

# Kort realkreditupdate

## Uge 10

Peter Bache

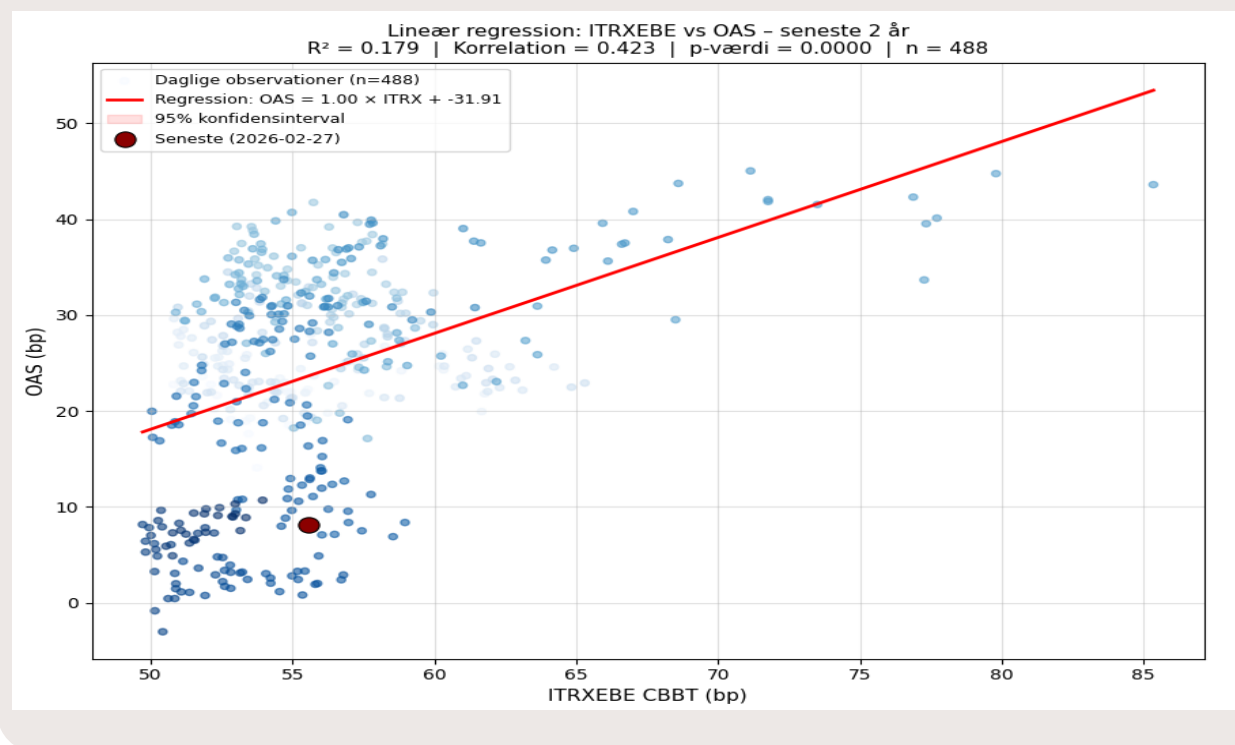
Jacob Skinhøj



# Krig I

- Konflikten mellem Israel og USA på den ene side og Iran på den anden har medført spændudvidelser i både iBoxx og iTraxx og aktiekursfald.
- Korrelationen mellem iTraxx og OAS på 4'56 fremgår af figuren ovenfor og har historisk været relativt høj.
- Sammenhængen er dog ikke lineær, og der har været et tydeligt niveauskift i OAS over de seneste ca. 100 dage ned mod det aktuelt lave niveau.
- Den simple lineære regressionslinje indikerer umiddelbart, at konverterbare obligationer bør tabe omtrent 1:1 med bevægelser i iTraxx.
- Dermed giver korrelationen aktuelt anledning til at forvente 5bp OAS udvidelse!
  - Indtil videre tager de konverterbare dog situationen med ophøjet ro.
- Der er imidlertid også risiko for, at niveauskiftet i OAS reverseres, hvilket isoleret set kan indebære ca. 15 bp yderligere spændudvidelse.
  - En sådan effekt på OAS'erne vil dog formentlig kræve en yderligere eskalering af de aktuelle krigshandlinger og/eller en mere markant påvirkning af olie-aktiepriserne.

