

# Kort realkreditupdate

## Uge 17

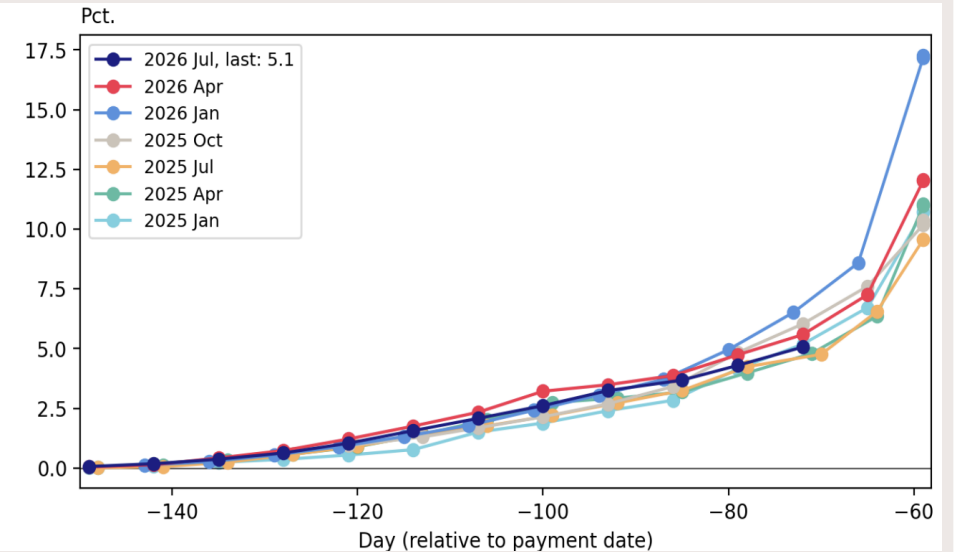
Peter Bache  
Veronica Bergstrøm



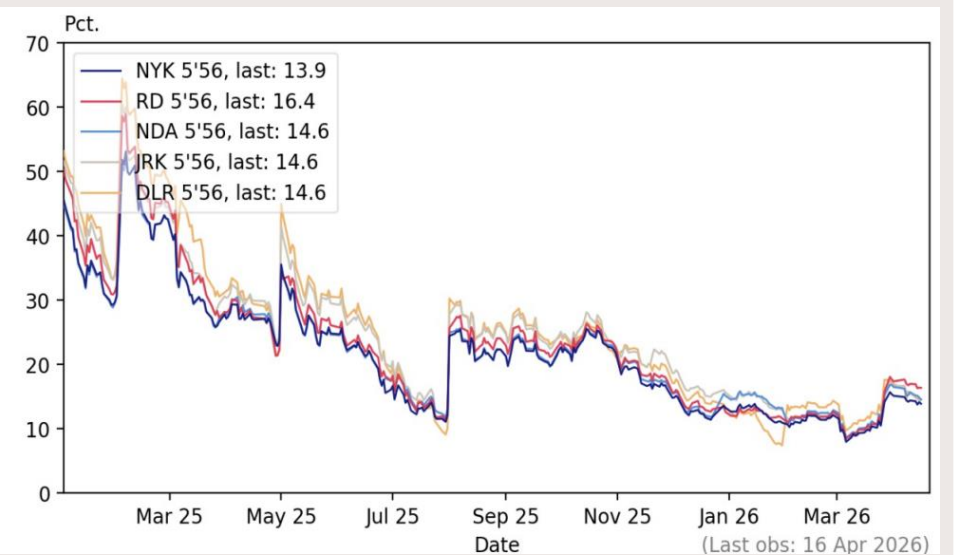
# CK93: ingen grund til bekymring

- Der er under to uger til opsigelsesfristen forud for juliterminen, og alt tyder på, at udtrækkene, helt som forventet, bliver en gentagelse af hvad, vi har set de sidste mange terminer (bortset fra januarterminen).
- Vi forventer således udtræk på omkring 10%.
- Dette er pænt under break-even træk i 5%’erne som aktuelt ligger omkring 14-15%.
- Indtil videre ligger RD’s 5%’ere i førertrøjen med træk på 6,5-7,5%, bortset fra i 5’56IO10, hvor de overgås af NDA, som indtil videre trækker 7,4%.

