

Kort realkreditupdate

Uge 13

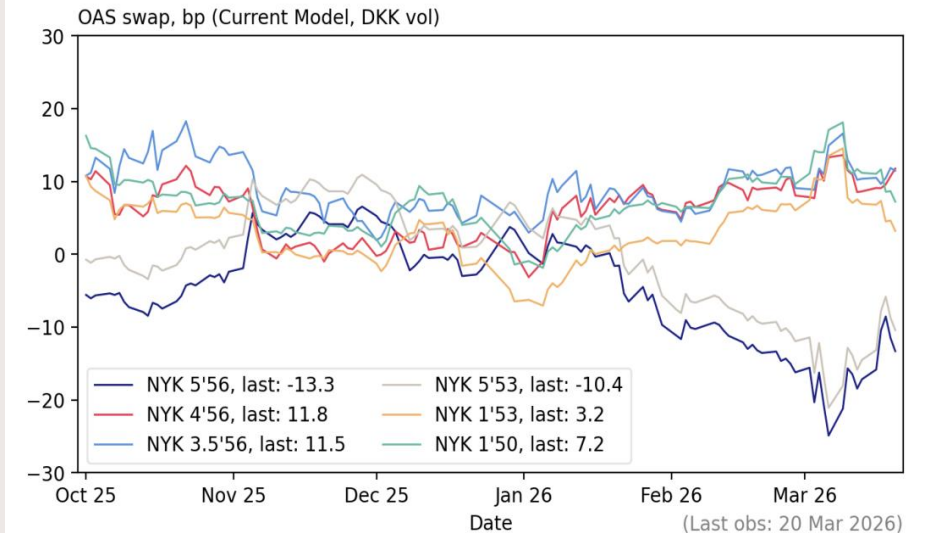
Peter Bache
Veronica Bergstrøm



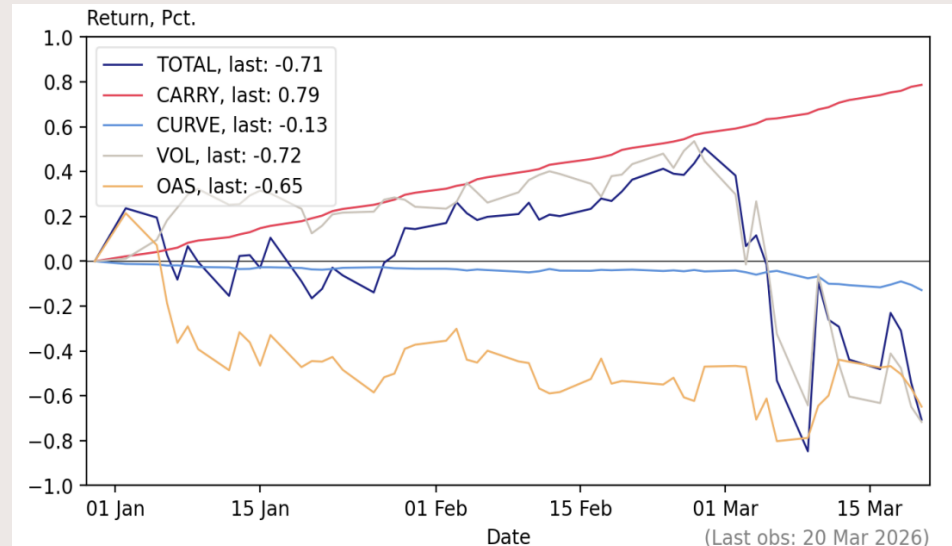
Hold på hat og briller!

- Ligesom forrige uge, faldt volatiliteten delvist tilbage i tirsdags for derefter at stige igen.
 - Svarende til vores forventning fra i mandags (se [her](#)), kunne 4'56'erne – i fravær af vol-fald (for ugen som helhed) – ikke holde oas-niveauet, som gik ud.
- Sammenlignet med de bevægelser, vi har set i vol, iTraxx Main og EU Financials (AA) er OAS-udvidelsen siden slutningen af februar dog fortsat imponerende afdæmpet – i hvert fald til og med fredag.
 - De konverterbare startede mandagen med pæne OAS-udvidelser (op til 5-7bp). I skrivende stund er OAS-udvidelserne vendt til performance, hvilket dog skal ses i sammenhæng med, at vol'en er lagt pænt ud. Dette tyder på, at de konverterbare kan have noget udestående tilpasning til de ugunstige markedsbetingelser til gode.
 - Også RTL5'erne starter dagen med OAS-udvidelser (p.t. omkring 1bp).
- På trods af, at flere andre forhold virker understøttende (se også næste side), er vores fornemmelse, at særligt de konverterbare indtil videre har nydt godt af en forventning om, at krigen i Iran vil blive forholdsvis kortvarig.
 - Udviklingen begynder dog at slide på en sådan forventning, og i fravær af tegn på, at det rent faktisk vil blive tilfældet, kan de konverterbare få yderligere modvind i de kommende uger (særligt når vi kommer om på den anden side af terminen).