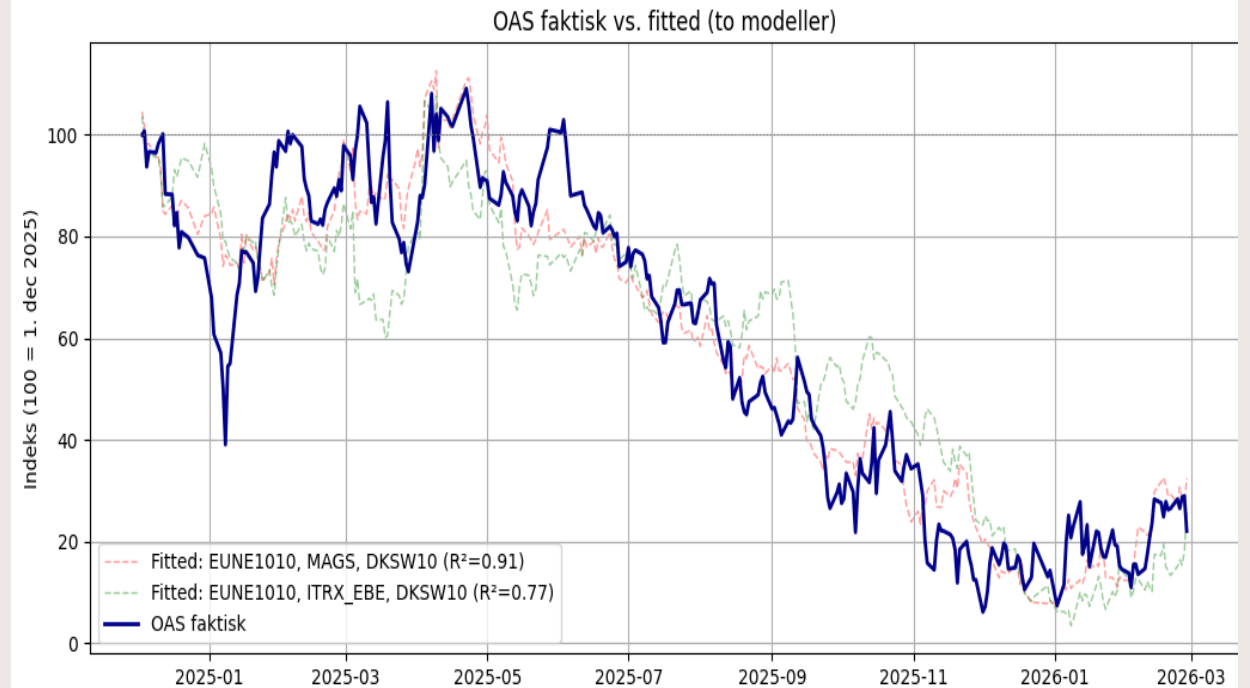
OAS (4'56) vs Itraxx



# Krig II

- Mens transportaktierne fejrer de højere fragtrater – **Mærsk** og **Torm** er begge steget med mere end 4 % – er den generelle stemning på aktiemarkedet mere afdæmpet og minder om et klassisk kredit *risk-off*-miljø.
- Vi viste i forrige uge, at korrelationen aktuelt er større mellem *Magnificent Seven* og OAS end mellem iTraxx og OAS.
- Et større *risk-off* i aktier vil derfor forventeligt også lægge pres på OAS'erne.
- *Magnificent Seven* aktierne ville ikke have gavn af højere fragtrater tværtimod.
- Bemærk OAS er fra EOD fredag, mens Itraxx og EUNE1010 er opdateret mandag formiddag
- Konverterbare synes aktuelt at se situationen an – har har indtil nu kun tabt meget marginalt!

