

Status på realkreditmarkedet

Så gik den ikke længere

5. marts 2026 12:26

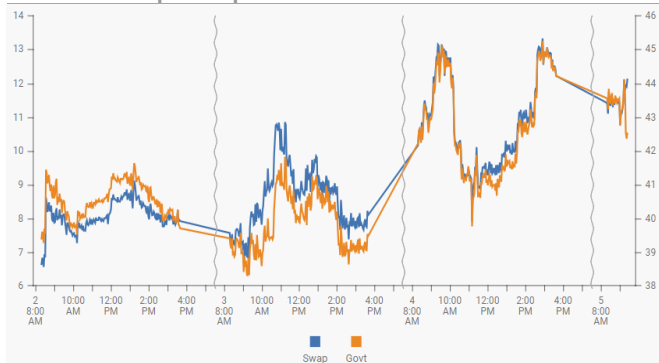
Markedsføringsmateriale

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

- Konverterbare taber i går 4-5 bp efter ellers at have stået bravt imod ugens uro – korrektionen flytter prisningen fra dyr til fair.
- RTL5'erne er kravlet op ad attraktivitetsbarometeret!
- Hvordan har cowboy-hedget fungeret i denne uge?

Voldsom volatilitet i renter, aktier og kredit, men ikke så meget i realkredit. I går tabte konverterbare dog pænt! Vi har i den seneste tid snakket og skrevet en del om muligheden for at hedge volatilitet (og andre risikofaktorer i konverterbare) via swaps – det såkaldte "cowboy-hedge". Men har sådan et hedge egentlig performeret i denne uge?

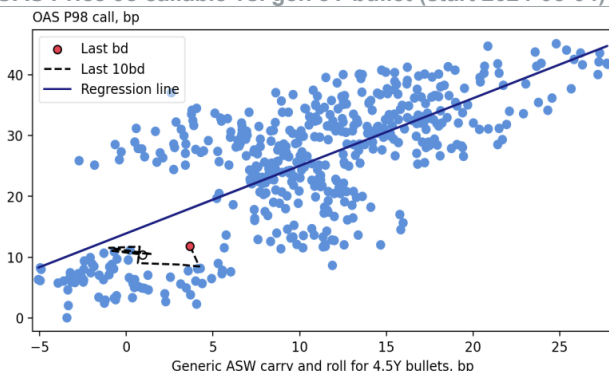
Govt and Swap OAS på NYK 4'56A



Tiltagende intradag OAS-udsving i løbet af ugen

Kilde: Nykredit Markets

OAS Price 98 callable vs. gen 5Y bullet (start 2024-03-04)



Indregnes rullet i RTL5'erne ser disse stadig billige ud ift konverterbare. Uden rul er billedet det omvendte.

Kilde: Nykredit Markets

Så opdagede de konverterbare krigen

Normalt er krig og realkreditobligationer en dårlig kombination, men danske realkreditobligationer havde indtil i går (onsdag) eftermiddags "blot" tabt svarende til vol- og renteændringerne – og OAS'et havde stort set ignoreret den aktuelle uro på de finansielle markeder. Ugens kraftige rentestigning har givetvis hjulpet det konverterbare segment.

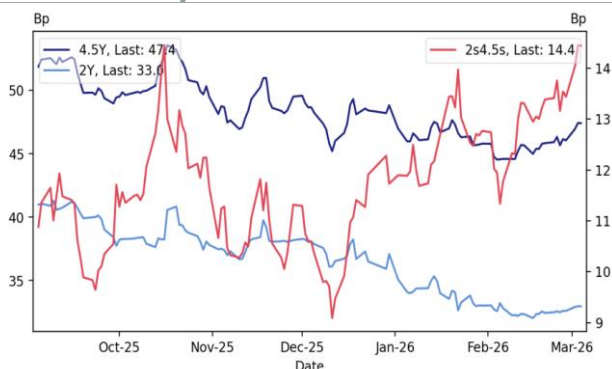
Mandag til onsdag har vi set tiltagende intradag OAS-bevægelser (3-5 bp) i konverterbare – og onsdag endte også dagen med en spændudvidelse på 4-5bp (ift. EOD tirsdag). Billedet er dog generelt noget mudret af de store intradagbevægelser, der har været i volatilitet og kreditspænd.

Tirsdag gav OAS'erne sig ud om formiddagen, men der kom efterfølgende købere på banen, og spændene reverserede igen. Det var forventeligt muligheden for at købe udstedelsesvare ca. 1 kurspunkt under mandagens pris, der fik nogle investorer til at trykke på "købsknappen".

Kurstabet tirsdag var delvist drevet af voldsomme stigninger i volatiliteten, især i kort(ere) volatilitet (1Y10Y), hvor stigningen svarer til en 99% fraktil. Men også 10Y10Y steg noget. Helt kort volatilitet har modelmæssigt ikke den store effekt på konverterbare obligationer, men korrelationen mellem helt kort volatilitet og lidt længere volatilitet er normalt temmelig høj. Derfor kan stigningen i den helt korte ende let "smitte" de lidt længere tenors, som har en modelmæssig indflydelse på prisningen af konverterbare obligationer. Onsdag så vi en mindre reversering i volatiliteten.