Preliminary prepayments, 5% 30Y



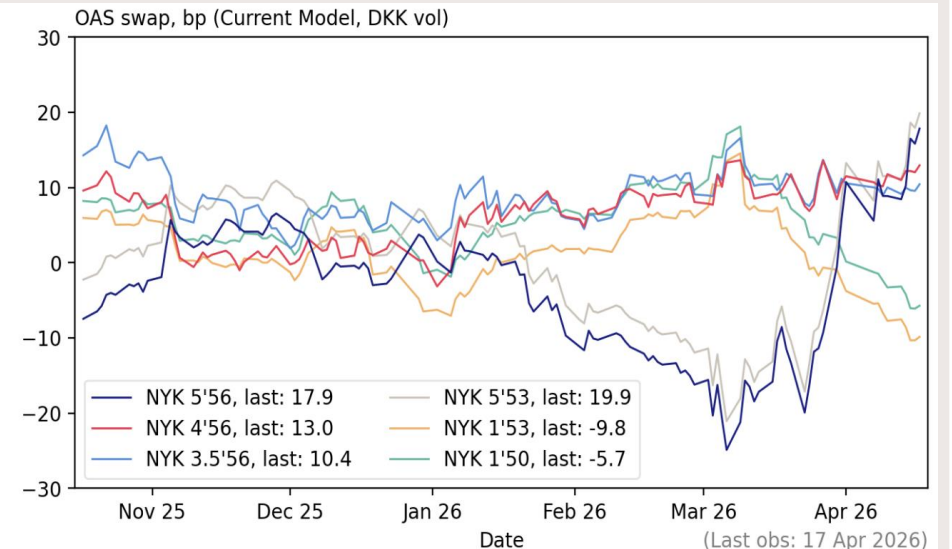
Break Even Prepayments vs MOAD Eq. Bullets



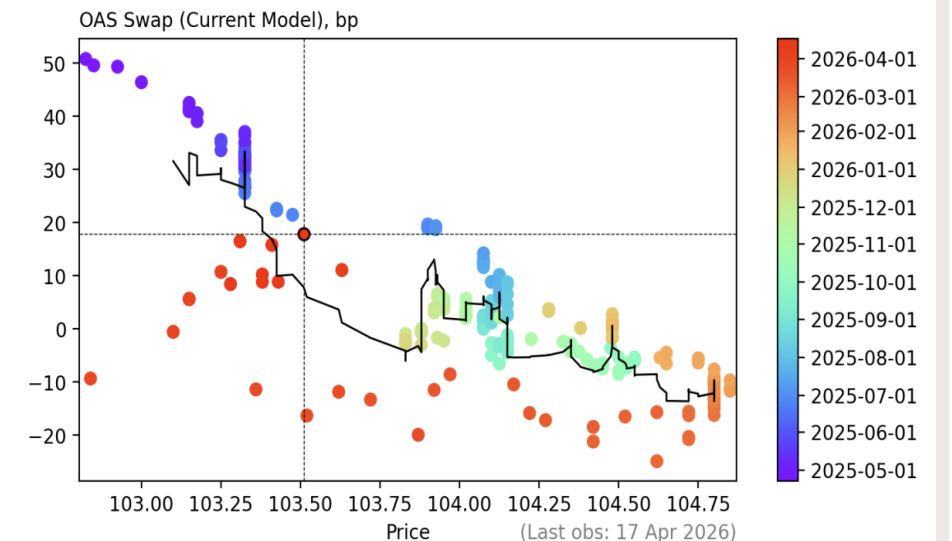
# Billige højkuponer og dyre lavkuponer

- 5%’erne kørte videre ud i spænd i sidste uge i mens 4%’erne gik omtrent uforandret.
- Den manglende indprisning af de seneste måneds rente- og vol-stigninger har betydet uafbrudt OAS-performance i lavkuponer, som ser dyre ud på aktuelle niveauer.
- Vi synes p.t., at prisningen af 4%’erne ser fair ud, og lukker derfor også vores anbefaling af RTL5 inkl. kurvestejler mod 4%’erne, læs mere herom på side 5.
- I tillæg til lave udtræk til juli-terminen, er det også vores forventning, at udtræk i 5%’erne til de efterfølgende terminer vil aftage gradvist, og vi synes derfor at 5%’erne begynder at se billige ud.