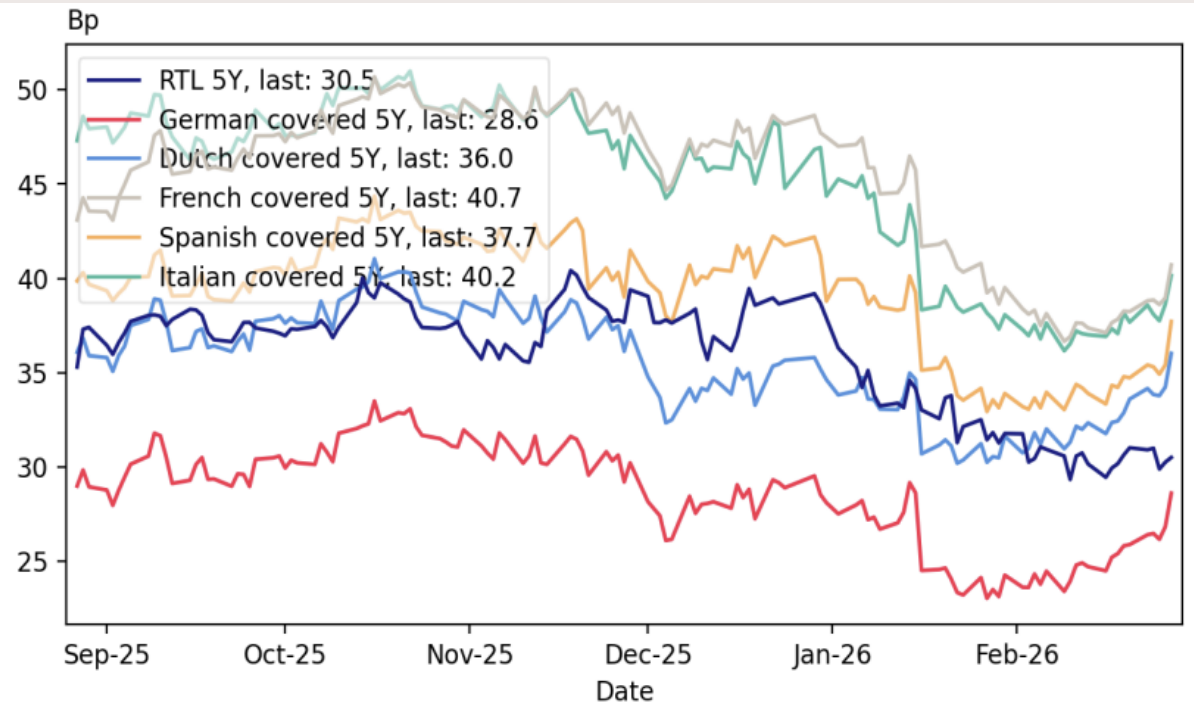
## Magnificent Seven vs swap OAS på 3.5'56



# Krig III

- RTL-obligationerne skal forventeligt ligeledes give sig et par punkter ud
- Dette skal også ses i lyset af, at danske RTL-obligationer i februar har ligget omtrent fladt mod danske stater, mens europæiske covered bonds er gået ud mod tyske stater
- Mens lavere udstedelse give RTL'erne noget medvind i de kommende måneder (som vi har skrevet om før), så har vi ikke set et fald i udstedelsen (endnu), jf. side 7 nedenfor
- Derudover er der udsigt til en pæn portion RTL i ultimoudstedelsen i slutningen af måneden, jf. side 6 nedenfor.
- På den korte bane kan udstedelsessituationen således næppe forventes at forhindre (moderate) spændudvidelser i RTL'erne.