OAS på udvalgte konverterbare



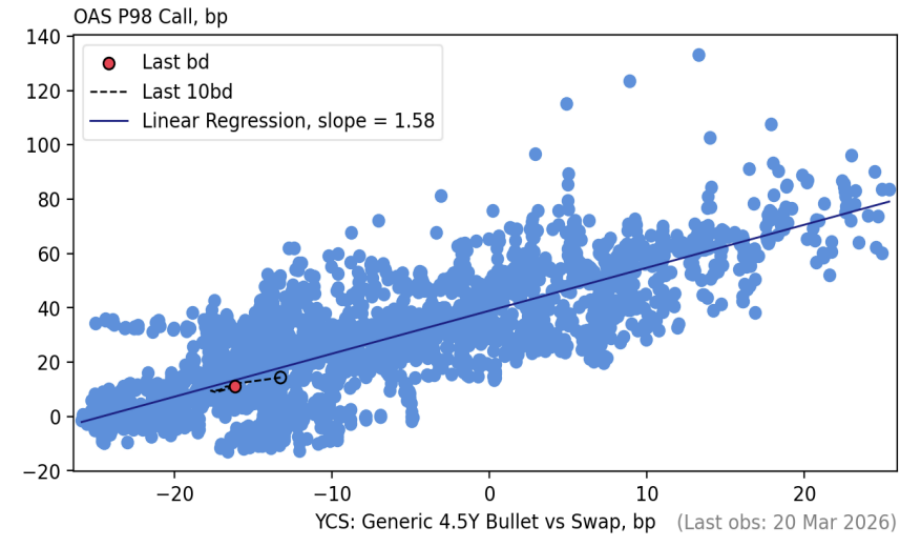
4'56: Delta(vektor)hedge afkast



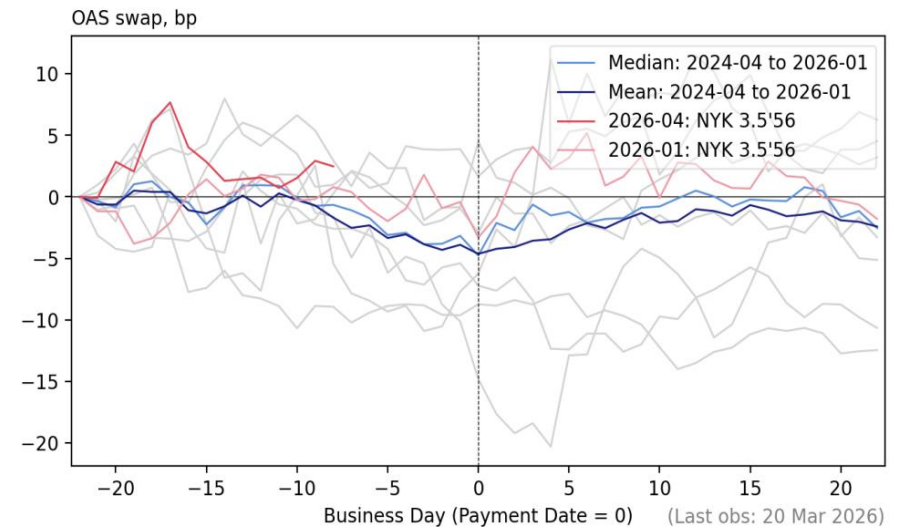
Hold på hat og briller (fortsat)

