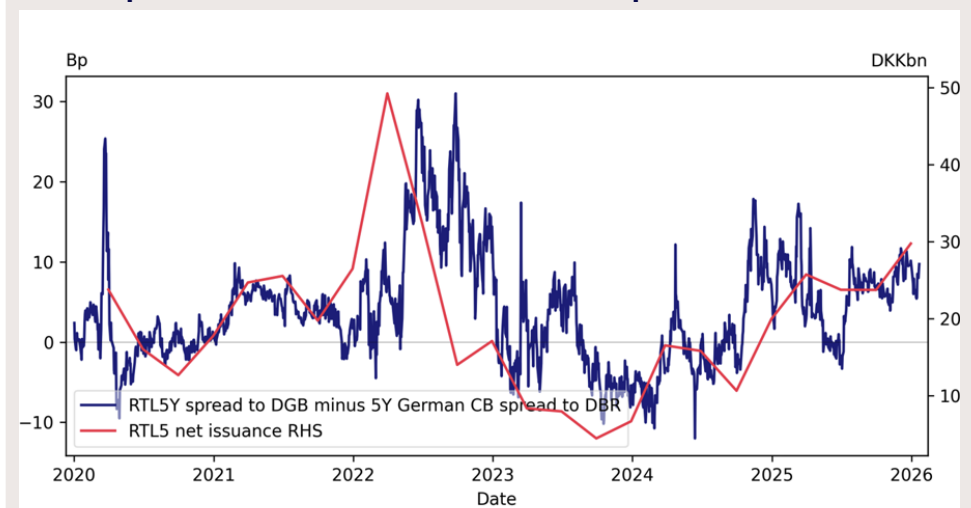
RTL5 er ikke længere billige relativt til konverterbare

- Den relative prisning af RTL5 ift. konverterbare er tilbage i "balance" ift. den historiske sammenhæng.
- RTL5 har ellers handlet billigt relativt til konverterbare siden starten af efteråret, selvom RTL5 har performeret i takt med Europæiske Covered bonds er kørt ind i spænd.
- Den skæve prisning vurderer vi primært har skyldtes en dyr prisfastsættelse af konverterbare, som følge af lav udstedelse, genplaceringsbehov og lav realiseret vol.
- Prisningen af RTL5 er i høj grad korreleret med prisningen af europæiske covered bonds, men sammenhængen mellem forskellen på statspænd på RTL5 og tyske covered bonds (mod hhv. danske og tyske stater) og nettoudstedelsen af RTL5 tyder på, at spændet på RTL5 også til en vis grad påvirkes af udstedelsesniveauet (se nederste graf).
- Større udstedelse af RTL5 fra skrå nedkonverteringer, kan således have understøttet den skæve prisfastsættelse yderligere.
- Det er ikke vores forventning at RTL5 skal tilbage og handle billigt relativt til konverterbare igen.
- Vi forventer således samlet set at RTL-kurven skal flade igen læs evt. også mere [her](#)

OAS Price 98 callable vs. generic 5Y covered bullet



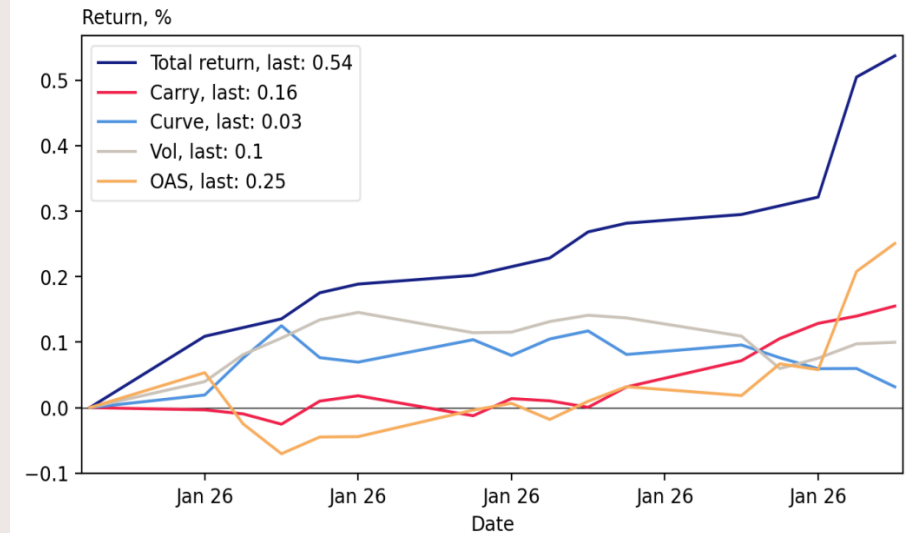
RTL5 spread to DGB minus German CB spread to DBR vs. iss