## NYK 5'56: OAS vs Price



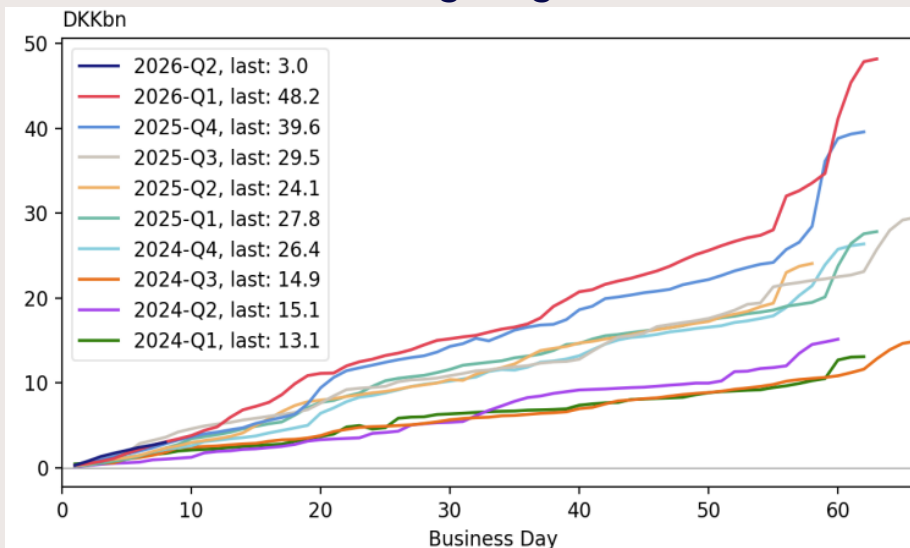
## 30Y Callables: OAS Swap



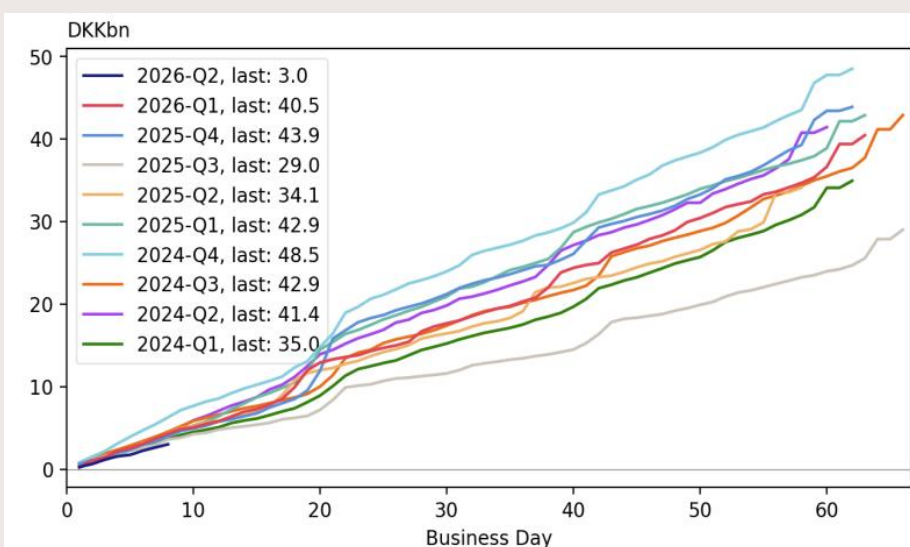
# Færre RTL?

- Forrige fredag (den 10. april) udsendte vi en analyse, hvor vi argumenterede for, at udstedelsen af 4- og 5-årige RTL-obligationer (uden for refinansieringsauktionerne) vil blive mindre i Q2'26 end vi har set i Q4'25 og Q1'26 – den kan læses [her](#).
- Indtil videre har udstedelsen af 4- og 5-årige RTL-obligationer i indeværende kvartal *ikke* været mindre end de to foregående, jf. også figuren øverst
  - Pointen i analysen er imidlertid også, at det er et mindre RTL(5) refinansieringsbehov, der vil drive en lavere udstedelse af 4- og 5-årige RTL-obligationer i Q2'26
  - Dette mindre RTL(5) refinansieringsbehov vil primært komme til udtryk via lavere udstedelse af 4- og 5-årige RTL-obligationer op til fristen for opsigelser til juliterminen (dvs. ultimo april) samt op til selve terminen (dvs. ultimo juni).
- Det ser ud til, at rentestigningerne afledt af krigen i mellemøsten har gjort F5-lån mere populære blandt låntagerne (relativt til andre låntyper)
  - Fx har udstedelsen af konverterbare indtil videre ligget lidt lavere end på samme tidspunkt i de seneste kvartaler
  - Dette forventes dog ikke at kunne modvirke effekten af et lavere RTL(5)-refinansieringsbehov, og vi forventer forsat færre 4- og 5-årige RTL-obligationer i Q2'26.