- Som nævnt ovenfor virker en række faktorer aktuelt understøttende for de konverterbare – og har formodentlig medvirket til den (hidtil) moderate OAS-udvidelse siden starten af marts:
 - RTL'erne har – på linje med EUR covered bonds – også klaret sig igennem marts uden meget voldsomme OAS-udvidelser. Indtil videre er der således ikke tale om, at konverterbare ser dyre ud relativt til fx RTL5. Ultimoudstedelsen og en lavere nettostilling kan dog give modvind til RTL'erne i den kommende uge (se også nedenfor).
 - Det kommer terminspenge i systemet i næste uge. Vi står p.t. på det tidspunkt, hvor den tilhørende terminsperformance i OTR-konverterbare begynder at vise sig – og selvom der formodentlig ikke er udsigt til kraftig performance herfra, kan det modvirke OAS-udvidelser
 - Udstedelsen af konverterbare er fortsat lav, og de seneste markedsbevægelser har om noget cementeret udsigterne til lav udstedelse af konverterbare i den overskuelige fremtid.
 - Rente- og volstigningen betyder, at YTM på 4'56 er over 25bp højere end i november, og det er – bortset fra en enkelt dag i marts 2025 – på sit højeste niveau siden medio 2024. Outrightinvestorer har således (på trods af begrænset OAS-udvidelse) oplevet, at der blev mere at hente i de konvertebare.
- I fravær af tegn på bedring af situationen omkring Iran, tror vi dog ikke, at disse faktorer kan forhindre yderligere OAS-udvidelser i de kommende uger – i hvert fald ikke når vi er på den anden side af terminen...

Konverterbare vs 4.5Y RTL



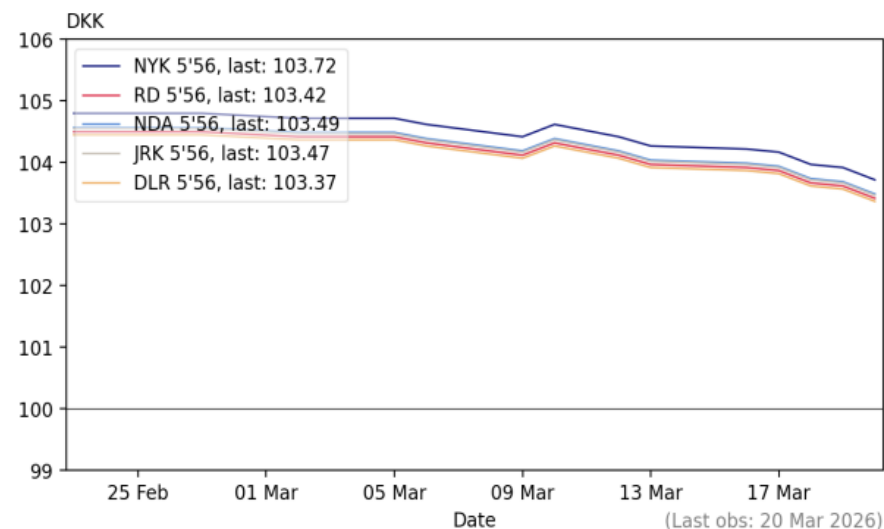
Terminspenning på vej?



