

Kort realkreditupdate

Uge 12

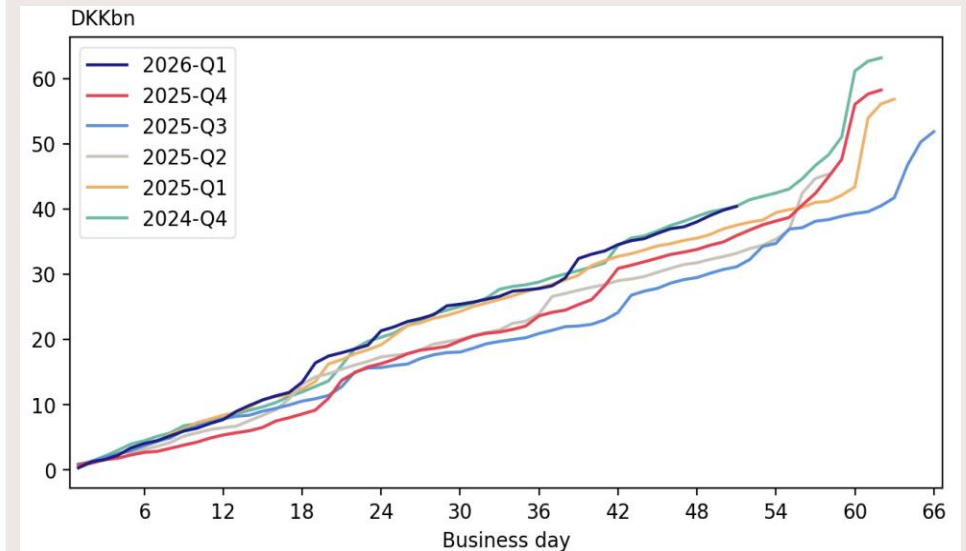
Peter Bache
Veronica Bergstrøm



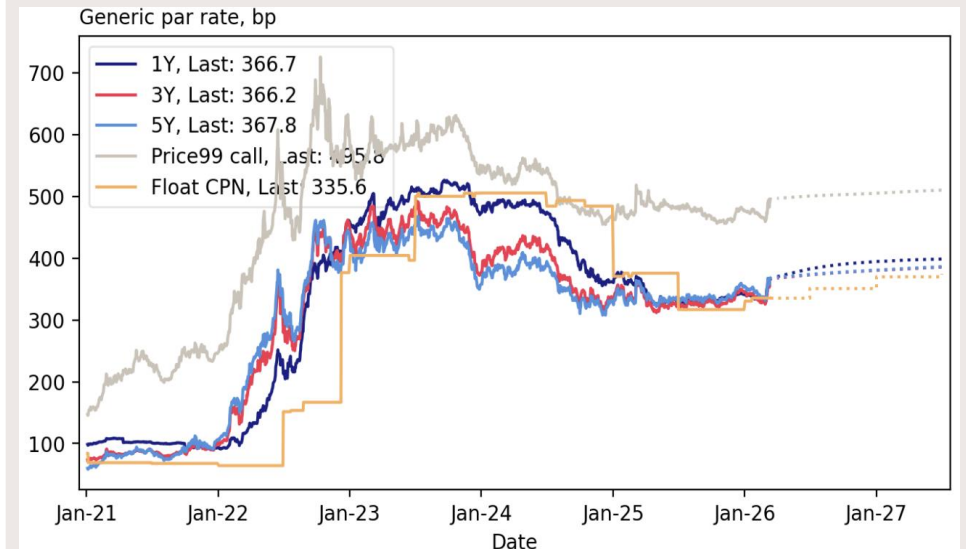
Færre RTL: Ulven kommer!

- Det har været vores forventning, at RTL-udstedelsen og især udstedelsen af længere RTL'er skulle falde, som følge af færre skrå nedkonverteringer.
- Det har indtil videre ikke været tilfældet, og RTL-udstedelsen for Q1 er således højere end vi så de sidste kvartaler af 2025.
 - Noget af dette formoder vi skyldes tidlig refinansiering fra RD, som kom med 3,5 mia. i længere RTL'er i januar.
- Det er dog stadig vores forventning, at udstedelsen vil falde i de kommende måneder.
 - De seneste ugers stigninger i de korte renter har gjort FRN-lånet relativt billigere for låntagere ift. andre låntyper herunder RTL-lån.
 - Det kan i tillæg til færre skrå nedkonverteringer også medføre, at flere låntagere vælger et FRN-lån fremfor et RTL-lån.

Bullets: Accumulated issuance (OMX)



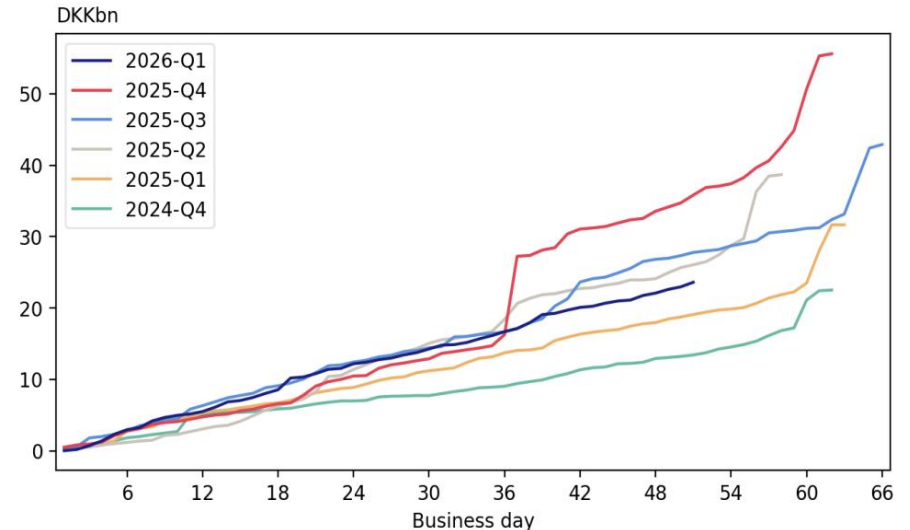
Yields and coupons adj. for margins etc.