Akk. bruttoudstedelse af 4- og 5-årige RTL (ex. refi-auktioner)



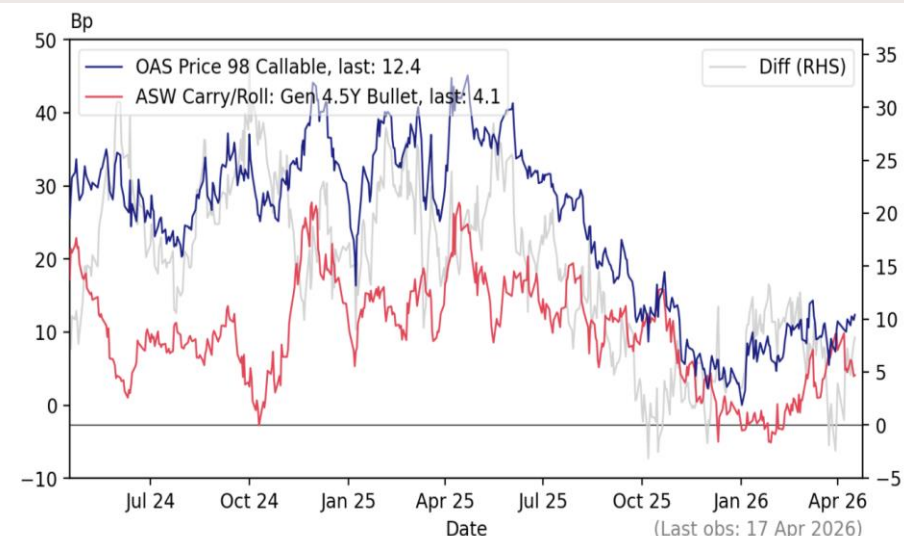
Akk. bruttoudstedelse af konverterbare



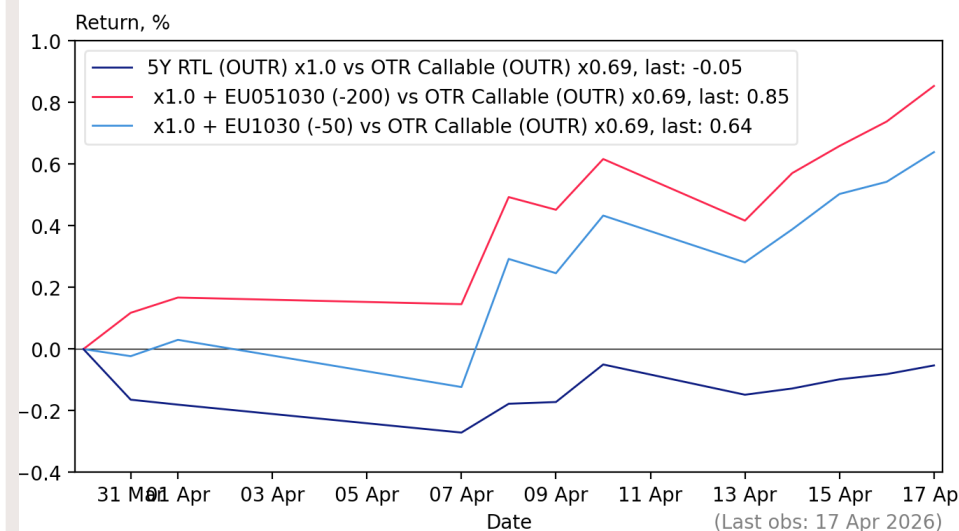
# RTL vs konverterbare

- Vi har siden den 30. marts haft en anbefaling af RTL5 mod 4'56 (spread risk neutralt), hvor vi kombinerede RTL5 med enten en EU051030 swap barbell eller EU1030 kurvestejler for at hedge "normaliseringspotentialet" i den konverterbare (som følge af vol-eksponeringen) – se [her](#)
  - Argumentet var, at konverterbare ikke havde tabt nok i OAS-termer relativt til RTL5 i løbet af marts
  - Siden da har konverterbare tabt i OAS-termer relativt til RTL5 svarende til et afkast på vores anbefaling på omkring 0,4 % (OAS-udviklingen isoleret set).
- Den deeskalering og normalisering af vol, vi har set siden slutningen af marts, betyder at anbefalingen ikke ville have tjent penge, hvis man ikke havde hedget normaliseringspotentialet i den konverterbare via overlays.
  - Inkl. overlays er anbefalingen dog pænt i pengene – og de har således været afgørende for at realisere den forventede relative OAS-performance i RTL5 (se nederste figur).
  - Vi ser den relative prisning af konverterbare og RTL5 som mere fair nu (se øverste figur), og vi tager derfor profit og lukker anbefalingen.