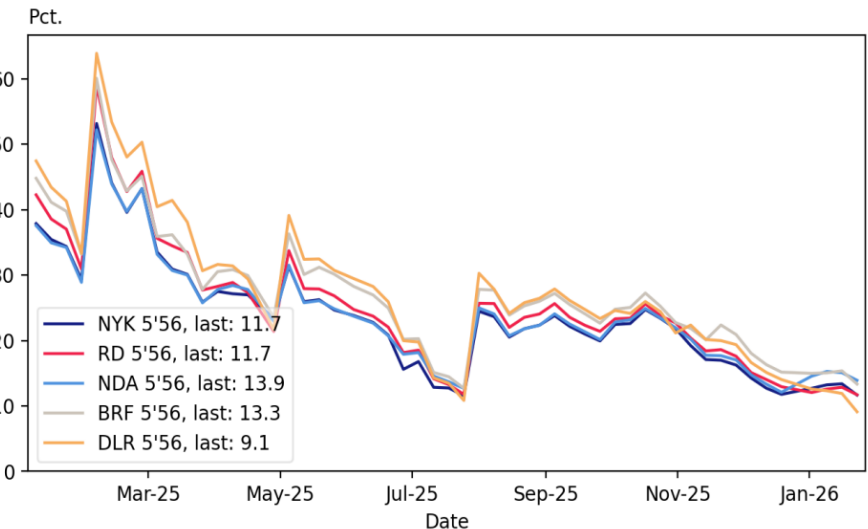
5%’erne er blevet dyre!

- Efter 4%’erne røg under kurs 100 i sidste uge (primært en konsekvens af renteutviklingen/kurvestejlingen), har 5%’erne performet pænt
- De ligger nu med et break even træk mod varighedsækvivalente RTL-obligationer på 11-15 pct. afhængig af de nærmere forudsætninger
 - Dermed er bufferen ift. de forventede træk (omkring 10 pct.) meget begrænset
 - Med en kurs på NYK 5’56 A på godt 104.5 vil eventuelle stigninger i udtrækket gøre ondt
- Der er fortsat sandsynligt, at 5%’erne kan levere et højere afkast end andre korte papirer – da scenarier, hvor udtrække for alvor øges som følge af skrå nedkonverteringer ikke forekommer nært forestående
 - Dertil kommer, at fx de kortere RTL-obligationer kan tabe lidt i den kommende tid.
 - Afkast/risiko-forholdet i 5%’erne begynder dog at se lidt anstrengt ud – også i lyset af erfaringerne med 2/2,5%’erne i 2019

YTD-afkast på NYK 5’56



Break-even træk vs. varighedsækvivalente RTL



Anbefalinger

- Vi åbner en "2026"-anbefaling af 4'56 vs RTL5 i forlængelse af vores outlook for 2026, hvor vi har argumenteret for, hvorfor vi ser positivt på de konverterbare (men også hvorfor der kunne være grund til at afvente situationen en smule).
 - Vi ser ikke det helt store performancepotentiale, men åbner anbefalingen som en "2026-carrycase"
- Vores anbefaling af 4% mod 5% og 1,5% har fået et hak i tuden
 - Primært som følge af performance i 5%-erne. Det ændrer ikke på vores syn på den relative værdi – og vi fastholder anbefalingen.

Anbefalinger

Opening date	Name	Return 5bd	Total return
2025-08-25	CITA vs CIBOR 3M FRN	-0.00	0.01
2025-11-27	CIBOR 6M vs CIBOR 3M FRN	0.01	0.03
2025-12-15	DGBi'30 vs DGB'29 and DGB'31	-0.18	0.39
2026-01-12	RTL5 vs. RTL3	-0.04	-0.07
2026-01-15	RTL vs FRN	0.01	-0.00
2026-01-15	NYK 4'56 vs RD 5'56 + JRK 1.5'53 IO	-0.33	-0.32

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 kriserammede 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