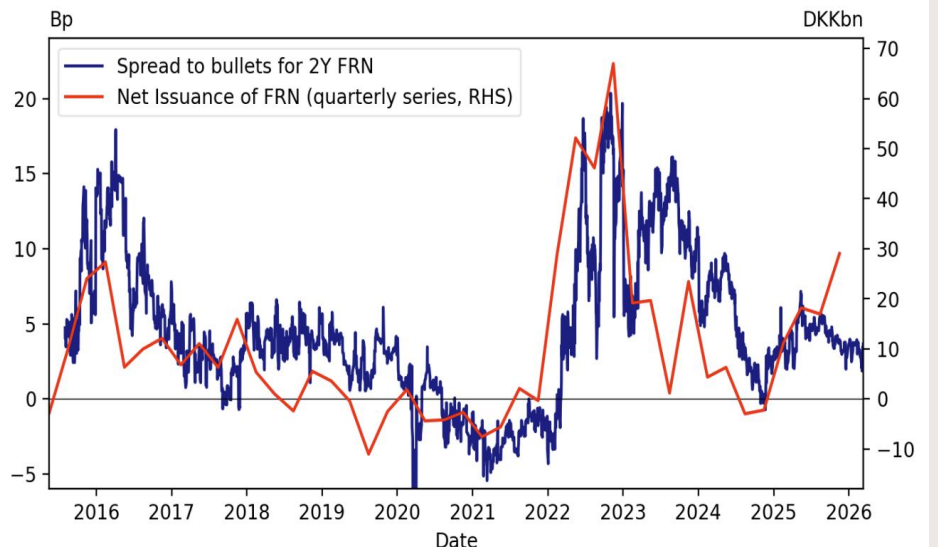
Lidt lavere FRN-udstedelse på det seneste

- FRN-udstedelsen ligger p.t. en anelse til den lave side sammenlignet med de seneste kvartaler.
 - Det kan også have understøttet de aktuelt lave FRN-spænd til RTL-kurven – se nederste graf, hvor den seneste observation for nettoudstedelsen er 4. kvartal 2025.
- Størstedelen af FRN-udstedelsen kommer dog i slutningen af kvartalet, som følge af at der som udgangspunkt ikke indgås fastkursaftaler på FRN-lån.
 - Vi forventer, at ultimoudstedelsen vil byde på 6-8 mia. FRN.
 - Det vil bringe FRN-udstedelsen tættere på de niveauer vi har set i de sidste 3 kvartaler af 2025 (Bemærk: når Q4 korrigeres for de 10 mia. DKK JRK kom med i deres CITA12M FRN)
- Vi tænker, at den løbende FRN-udstedelse skal tage lidt til igen i Q2, som følge af den relativt bedre pris på et FRN-lån.

FRN: Accumulated issuance (OMX)