## OAS på konverterbare vs. ASW carry+rul på RTL5



## Overlays var afgørende for at realisere rel. OAS-performance!



# FRN auktioner: RD kommer med jul30

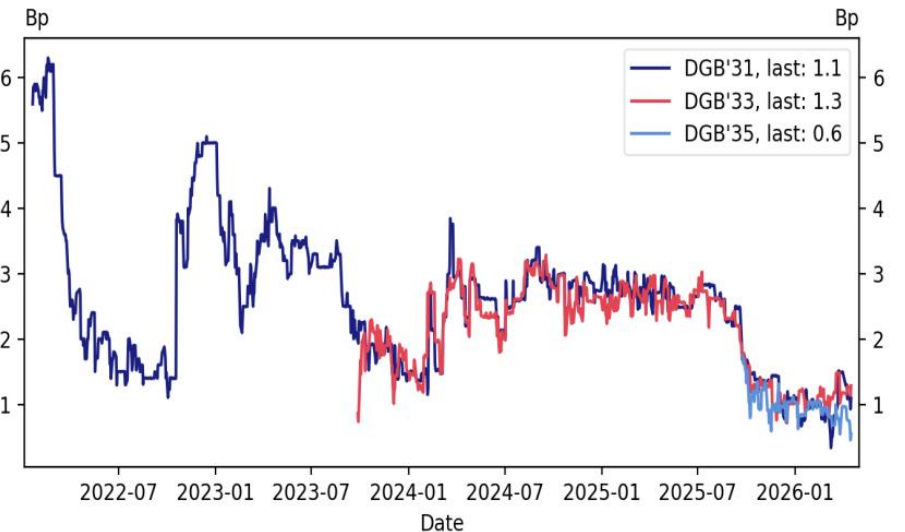
- I torsdags udsendte RD den første information om refinansieringsauktionerne i maj
  - RD kommer med tre DKK FRN og én EUR FRN (svarende til udløbet til juliterminen).
  - For DKK-FRN er der tale om én CITA 6M, én CIBOR 6M og én CIBOR 6M Green, der alle bliver fireårige (dvs. med udløb 1. juli 2030), jf. også tabellen.
  - De foreløbige mængder forventes ikke at falde nævneværdigt frem mod auktionerne (endelige mængder offentliggøres primo maj).
  - RD's FRN vil blive solgt til kurs 100,30 (tidligere 100,20), hvilket afspejler, at kursfradraget ved refinansiering er øget fra 20 øre til 30 øre på variabelt forrentede lån. Det skal investor tage højde for, når der bydes på rentetillægget.
- Derudover ved vi p.t., at NYK kommer med to treårige CITA 6M FRN (jul29) samt en jul34 CF med cap på 5%
- NDA også udløb af en grøn FRN til juliterminen.
  - Samlet set forventes udbuddet af grønne FRN fra RD og NDA på majs refinansieringsauktioner at lande omkring 22 mia. kr.