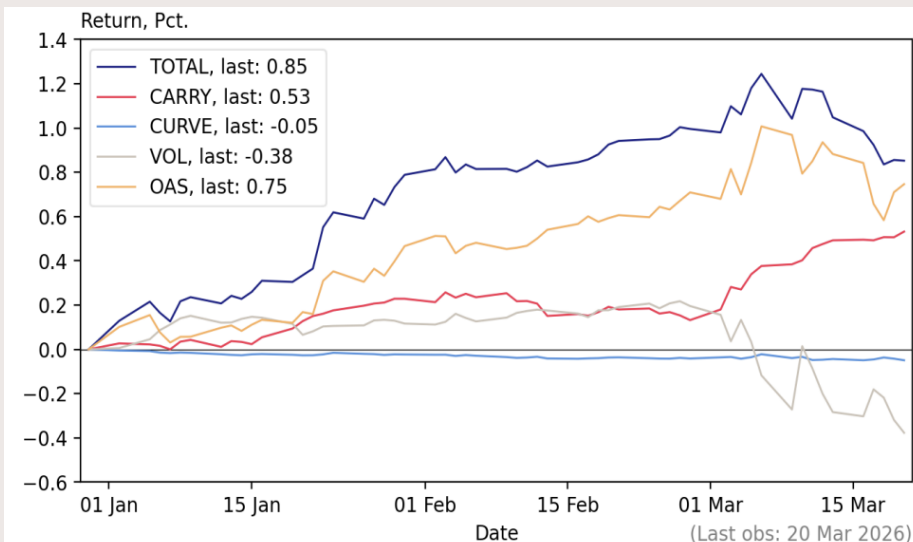
5%’erne viser svaghedstegn

- 5%’erne – som ellers har udvist stor robusthed overfor markedsudsving – begynder at vise tegn på svaghed.
 - Med break-even-prepayments relativt til varighedsækvivalente RTL-obligationer på lige omkring 10 pct., kan den forventede mercarry efterhånden ligge på et meget lille sted.
 - Selvom udtrækkene i 5%’erne formodentlig ikke vil overstige 10 pct. til juliterminen (se også næste side), så bliver de formodentlig heller ikke meget lavere – og med en mere overhængende risiko for en priskorrektion, ser 5%’erne p.t. dyre ud.
- Risikoen for en priskorrektion skal også ses i lyset af, at de seneste markedsbevægelser har bragt 5’59’ere tættere på at blive relevante.
 - Forudsættes hypotetiske 5’59A og 5’59IO at skulle handle med et OAS, der svarer til 4’56’ernes – eller op til 4bp højere – så ville de i skrivende stund have en kurs på henholdsvis 101,3-101,4 og 100,7 til 100,8.
 - En parallel rentestigning på (yderligere) 25bp eller en stigning i de korte renter på 25bp kombineret med 10bp OAS-udvidelse er efterhånden tilstrækkeligt til at bringe en hypotetisk 5’59 IO under par!

Kurs på 5’56A



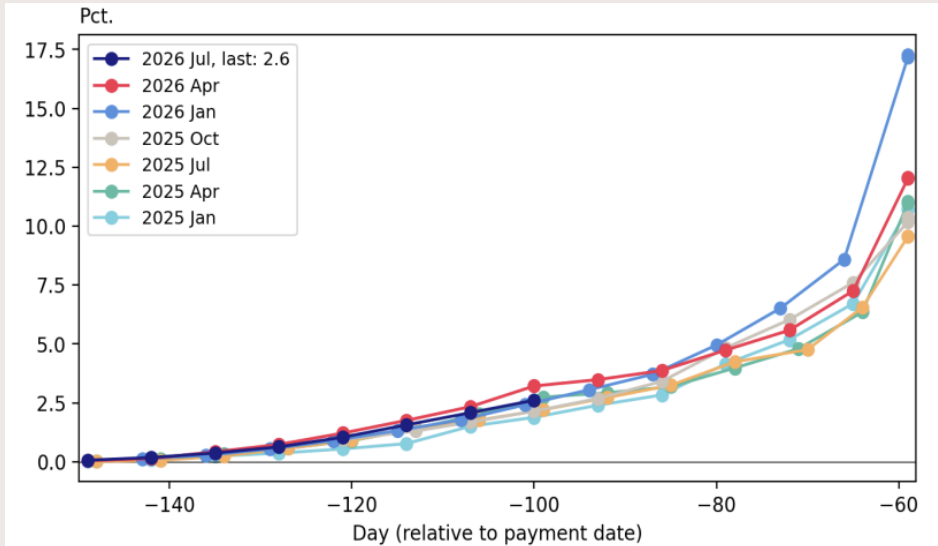
NYK 5’56 A: Delta(vektor)hedge afkast



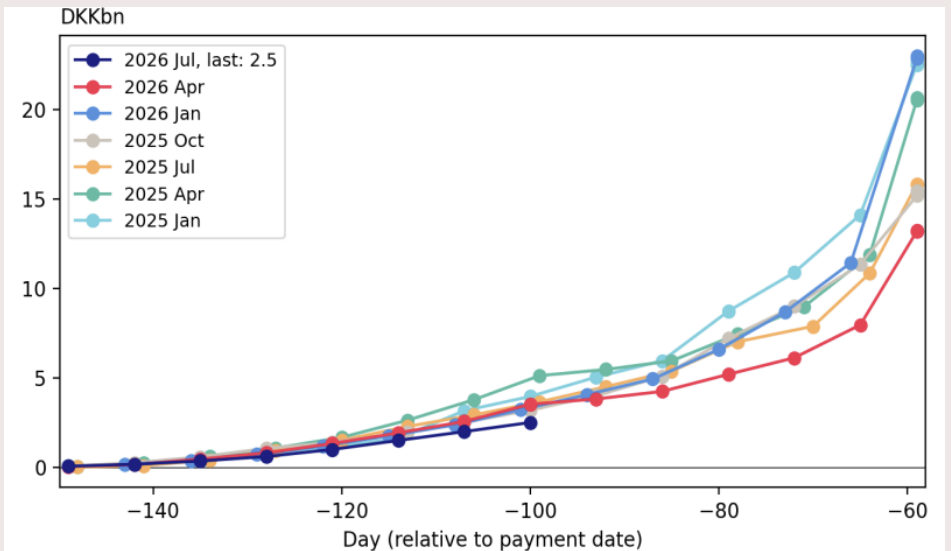
CK93: Ingenting at se her...