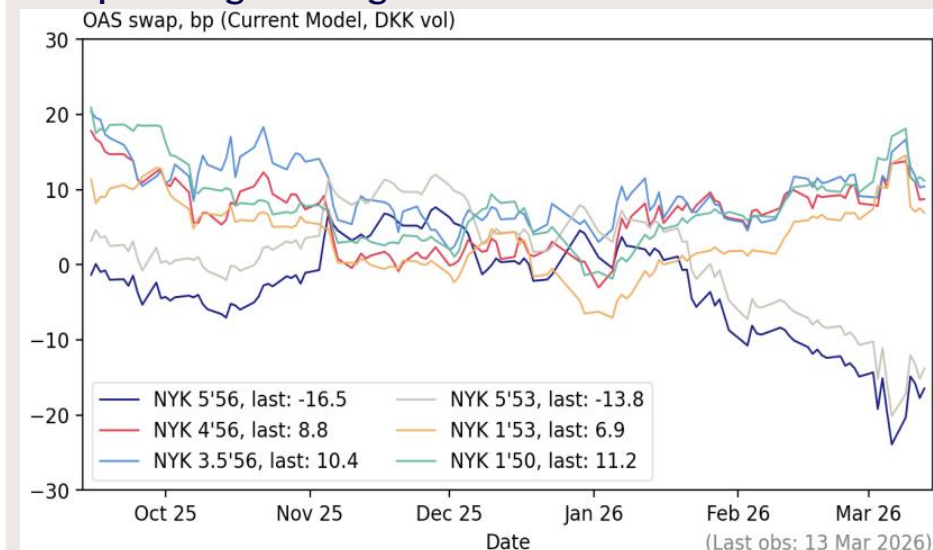
FRN spreads to RTL and Net Issuance



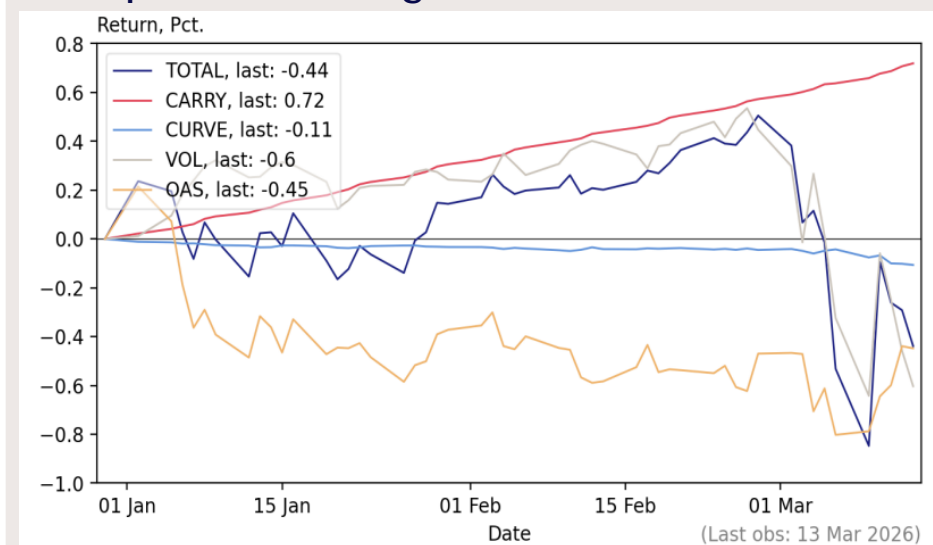
Konverterbare børster støvet af sig?

- 3,5'56 og 4'56 faldt i sidste uge tilbage på OAS'er, der omtrent svarer til niveauet i store dele af februar inden krigen i Mellemøsten ramte markederne i starten af marts
 - Det på trods af, at både iTraxx Main er ude med over 10bp siden slutningen af februar, mens EUR1Y10Y og EUR10Y10Y vol er ude med hhv. godt 20 og godt 5 punkter. EU Financials (AA) er også gået ud mod swap.
 - I det lys forekommer det aktuelle OAS-niveau på konverterbare umiddelbart til den dyre side.
- Det er muligt, at et "normaliseringspotentiale" holder hånden under de konverterbare – og betyder, at der p.t. ikke kræves højere OAS.
 - Den stigning i vol, vi har set i marts, har givet et tab på omkring 1% på en deltavektorhedget konverterbar. Dette kan betragtes som en potentiel "normaliseringsgevinst", hvis der inden for de kommende uger falder mere ro på situationen i mellemøsten, og vol'en falder tilbage.
- Der er dog også den mulighed, at OAS-niveauet afspejler, at den seneste volstigning ikke er fuldt indpriset.
 - Vol'en faldt pænt tilbage i tirsdags – men efterfølgende er den steget igen, og OAS er sideløbende "normaliseret". Den seneste bevægelse giver mistanke om, at det aktuelle vol-niveau ikke er fuldt indpriset – og at de konverterbare skal give sig ud i de kommende dage, hvis ikke vol'en falder tilbage.

OAS på udvalgte 30-årige konverterbare



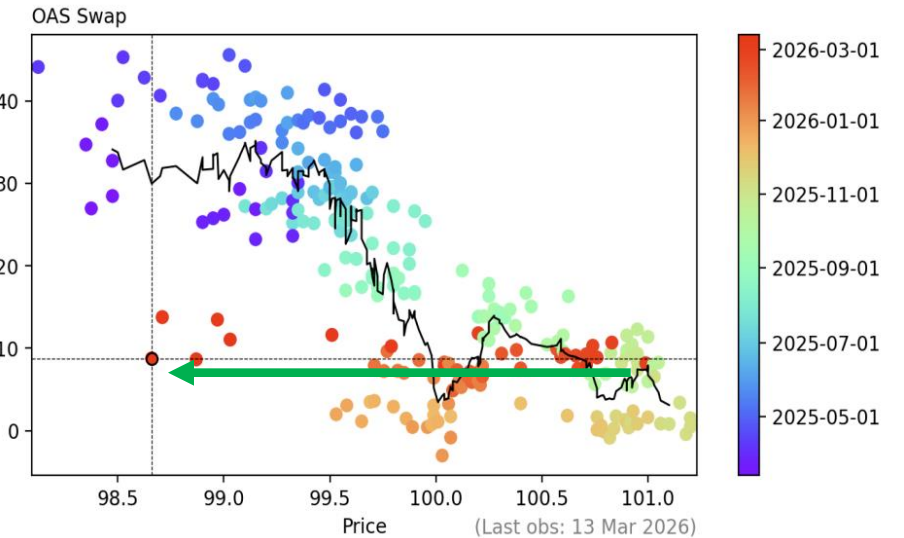
Afkast på deltavektorhedget 4'56: Vol er skurken!