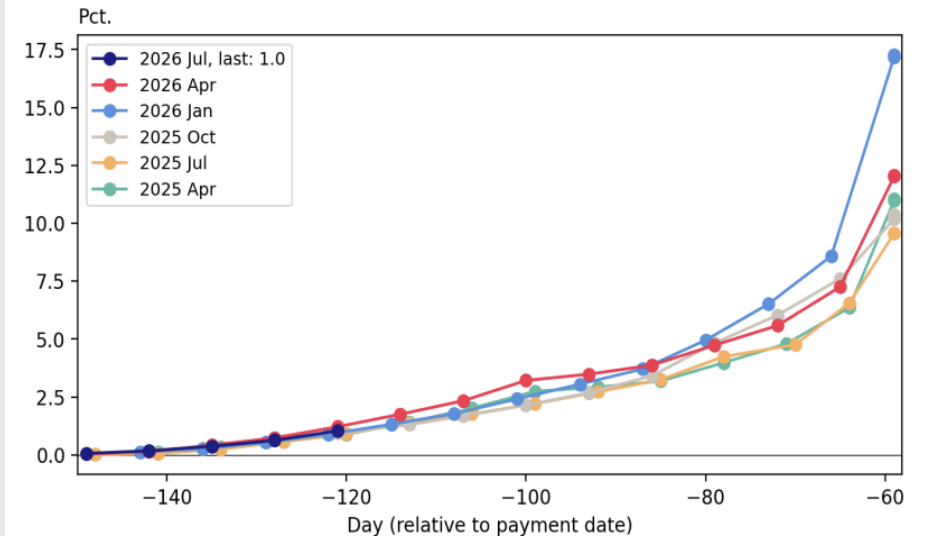
RTL og EUR-covereds: Spænd til DGB/DBR



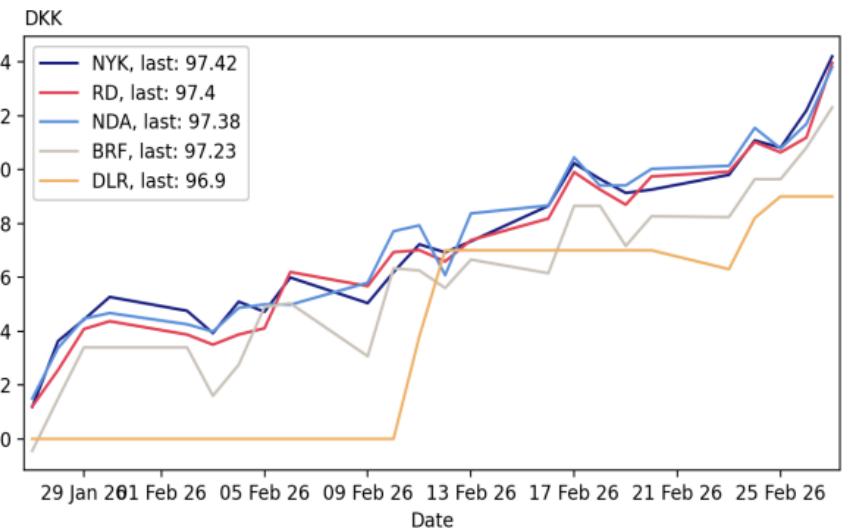
# Dagens CK93: 5%’erne er nogle vandedyr?

- De procentvise udtræk i 5%-konvertererbare (denne gang til juliterminen) er igen igen (igen) på sporet mod udtræk omkring 10%... i hvert fald indtil videre!
- Break-even trækkene i 5’53/56 A ligger p.t. omkring 12-15%
  - De har således ikke meget at stå imod med, hvis trækkene skulle overstige 10%
- Samtidig nærmer 3,5’56 sig det kursniveau, som udløste højere udtræk til januarterminen
  - Mens dette i et vist omfang var drevet af nedkonverteringer fra store låntagere (som i sagens natur ikke kan nedkonvertere fra 5%’erne igen), øger dette risikoen for, at 5%’erne kommer til at trække ”for meget” til juliterminen.
  - Der er fortsat to måneder til opsigelsesfristen – og meget kan ske i mellemtiden – men 5%’erne ser ikke specielt attraktive ud på de aktuelle niveauer

Foreløbige udtræk i 30Y 5%-konverterbare (i pct.)