- Dagens tal viser fortsat, at de førtidige indfrielse i 5%’erne er på det vante spor mod ca. 10 pct.
- Den lavere mængde 5%’erne betyder, at indfrielse i mia. kr. ligger til den lave side sammenlignet med se seneste terminer.

Foreløbige førtidige indfrielse i 5% konverterbare (pct.)



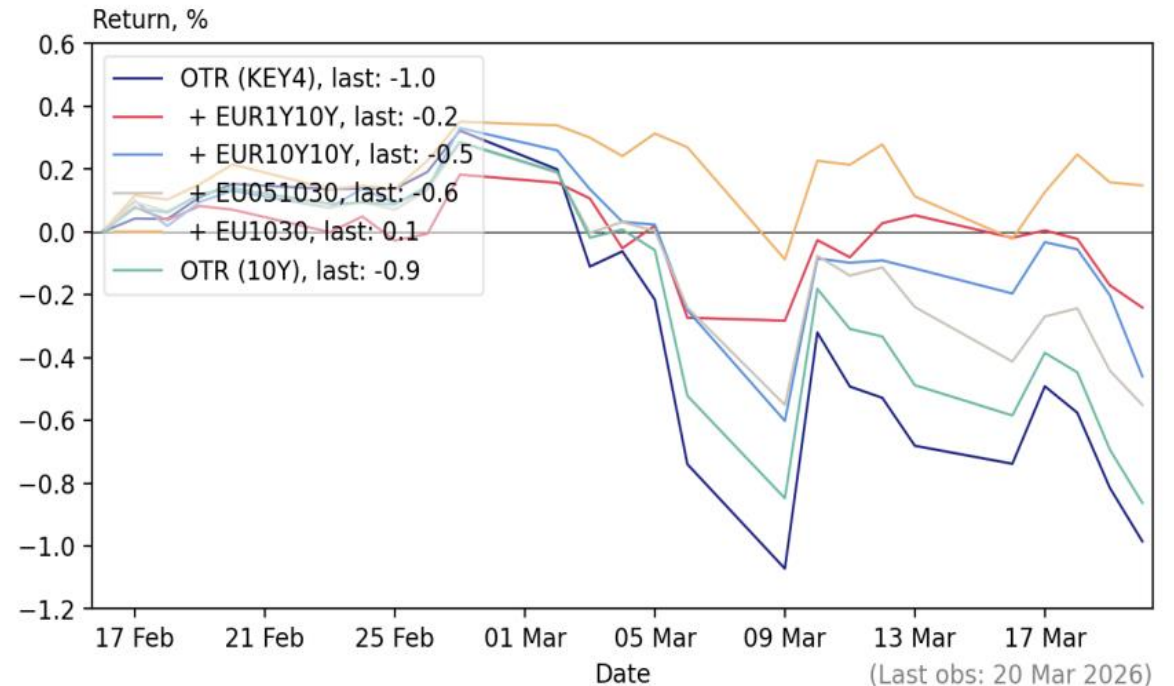
Foreløbige førtidige indfrielse i 5% konverterbare (DKKbn)



Markedsuro og kurvefladning

- Et "10-30 kurveflader"-overlay fortsætter med at fungere enormt godt til at afbøde de tab på en deltavektorhedge konverterbar, som de aktuelle markedsbevægelser ellers give anledning til.
- Afkastet på en deltavektorhedge OTR-konverterbar med en 10-30 kurveflader (i det omgang vi betragtede i en analyse fra før krigen brød ud, se [her](#)), er således groft sagt gået sidelæns igennem krigen – og har dermed undgået et tab på over 1 pct. (se figuren)
- En EU051030 swap barbell samt EUR1Y10Y eller EUR10Y10 swaptionsstraddles ville også have hjulpet – men ikke i samme omfang.

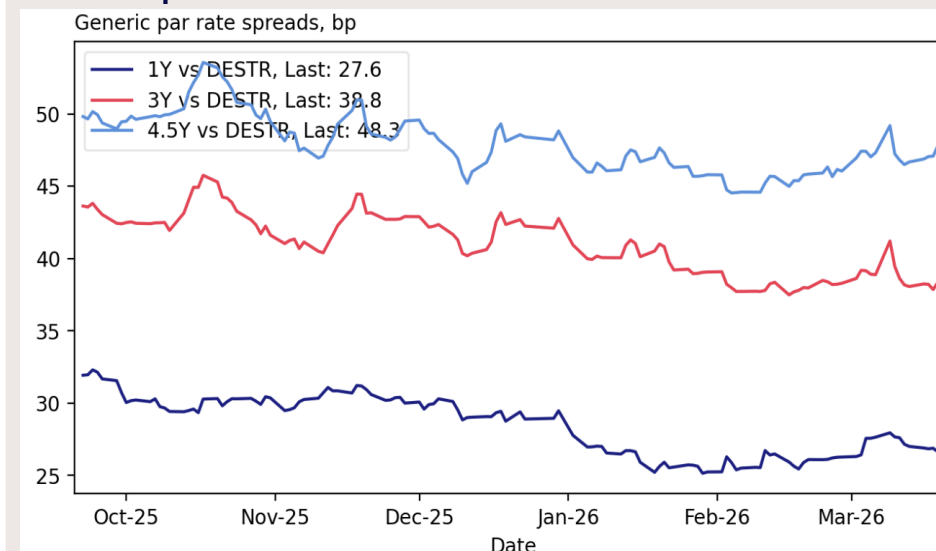
Afkast på delta(vektor)hedge konverterbar m/u overlays