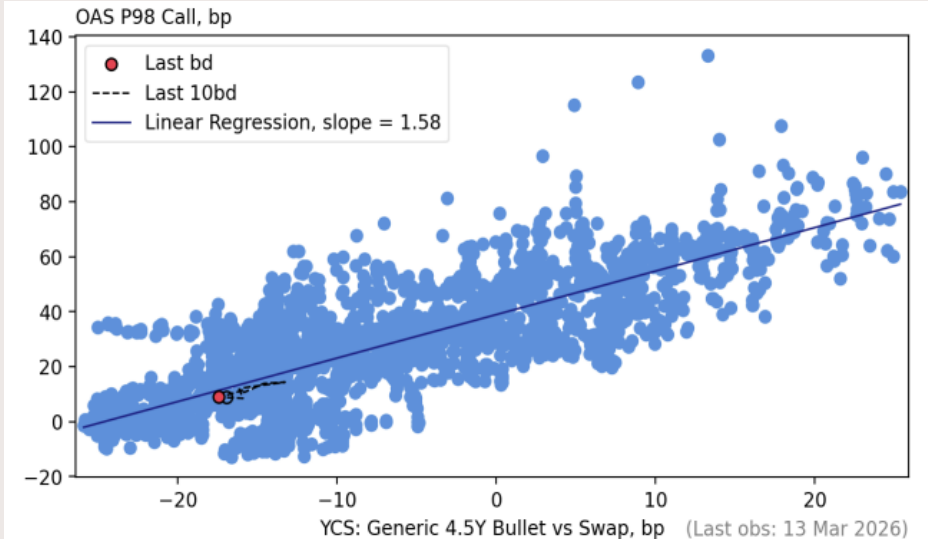
Konverterbare (fortsat)

- En 4'56 er de sidste to uger faldet over 2 kroner i kurs
 - Vi ser sjældent så stor en kurskorrektion, uden at OAS'et giver sig ud.
 - Sidst 10-30 stejlheden, vol og kreditspænd var på det aktuelle niveau, var OAS'et på konverterbare omkring 30bp højere.
 - Forskellen er, at renteniveauet er væsentligt højere (den 10-årige swaprente er steget omkring 30 bp bare i marts) – og OAS'et havde givetvis givet sig ud, hvis den seneste uro ikke havde givet en så kraftig rentestigning
- Prisningen af de konverterbare skal dog ses i sammenhæng med, at RTL'erne (i spændtermer) også har udvist forholdsvis stor robusthed overfor de seneste markedsudsving
 - Således er prisningen af de konverterbare ikke kommet ud af balance med de 4-5 årige RTL-obligationer...
 - ... og de 4-5 årige RTL-obligationer er ikke kommet ud af balance med EUR covered bonds, jf. også nedenfor.
 - Det er således muligt, at den meget lave kreditrisiko i dansk realkredit bidrager til at holde hånden under realkreditobligationerne i den aktuelle situation.

4'56 har flyttet sig over 2 kurspoint uden OAS-ændring



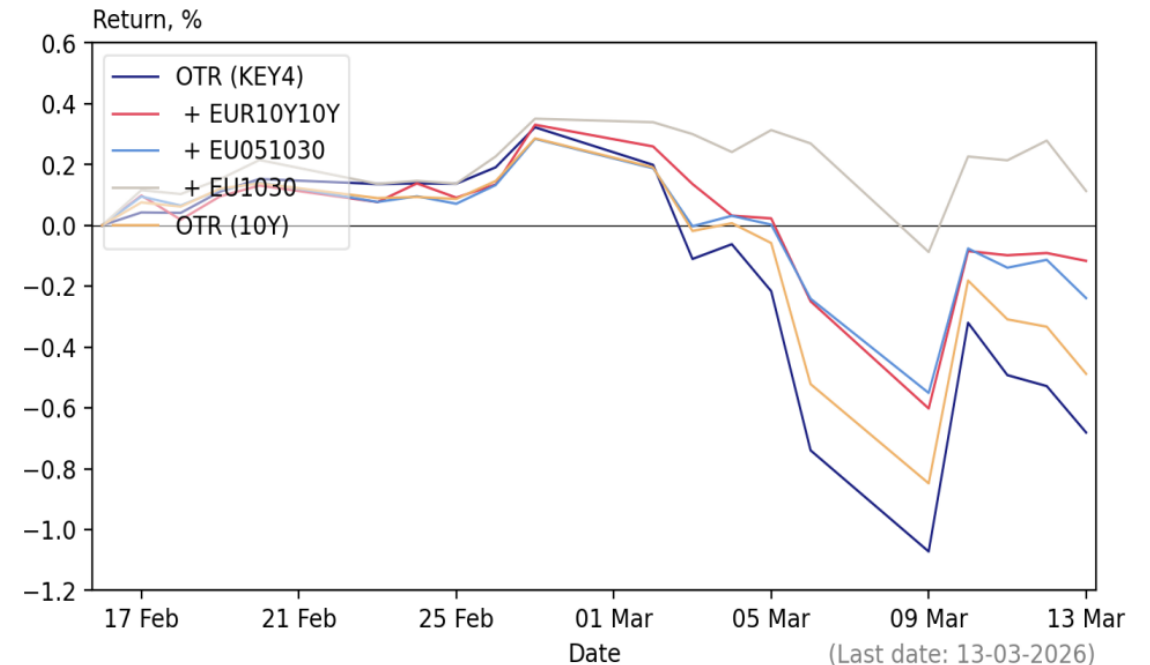
Konverterbare har ikke bevæget sig ude af sync med RTL



Swap-swap-swaption: Hedge eller alternativ?