Kursen på 3,5%’erne har nærmet sig 97,5



# Marts ultimoudstedelse

- Vi forventer ultimoudstedelse i størrelsesorden af 18-20 mia. kr. hvoraf størstedelen forventes at komme i RTL'er.
- Specifikt forventer vi 12-14 mia. kr. RTL'er, 6-8 mia. kr. FRN og 2-3 mia. kr. konverterbare.
- Ultimoudstedelsen vil forventeligt give anledning til spændudvidelser på 1-2bp i RTL'erne.

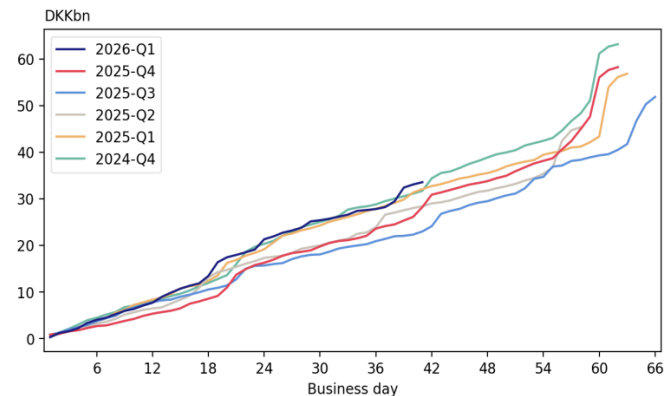
## Bullets: Monthly accumulated issuance (OMX)

(DKKmia)	01/04/2026	01/01/2026	01/04/2025
<u>RTL</u>			
Udløb	124	164	113
Auktionsudbud	85	109	79
<b>Mangel auktioner (85% refi)</b>	<b>21</b>	<b>20</b>	<b>17</b>
RD tidlig refinansiering	- 3	-	-
<b>Udestående refinansiering</b>	<b>18</b>	<b>20</b>	<b>17</b>
<u>Konverterbare</u>			
Udtræk	20	34	25
<b>Udtræk og udestående refinansiering</b>	<b>38</b>	<b>54</b>	<b>43</b>
<u>Ultimoudstedelse</u>			
RTL	12-14	13	12
FRN	6-8	12	9
Konverterbare (OMX)	1	1	0
<b>Total</b>	<b>18-20</b>	<b>27</b>	<b>21</b>
% af udtræk og udestående refinansiering	50%	50%	50%

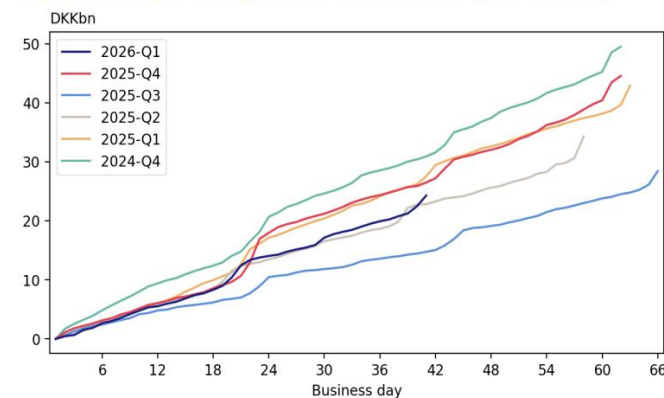
# Udstedelsen i øvrigt

- Udstedelsen af RTL-obligationer holder indtil videre pænt stand i Q1 2026 på trods af, at RTL-udstedelsen som følge af skrå nedkonverteringer fra 5%-konverterbare forventes at tage af
  - Udstedelsen har dog været understøttet af "tidlig" refinansiering af udløbet til aprilterminen (uden for refinansieringsauktionerne), og RTL-udstedelsen forventes at tage af i Q2 og Q3
  - På den korte bane er der – som beskrevet på foregående planche – udsigt til en pæn portion RTL i ultimoudstedelsen i slutningen af marts.
- Udstedelsen af konverterbare er tilbage på niveauet fra før den var boostet af nedkonverteringer fra 5%-konverterbare (2025Q4) og trukket ned af sommerferien/kuponfald på FRN (2025Q3)
- FRN-udstedelsen tøffer derudad på niveau med de seneste tre kvartaler (hvis man for 2025Q4 ser bort fra JRK's udstedelse af 10 mia. kr. i den nye CITA12M FRN).