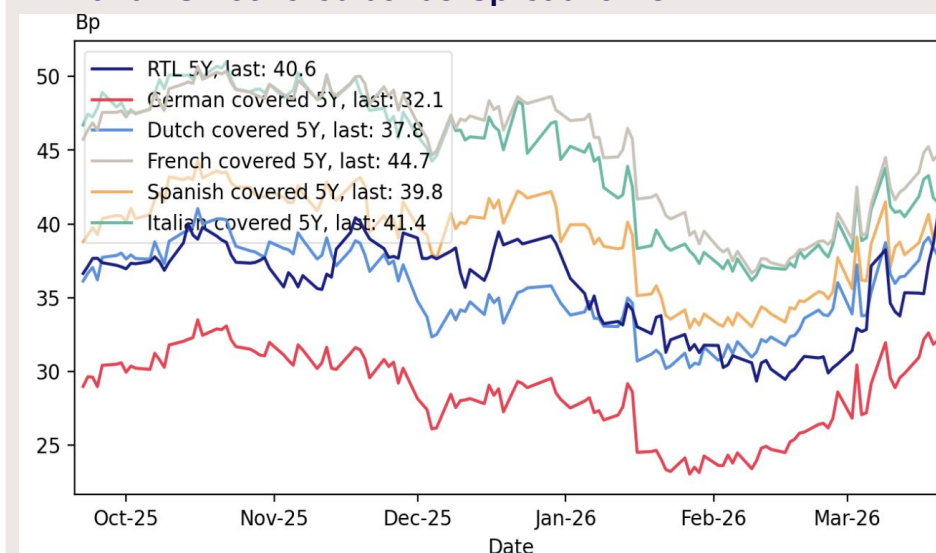
Krig, nettostilling og ultimo – ikke meget er i RTL'ernes favør

- Krigen i Mellemøsten gav anledning til pæne spændudvidelser på tværs af RTL-kurven i sidste uge og det er vores forventning at dette vil fortsætte i denne uge.
 - Eskalering af konflikten i Mellemøsten henover weekenden vil formentlig give RTL-spændene en dårlig start på ugen.
 - Samtidig forventer vi ultimoudstedelse hen mod slutningen af ugen på 14-16 mia. i RTL'erne, hvilket almindeligvis giver anledning til spændudvidelser på 1-2bp i RTL3-5.
- Det er også i denne uge, at nettostillingen står til at tage et større fald (se også nedenfor) – godt og vel 45 mia. kr. til omkring 260 mia. kr. – hvilket vi tidligere har påpeget bør bringe spændene på korte RTL'er tættere på de niveauer, som gjorde sig gældende før de performede i starten af januar.
 - Selv med udgangspunkt i de spændudvidelser, vi så i sidste uge, kan dette give anledning til yderligere 2-3bp.
- Der er således ikke meget, der taler for RTL'erne p.t.
- RTL-segmentet kan dog blive hjulpet af investorer, der er mere bekymrede for de konverterbare end for RTL'erne og derfor vælger at genplacere i dette segment.

Bullets: Spread to DESTR



RTL and EUR covered bonds: Spread to DGB/DBR



Ultimoudstedelse lige rundt om hjørnet

- Vi forventer ultimoudstedelse i omegn af 20 mia. kr. med størstedelen i RTL'er.
- Det skyldes, at det primært er RD og sekundært NDA og JRK, der har udestående fra refinansieringsauktionerne i februar.
- NYK bør kun komme med ultimo udestående fra bolighandel og konverteringer til terminen uden fastkursaftaler. Vi forventer derfor en mindre portion FRN (samlet set 6-8 mia. kr. på tværs af udstedere)
- Sidste chance for at handle med valør d. 1 april er mandag i næste uge, spørgsmålet er hvorvidt institutterne vil tage forskud på ultimoudstedelsen i denne uge, som følge af påskeferie i næste uge.
- I forbindelse med ultimoudstedelsen i december kom størstedelen mandag og tirsdag (d. 22-23 december) trods juleferie.
- Det er vores forventning, at ultimoudstedelsen vil finde sted fredag i denne uge og mandag i næste uge.