- I starten af sidste uge [skrev vi om](#), hvordan de tre overlays, vi har kigget nærmere på i en analyse kort før krigen brød ud (læs [her](#) og [lyt her](#)), ville have afbødet konsekvenserne af de seneste markedsbevægelser for en OTR-konverterbar.
- Konklusionen frem til og med fredag er fortsat, at en 10-30 kurveflader (EU1030) har været det mest effektive af de tre overlays til at afbøde tabet på en deltavektorhedget konverterbar i marts.
- En EU051030 swap-barbell og en EUR10Y10Y swaptionsstraddle har imidlertid også kunnet afbøde en betydelig del af tabet.
- Det indikerer imidlertid også, at hvis man ser et "normaliseringspotentiale" i de konverterbares voleksponering (jf. ovenfor), så kunne det også forfølges via disse overlays – uden at eksponere sig for OAS-risikoen i de konverterbare.
- I givet fald skal man naturligvis tage den modsatte position af, hvad der skal til for at hedge de konverterbare (detaljerne er beskrevet i [denne analyse](#)).

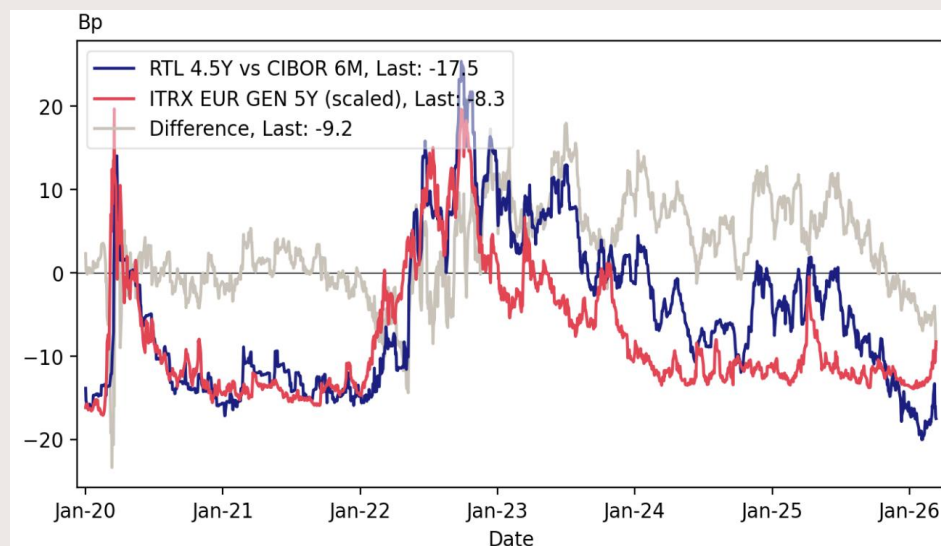
OTR Callable with KEY4 + Overlays



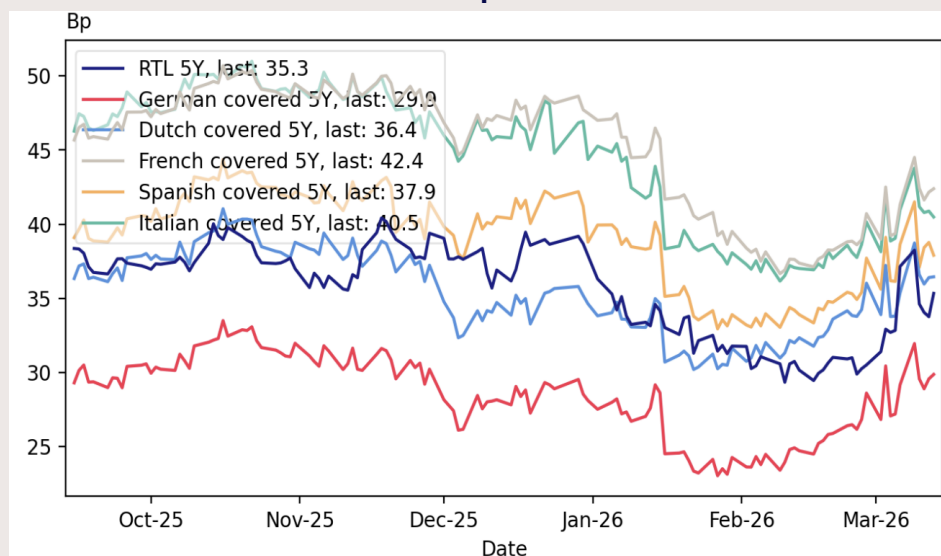
Lange RTL'er har fulgt europæiske covered bonds ind i spænd

- I mens europæiske kreditspænd fortsatte ud i sidste uge, gik lange RTL'er ind i spænd.
- Bevægelsen i de 5-årige RTL'er er i overensstemmelse med hvad vi har set i europæiske covered bonds.
- Vi ser således, at spændudviklingen i længere RTL'er fortsat primært er drevet af udviklingen i europæiske covered bonds.
- Relativt til europæiske covered bonds ser den relative prisning fair ud.