Udløbende FRN/CF	Navn	Udestående	Ny FRN/CF	Udløb	Renteloft	Auktionsdag	Foreløbig mængde
<i>DKK FRN</i>							
DK0009544975	NYK SDO CITA 6M	14685	DK0009552648	01/07/2029			
DK0009538068	NYK SDO CITA 6M	13266	DK0009552721	01/07/2029			
DK0004626322	RD SDRO CITA 6M	10966	TBA	01/07/2030		27/05/2026	10000
DK0004623493	RD SDRO CIBOR 6M	10708	TBA	01/07/2030		26/05/2026	10000
DK0004623576	RD SDRO CIBOR 6M GREEN	15696	TBA	01/07/2030		28/05/2026	15300
DK0002054279	NDA SDRO CIBOR 6M GREEN	8018					
DK0009408528	JRK SDO CIBOR 3M	3912					
DK0006352869	DLR SDO CIBOR 6M	7093					
DK0006358635	DLR SDO CITA 6M	3293					
<i>EUR FRN</i>							
DK0004626678	RD SDRO EURIBOR 3M	46	TBA	01/07/2029			35
<i>DKK CF</i>							
DK0009508822	NYK SDO CIBOR 6M CALL	1294	DK0009552564	01/07/2034	5%		

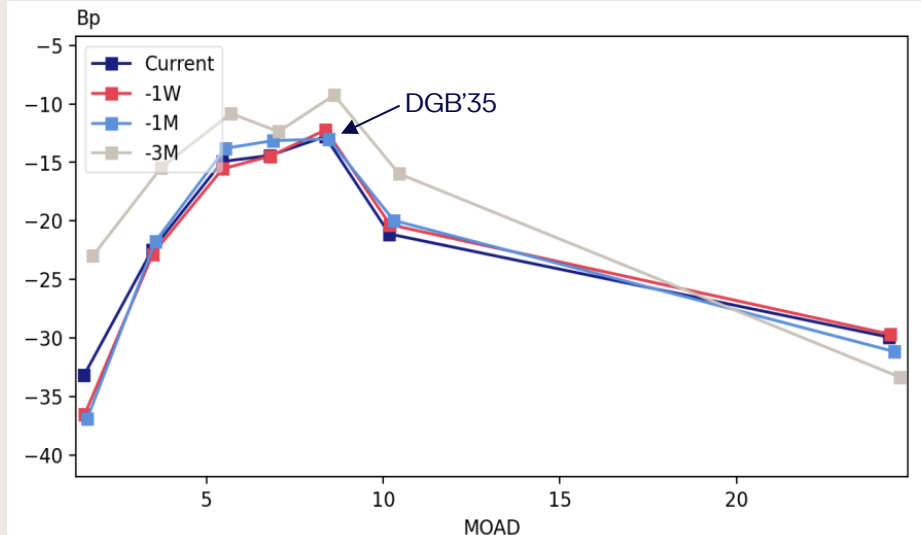
# DGB'35 Green på auktion!

- På onsdag (den 22. april) er DGB'35 Green og DGB'52 på auktionsmenuen.
  - Maksimal udstedelse i DGB'52 på 1,5 mia. kr. (nominelt)
- Det er anden gang siden syndikeringen i september 2025 – og første gang i 2026 – at den grønne DGB'35 er på auktion.
  - I *Strategi for statens låntagning i 2026* annoncerede Nationalbanken, at der vil blive udstedt op til 10 mia. kr. i grønne obligationer i 2026 (DGB'35 Green er den eneste grønne obligation i låneviften).
- Siden syndikeringen af DGB'35 Green i september 2025, har greenium på de grønne på stater ligget forholdsvis lavt ( $\leq 1,5$  bp)
  - På det seneste har greenium på danske stater ligget omkring 1 bp.
- Ved seneste FRN-refinansieringsauktion i februar var greenium 0-1bp. På det seneste har FRN-greenium dog snarere været 2-3 bp.
  - Denne FRN-greenium afspejler en begrænset udstedelse af grønne FRN. Med udsigten til en pæn portion grønne FRN på auktion til maj (jf. ovenfor), kan en FRN-greenium på 2-3 bp blive svær at fastholde!
  - Vi forventer en greenium på DGB'35 Green på onsdag på ca. 1,0-1,5 bp.
- DGB'35 Green ligger i det punkt på statskurven, der tilbyder det højeste spænd til tyske stater, samt et af de højeste hedgede og funderede HPR (vDESTR) pr. spread risk enhed (på niveau med DGB'52 og kun overgået af DGB'33, som har bedre rul).

Greenium på danske statsobligationer



DGB: Spænd til DBR



# 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