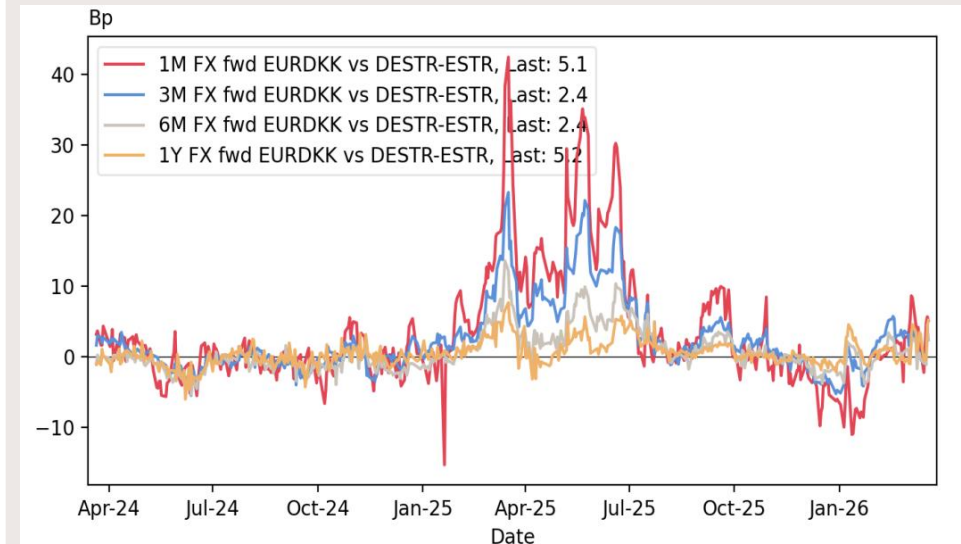
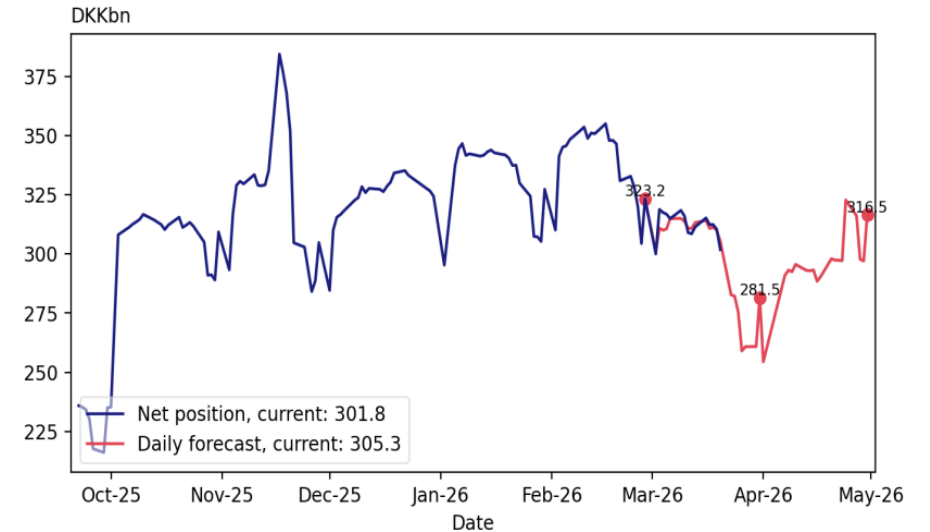
Forventet ultimoudstedelse (DKKmia)

RTL	FRN	Konverterbare	Total
12-14	6-8	2-3	18-20

Nettostillingen: Nu går det ned!