RTL 4.5Y YCS vs iTraxx Main



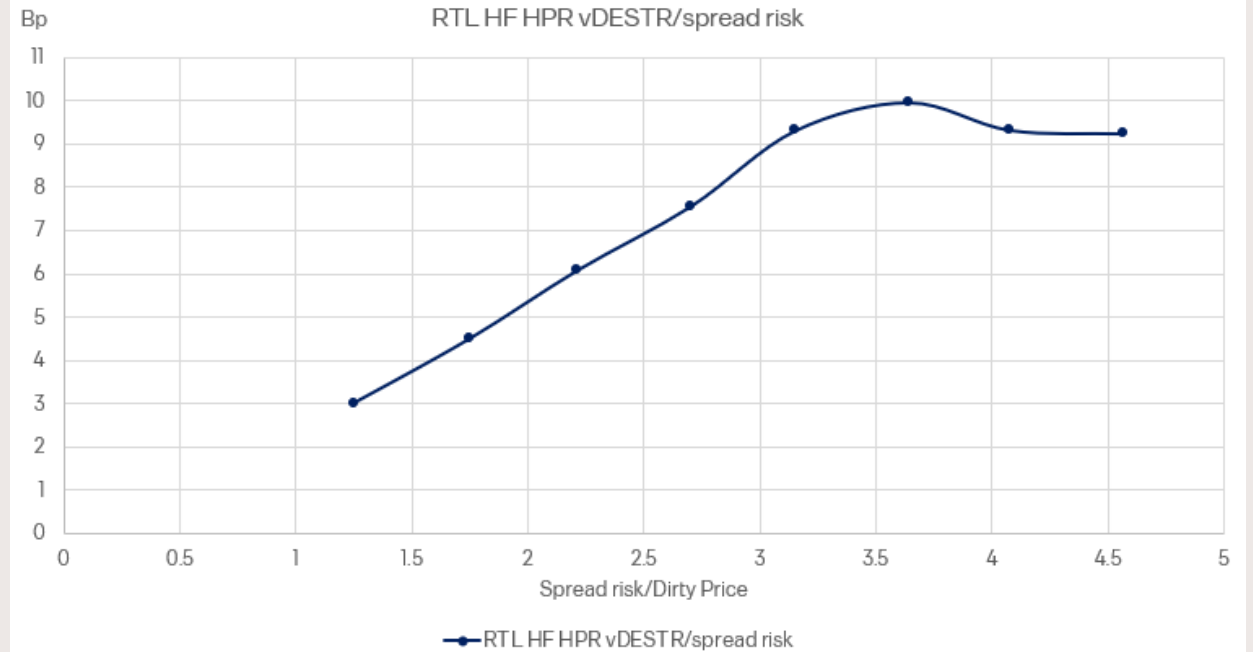
RTL and EUR covered bonds: Spread to DGB/DBR



Korte RTL'er ser stadig dyre ud relativt til lange

- Korte RTL'er performede også i sidste uge og er dermed tilbage på omtrent samme spænd, som før krigen i mellemøsten brød ud.
- De ser fortsat dyre ud relativt til længere RTL'er, som pt. giver op mod 6bp mere 12M HPR (hedged og funded) pr. spread risk enhed.
- Vi foretrækker derfor stadig længere RTL'er over korte.

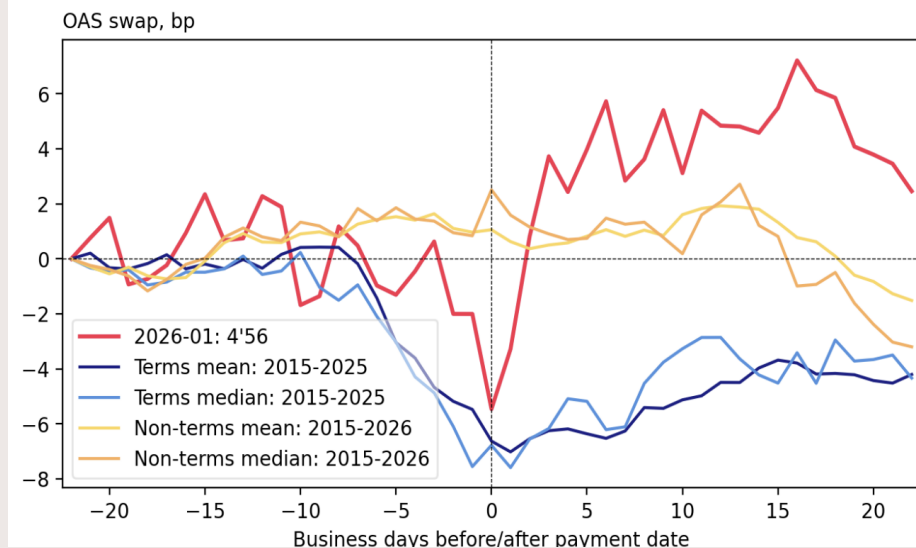
Hedged and funded HPR / spread risk (vs DESTR swap)



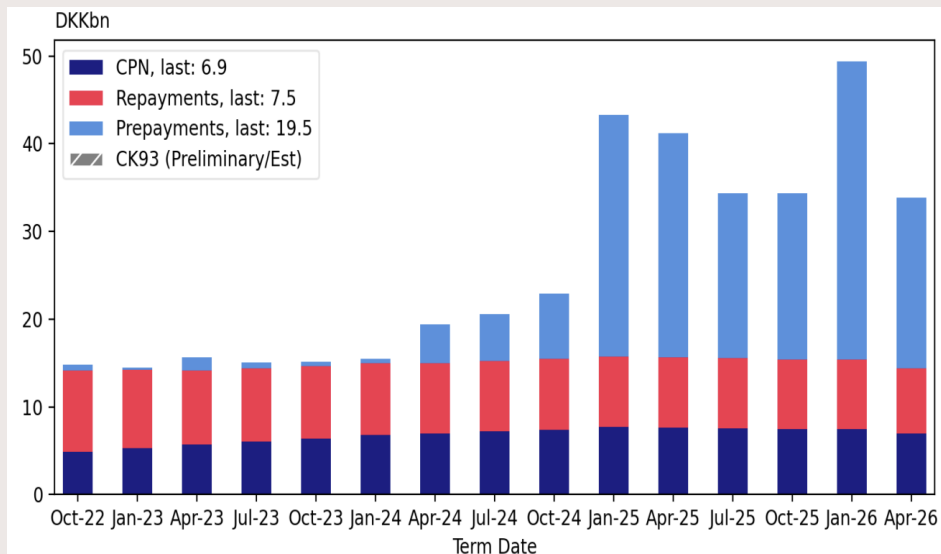
Tid til terminsperformance – eller?