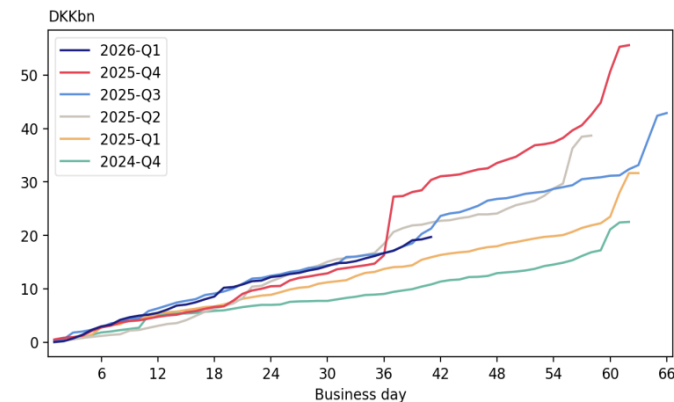
## Bullets: Accumulated issuance (OMX)



## Callables: Acc. gross issuance (CIRMIL)



## FRN: Accumulated issuance (OMX)



# Nye obligationer

- Nykredit åbnede torsdag 8 nye fastforrentede obligationer.
- De eksisterende 30-årige obligationer lukker for udstedelse pr. 31. august, og for at kunne servicere låntagere, der køber bolig med overtagelse efter denne dato, åbner Nykredit – som det første institut – nye 10-, 20- og 30-årige realkreditobligationer.
- Da 4'59 A forventes (lige akkurat) at åbne over pari, åbnes både 3,5%- og 4%-obligationer
- Fsva. udstedelsen af fastforrentede 30-årige obligationer med afdrag forventes at starte i 3,5'59 (i det omfang der er behov sfa. fastkursaftaler)

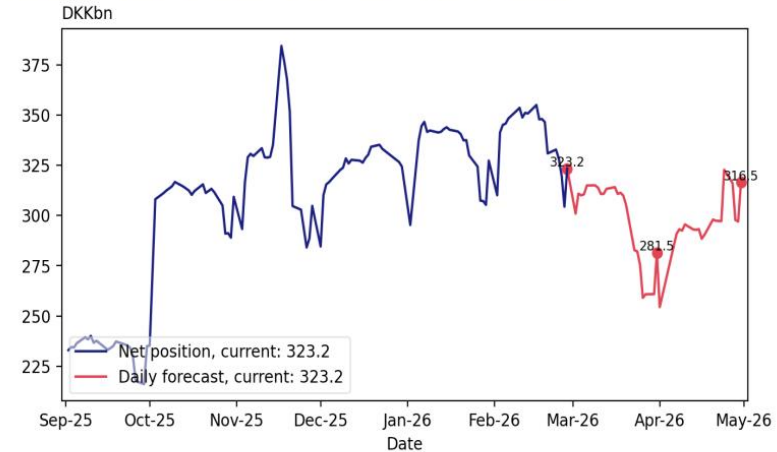
## Fastforrentede, konverterbare obligationer

ISIN	Serie	Valuta	Kupon	Afvikling låneside	Udløb
DK0009552994	01E	DKK	4%	Annuitet	01-10-2059
DK0009553026	01E	DKK	4%	Hybrid (op til 10 års afdragsfrihed)	01-10-2059
DK0009553109	01E	DKK	4%	Hybrid (op til 30 års afdragsfrihed)	01-10-2059
DK0009553299	01E	DKK	3,5%	Annuitet	01-10-2059
DK0009553372	01E	DKK	3,5%	Hybrid (op til 10 års afdragsfrihed)	01-10-2059
DK0009553455	01E	DKK	1%	Annuitet	01-10-2059
DK0009553539	01E	DKK	3,5%	Annuitet	01-10-2049
DK0009553612	01E	DKK	2%	Annuitet	01-10-2039