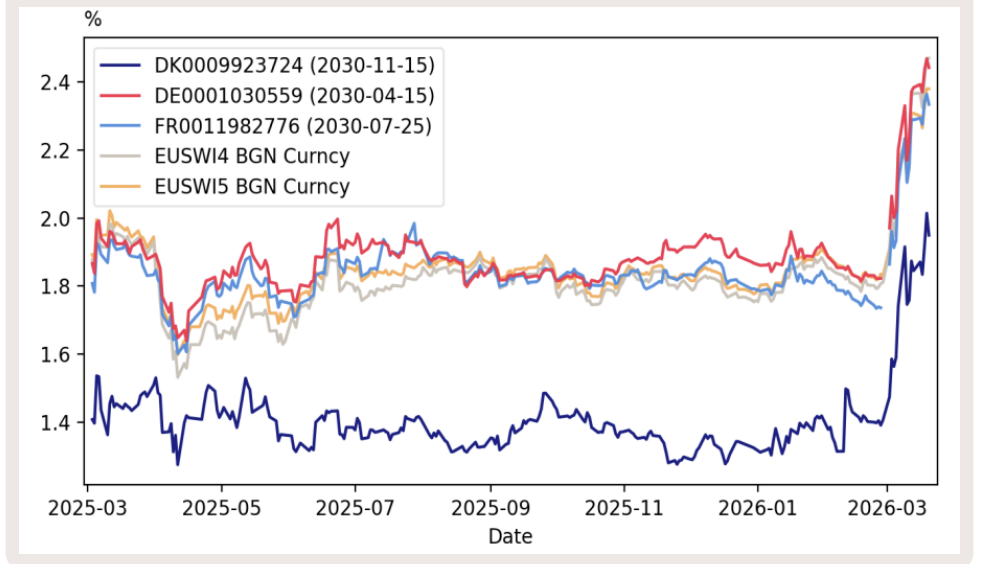
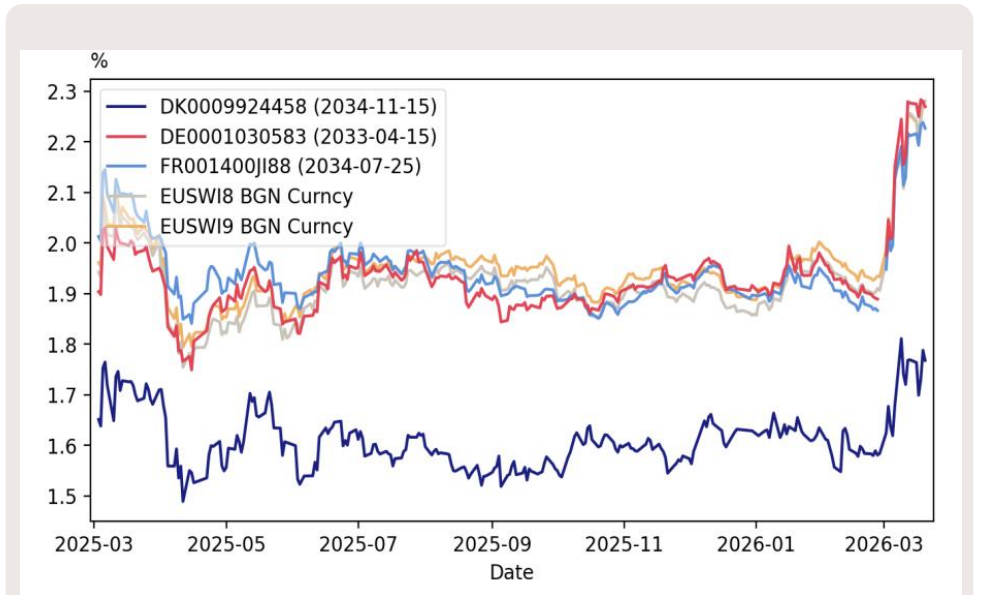
- Det er i denne uge, at nettostillingen for alvor falder ned mod den forventede bund i år
 - I dag står nettostillingen således til at falde ca. 22,5 mia. kr., og yderligere ca. 23 mia. kr. i løbet af onsdag og torsdag – for ugen som helhed er der tale om et fald på ca. 44,5 mia. kr.
- Niveauet bliver ikke decideret lavt, og FX forwards viser langt fra samme tegn på likviditetsknaphed som sidste forår (se nederste figur)
 - Vi forventer dog lidt modvind til de kortere RTL-obligationer, og den aftagende likviditet kan også komme til at sætte sit præg på, hvordan ultimoudstedelsen kommer til at gå.

Nettostilling inkl. daglig prognose



DGBi'34: Relativt billig?

- DGBi'34 ligger efter sidste uges auktion fortsat med en (sæsonkorrigeret) BEI, der er steget mindre end for tilsvarende EUR linkers og inflationsswaps (se øverste graf)
- Dette står i kontrast til DGBi'30, hvor sæsonkorrigeret BEI er steget på linje med tilsvarende EUR linkers og inflationsswaps (se nederste graf)
- I det lys tilbyder DGBi'34 relativt billig inflationsafdækning i den aktuelle situation



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