- Vi forventer mere beskeden terminsperformance i konverterbare i forbindelse med april terminen (5bp), og almindelig terminsperformance i RTL'erne (1-2bp).
- I forbindelse med januarterminen så vi også mindre – og mere kortlivet – terminsperformance i konverterbare, end hvad der har været tilfældet historisk (se graf). I mens var terminsperformance i RTL'erne noget større end normalt (3-4 bp vs. 1-2bp)
 - Vi tænker, at dette skyldes den på daværende tidspunkt dyre prisfastsættelse af konverterbare har fået investorer til at genplacere i RTL'er.
- De seneste måneders spændvidelser gør, at konverterbare ikke er nær så dyre.
- Derudover er genplaceringsbehovet mindre denne gang og RTL'er handler – trods de sidste ugers spændvidelser – stadig dyrere end ved januarterminen.
- Vi tror derfor ikke, at investorer vil genplacere i RTL'er i samme grad som sidste, og den mindre negative nettoudstedelse i konverterbare bør også betyde mindre terminsperformance.
- Den aktuelle krig i mellemøsten kan dog medføre, at terminsperformance helt bliver aflyst denne gang.

Terminperformance konverterbare



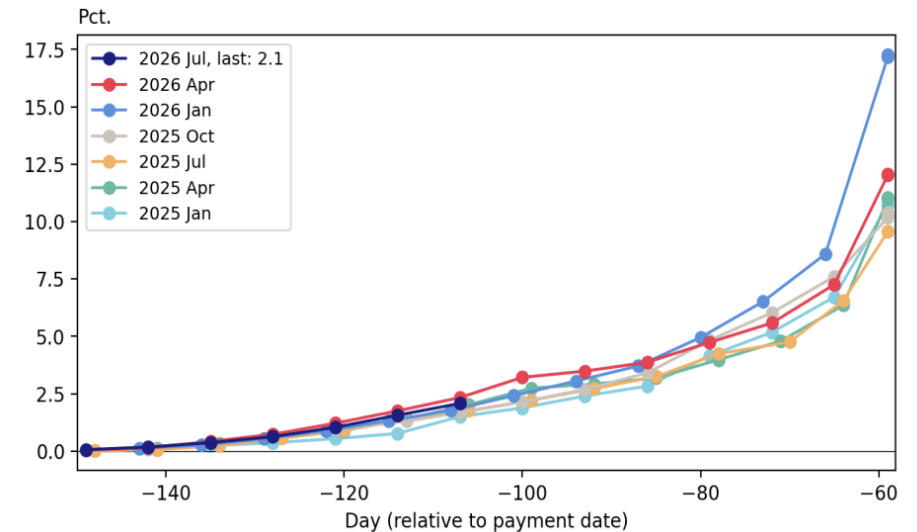
Udtræk, afdrag og kuponbetalinger konverterbare



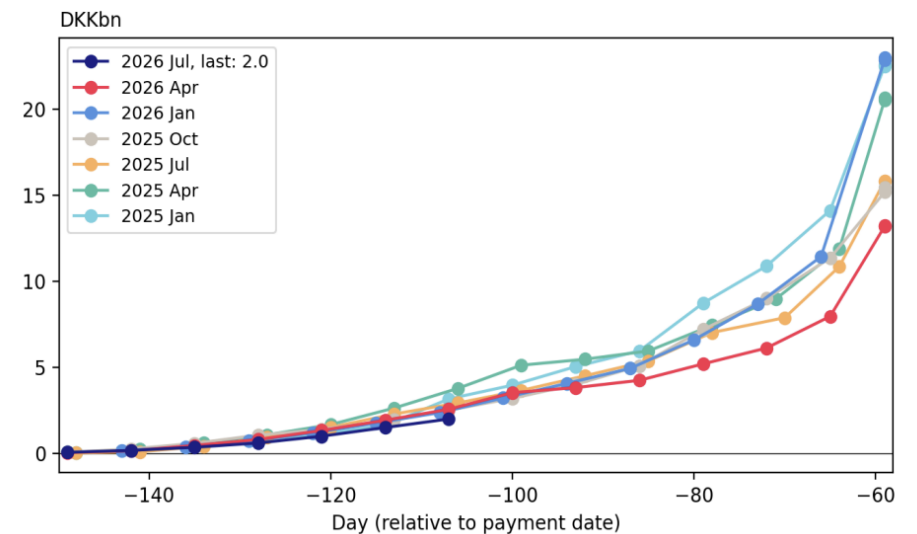
Den skrå konverteringsmaskine tøffer videre...

- Dagens CK93 viser, at de procentvise foreløbige indfrielse i 5% konverterbare til juliterminen fortsætter på det spor, vi har set siden januarterminen 2025 (se øverste figur)
 - Der er en nærmest mærkværdig konsistens i de procentvise indfrielse, som kun har været afbrudt ved januarterminen 2026 som følge af, at 3,5'56 nåede omkring kurs 97,5 forud for opsigelsesfristen
 - I øvrigt har hverken handelskrige eller rigtige krige kunnet røkke nævneværdigt ved konverteringsraten på 5%'erne
- Med 4%'erne under kurs 100 er der dog udsigt til, at indfrielse i det konverterbare segment samlet set tager af – også som følge af, at 10% indfrielse i 5%'erne ikke er hvad det har været (se også nederste figur)...