Ugens (forsinkede) OAS-udvidelse passer omtrent med de 5 bp, vi skrev om i mandags (se [her](#)). Vi vurderer den aktuelle prisfastsættelse af konverterbare som fair. Yderligere rentestigninger kan hjælpe segmentet, mens volatilitet og kreditspændudvidelser – med en vis forsinkelse – forventeligt igen vil sætte sig i de konverterbare obligationer i form af spændudvidelser.

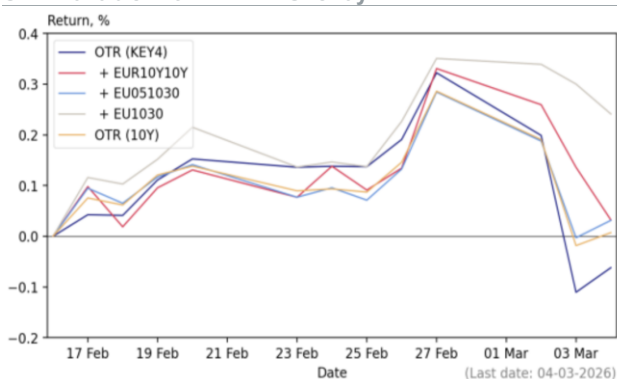
RTL-DESTR er stejlet!



Stejlheden af RTL-DESTR kurven ligger til den høje side.

Kilde: Nykredit Markets

OTR Callable with KEY4 + Overlay



Hvordan har forskellige hedge-strategier klaret ugen voldsomme bevægelser.

Kilde: Nykredit Markets

RTL5 ser interessante ud!

Det er dog RTL5, der på det seneste er steget mest på "attraktivitetsbarometeret". Medregnes det aktuelt høje rul i RTL5, ser disse umiddelbart billige ud mod konverterbare – se figuren nederst på foregående side.

Det hænger sammen med, at hældningen på RTL-DESTR kurven mellem RTL2 og RTL5 aktuelt er meget stejl (se øverste figur på denne side), og vi forventer, at RTL5 vil vinde relativt til kortere RTL-obligationer som følge af en fladning af denne kurve.

Vi forventer desuden, at udbuddet af RTL5 vil aftage som følge af færre nedkonverteringer og øget FRN-udstedelse.

Vi har allerede en åben anbefaling af RTL5 mod RTL3 – og vi er kun blevet mere sikre på denne!

Vi har derudover en "2026-anbefaling" af 4'56 vs. RTL5, og tror sådan set fortsat, at 2026 bliver et fint år for de konverterbare – hvilket også hænger sammen vores forventning om en vis robusthed på de mest relevante dele af de finansielle markeder overfor geopolitisk uro. På den korte bane kan der dog være ræson i at kigge mod RTL5, hvis man er bekymret for yderligere markedsuro.

Bestod cowboy-hedget lakmusprøven?

Vi har de seneste uger både skrevet og snakket om mulighederne for at hedge volatilitet, CVX og OAS i konverterbare via swaps (læs [her](#) og [lyt her](#)). Vi har vist, hvordan en swap-barbell (EU 5Y-10Y-30Y) eller en kurvefladerstrategi (EU10Y-30Y) historisk har haft en pæn korrelation med volatilitet og OAS. Årsagen er, at en kurvestejling typisk giver konverterbare obligationer medvind i form af lavere udstedelse og deraf bedre OAS-performance. Samtidig vil en kurvestejling ofte være forbundet med lavere volatilitet og dermed et positivt vol-bidrag til afkastet på de konverterbare. Omvendt har en fladere kurve typisk været ledsaget af højere volatilitet og spændudvidelser, hvorfor et kurveflader-hedge historisk har fungeret godt. Men hvordan er det gået i denne uge?

Overraskende godt. Tirsdagens meget kraftige kursfald blev i vidt omfang neutraliseret af et kurveflader-hedge (EU10Y-30Y) i det omfang vi anvendte i vores analyse fra forrige uge. Et barbell-hedge leverede kun beskeden support i denne uge, da vi så en 5Y-10Y fladning, og 5Y-10Y benet dermed "spiste" en stor del af gevinsten fra 10Y-30Y-fladningen af kurven.

Et "rigtigt" swaption-straddle-hedge (EUR10Y10Y) har indtil videre ikke givet bedre beskyttelse end swap-barbellen, da volatiliteten er faldet delvist tilbage igen. Et klassisk hedge alene i 10Y-punktet (10Y) – som mange investorer anvender, og som i praksis har egenskaber, der i et vist omfang minder om barbell-hedget – gav da også omtrent samme beskyttelse som et swap-barbell-hedge.

Vi har i tidligere analyser (se [her](#)) diskuteret de uheldsmæssigheder, der kan ligge i 5Y-10Y-eksponeringer i swap-barbell-hedget, og i denne uge viste denne bekymring sig velbegrunnet, mens kurveflader-hedget bestod ugen med bravour.

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.

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