

Genplacering, krig og kaos

Stort ståhej for meget lidt.....

24. marts 2026 10:07

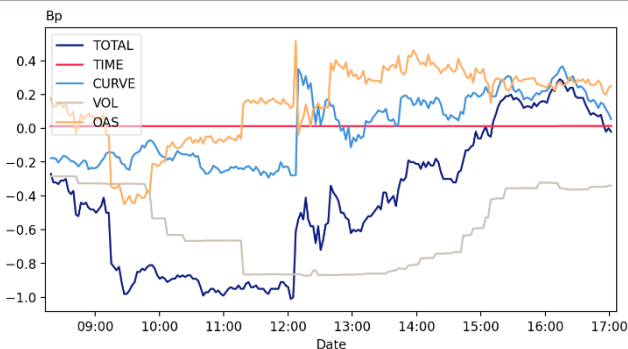
Markedsføringsmateriale

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

- 4'56 kortvarigt under kurs 97
- Voldsomme intradag bevægelser, men håndterbare bevægelser generelt
- Termins ikke-performance i konverterbare?

Mandag startede med noget nær full-blown panik med massive OAS-udvidelser og frygt for angreb på energiinstallationer. OAS-udvidelserne blev i løbet af formiddagen "afløst" af vol-stigninger, men USA præsidents forsikring om igangværende, frugtbare for-handlinger reverserede vol-/spændudvidelserne fuldstændig. Bundlinjen er, at de konverterbare – på trods af betydelig intradag bevægelser – samlet set er sluppet igennem de seneste dages massive markedsbevægelser uden spændudvidelser! Det er noget af en bedrift! Vi frygter flere rutsjebaneture, men vi tror, at terminen kan holde hånden under spændene sidst på ugen.

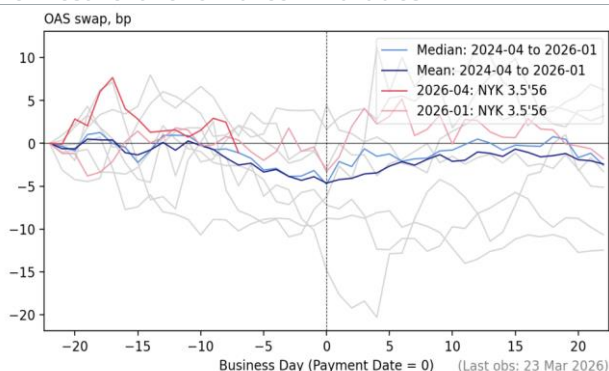
Intradag kursbevægelse 4'56 (mandag d. 23. marts)



Figuren viser kursændringen på NYK 4'56A siden EOD 22. marts (mørkeblå linje) samt en dekomponering heraf i bidrag fra tid, renter, vol og OAS.

Kilde: Nykredit Markets

Reinvestment Performance in Callables



Figuren viser OAS-udviklingen for OTR-konverterbare omkring terminer.

Kilde: Nykredit Markets

Krig og kaos

Fredagens retoriske eskalering af krigen med trusler om massive angreb på energiinstallationer sendte energi, vol, kreditspænd og renter markant højere.

Realkreditmarkedet, der i praksis var gået tidligt på weekend, nåede imidlertid ikke fuldt ud at indregne fredagens sene spændudvidelser. Det gav derfor en hård åbning mandag morgen, hvor konverterbare lagde fra land med OAS-udvidelser i størrelsesordenen 5-6 bp.

Markedet var dog langt fra færdigt med at reagere. I takt med vol-udvidelser mandag formiddag, gik OAS-udvidelsen i sig selv igen, og kort før middag havde segmentet oplevet marginal OAS-performance. Man kunne derfor argumentere for, at konverterbare endnu skyldte en del af fredagens spændudvidelse!

Mandag middag kom så meldingen om, at forholdet mellem Iran og USA har udviklet sig så positivt, at præsidenten har beordret fem dages våbenhvile relateret til angreb mod energiinfrastruktur. Det udløste stærk performance i kredit- og aktier samt fald i rentevolatilitet, og de konverterbare lukkede dagen uændret ift. EOD fredag.

Herfra?

Vi nærmer os en periode, der normalt byder på OAS-performance i forbindelse med terminen, og spørgsmålet er naturligvis, om vi også denne gang vil se performance?

Vi har tidligere argumenteret for, at prisfastsættelsen mellem konverterbare og RTL denne gang i højere grad er i "vater", og vi har derfor ikke forventet samme grad af genplacering i RTL'erne fremfor de konverterbare. Det var i hvert fald tilfældet indtil for nylig.

På det seneste har de 4-5 årige RTL-obligationer imidlertid tabt mod swap, mens OAS'et på 4'56'erne er gået ind. Tager man spændrullet på RTL'erne med i betragtning, ser de konverterbare omtrent lige så dyre ud mod de 4-5 årige RTL-obligationer, som de gjorde omkring sidste termin (se figuren til højre).

Derudover kan den markante markedsvolatilitet medvirke til, at nogle asset managers endnu en gang vælger at afvente og midlertidigt placere afdrag og udtræk i RTL'er!

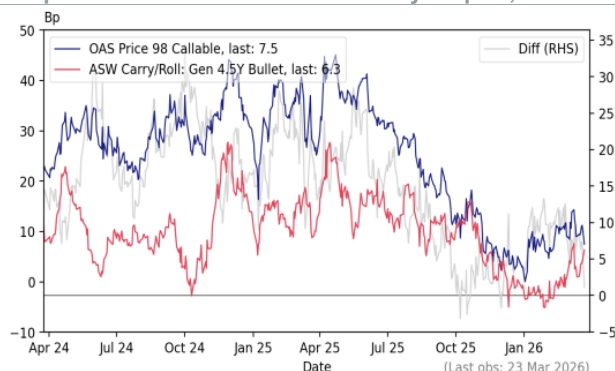
Forskellen til sidste termin er, at vol-niveauet er kraftigt forhøjet, hvilket repræsenterer et "normaliseringspotentiale" i de konverterbare, såfremt krigen deeskalerer, hvilket potentielt kan understøtte en vis interesse for segmentet.

Givet den aktuelle situation, er det vores vurdering, at det er mere sandsynligt, at den forestående apriltermin kan holde hånden under OAS'erne end det er, at det skal give performance. Hvis der ikke er klarere udsigt til en afslutning af krigen, når vi når på den anden side af terminen, har vi dog svært ved at se, at de konverterbare ikke skylder noget spændudvidelse.

Positivt afkast i år?

Kigger vi på afkastet i realkreditmarkedet YTD, er det – i lighed med de øvrige finansielle markeder – svært at finde positive afkast. 5 %'ernes betydelige carry, beskedne vol- og rentefølsomhed samt den decimerede udtræksrisiko er dog en åbenlys undtagelse og de har da også leveret et positivt afkast. Kurvefladning har næstefter volstigningen generelt kostet konverterbare udstedelser (3,5% og 4%) mest i afkast.

OAS på OTR-konverterbar vs ASW carry/rul på 4,5Y RTL



OAS'et på konverterbare er efter mandag kun marginalt højere end ASW carry/rul på en 4,5 årige RTL-obligation.

Kilde: 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 investeringsservices 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.

Denne analyse er markedsføringsmateriale og udgør en "ikke-uafhængig analyse" udarbejdet af Fixed Income & Nordic Research i Nykredit Markets. Analysen er ikke en objektiv og uafhængig investeringsanalyse og er derfor ikke underlagt de juridiske krav, som gælder for uafhængige investeringsanalyser. Der gælder derfor heller ikke et handelsforbud inden udbredelsen af analysen.

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