Foreløbige indfrielse i 30-årige 5%-konverterbare (i pct.)



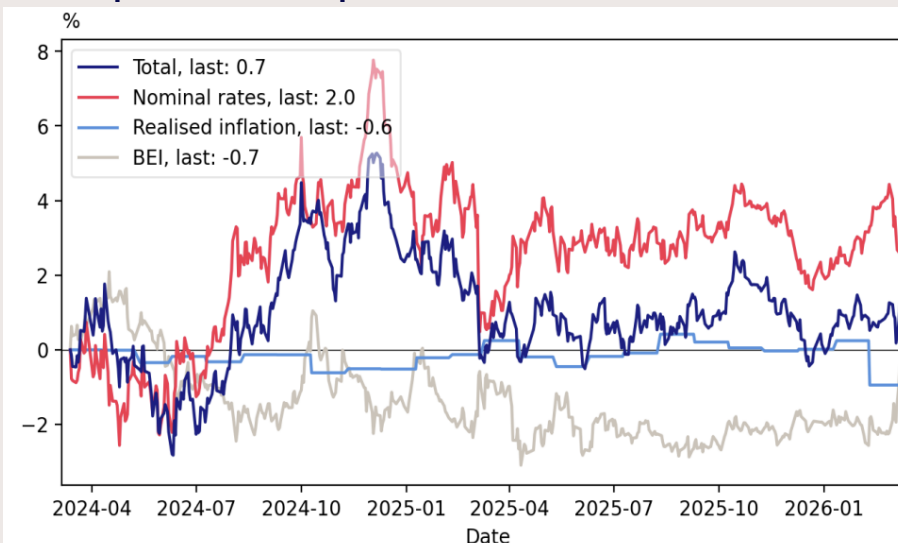
Foreløbige indfrielse i 30-årige 5%-konverterbare (i DKKbn)



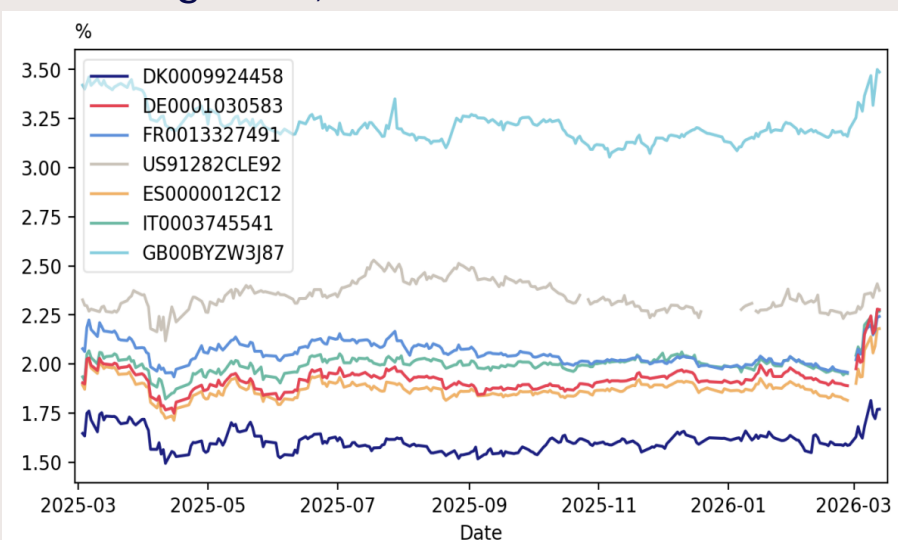
DGBi på auktion!

- Onsdag afholdes auktion over 2% DGB'28 og 0,1% DGBi'34 med deadline for bud 10:15
- Navnlig DGBi'34 kunne blive interessant i lyset af stigende inflationsforventninger siden krigen i Mellemøsten brød ud
 - DGBi'34 har allerede performet pænt sammenlignet med nominelle stater (jf. øverste figur), idet stigende inflationsforventninger har sat sig i højere BEI.
 - Sæsonkorrigeret BEI på DGBi'34 er imidlertid "kun" steget med 15-20bp, mens stigningen for sammenlignelige europæiske linkers (og inflationsswaps) har været i størrelsesordenen 30-40bp, jf. nederste figur
 - Det kan i den forbindelse bemærkes, at stigningen i sæsonkorrigeret BEI på DGBi'30 (omkring 45bp) har været mere på linje med stigningen i europæiske inflationsswaps.

Dekomponeret afkast på DGBi'34



Sæsonkorrigeret BEI, 10Y inflation linkers



Anbefalinger

- Der er ingen opdateringer til vores anbefalinger denne uge.

Opening date	Name	Return 5bd	Total return
2025-08-25	CITA vs CIBOR 3M FRN	0.01	0.03
2025-11-27	CIBOR 6M vs CIBOR 3M FRN	0.00	0.06
2026-01-12	RTL5 vs. RTL3	-0.02	-0.09
2026-01-15	RTL vs FRN	0.04	-0.03
2026-01-15	NYK 4'56 vs RD 5'56 + JRK 1.5'53 IO	-0.01	-0.81
2026-01-26	4'56 vs RTL5	-0.28	-0.22
2026-02-23	DESTR vs. RTL1	-0.00	-0.02
2026-02-23	RTL5 vs. RTL1	0.01	-0.02

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