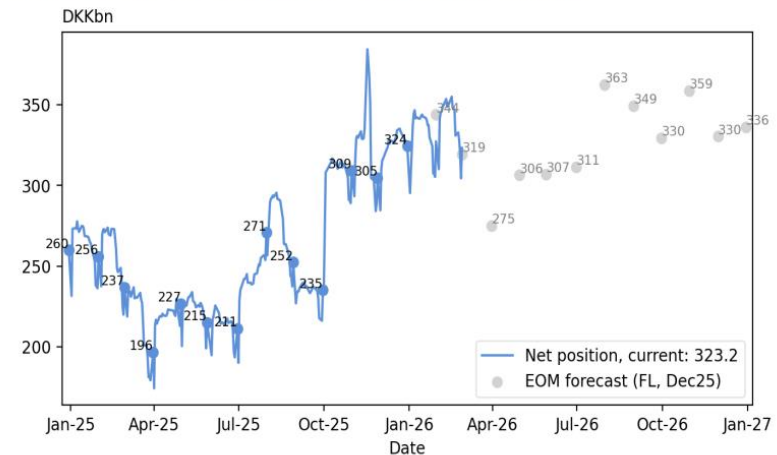
# Nettostillingen: Ned og op igen!

- Med forårets komme er der også udsigt til et fald i nettostillingen
  - Nettostillingen står til at falde fra de aktuelle 323 mia. kr. ned mod ca. 260 mia. kr. i slutningen af marts/starten af april
- Dermed står den aktuelle likviditetsrigelighed til at fordufte – i hvert fald på den korte bane.
- I løbet af april forventes nettostillingen dog at nå over 300 mia. kr. igen – og den forventes at holde sig omkring dette niveau (eller højere) resten af året.
- Vi forventer, at den lavere likviditet kan give FRN og korte RTL lidt modvind i marts – om end effekten formodentlig bliver begrænset.

Danish Central Bank, Net Position forecast



Danish Central Bank, Net Position forecast



# Anbefalinger

- Vores anbefalinger af CITA/CIBOR 6M FRN over CIBOR 3M har ligget fladt den seneste uge. Vi fastholder disse anbefalinger
- Vores anbefalinger vedrørende RTL-obligationer har ligeledes ligget fladt, og vi har heller ikke ændret syn på disse.
- Vores anbefaling af DGBi'30 mod nominelle stater fik et hak i tuden ifm. at elafgiften slog igennem på inflationen i januar.
  - Risikoen for et sådant tilbageslag var kendt på forhånd, og det ændrer ikke på, at vi med en sæsonkorrigeret BEI på ca. 1,4% ser værdi i DGBi'30 – og forventer performance i den resterende del af 2026
- Vores anbefalinger af konverterbare havde en smule yderligere medvind i sidste uge, og mens der kan komme lidt bump på vejen i den kommende uge, ser vi fortsat værdi i disse!

## Åbne anbefalinger

Opening date	Name	Return 5bd	Total return
2025-08-25	CITA vs CIBOR 3M FRN	0.00	0.03
2025-11-27	CIBOR 6M vs CIBOR 3M FRN	-0.00	0.06
2025-12-15	DGBi'30 vs DGB'29 and DGB'31	0.03	-0.45
2026-01-12	RTL5 vs. RTL3	0.00	-0.06
2026-01-15	RTL vs FRN	-0.00	-0.05
2026-01-15	NYK 4'56 vs RD 5'56 + JRK 1.5'53 IO	0.11	0.30
2026-01-26	4'56 vs RTL5	0.05	0.36

# 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