

Kort realkreditupdate

Uge 24

Jacob Skinhøj
Peter Bache
Veronica Bergstrøm



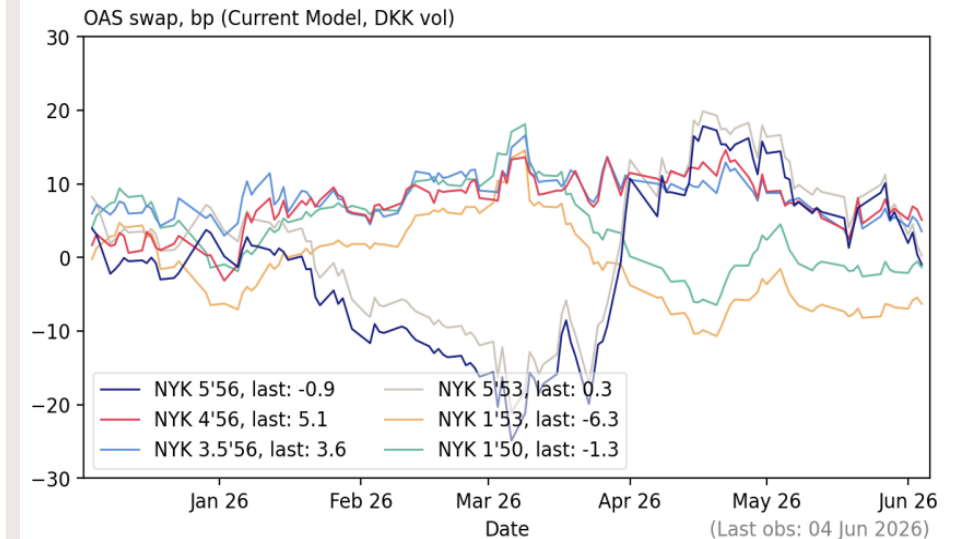
Sur stemning

- Fredag – som var grundlovsdag og dermed lukkedag i Danmark – var præget af en noget sur international stemning.
- Toneangivende amerikanske IT-aktier faldt med 5-6%, og Intel – der ellers har kunnet gå på vandet i år – faldt med hele 11%!
- iTraxx steg fredag og har fortsat stigningen i dag.
 - ...og det samme gør renterne.
- Summen af dette vil forventeligt få et negativt spillover til dansk realkredit som må forventes at tabe 1-2bp i dag!
- På torsdag får vi den første renteforhøjelse fra ECB, og markedet forventer, at DNB – der hidtil ikke har intervenseret – følger med 1:1.

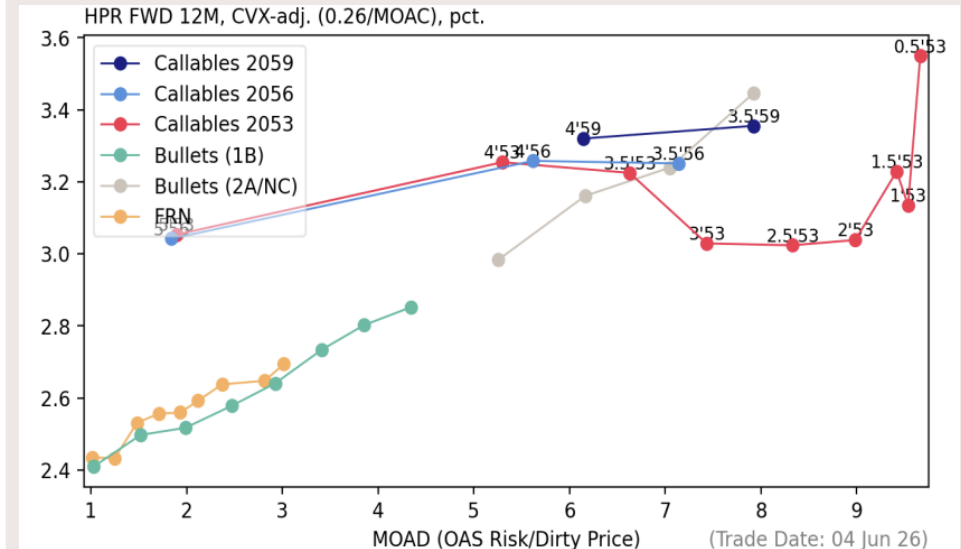
Konverterbare

- Den konverterbare havde (endnu) en god uge i sidste uge, med OAS performance på tværs af kuponer, og i særdeleshed 5%’erne kørte ind.
- Det er udsigten til endnu en omgang lave udtræk, der hjælper 5%’erne.
- Det konveksitetsjusterede afkast på konverterbare er – på trods af fortsat performance – fortsat hæderligt ift. RTL’erne.
- Dette skyldes dels, at RTL’er også har performet, men også at konveksitetsjusteringen sker på baggrund af realiseret volatilitet og derved fortsat er relativt lav.
- Udstedelsen af 4’59 vil først rigtig begynde i næste måned, hvor fastkursaftale i forbindelse med opsigelser til oktober-terminer vil ske i 4’59.
- I takt med at udstedelsen i 4’59 øges, forventer vi, at spændet mellem 4’59 og 4’56 konvergerer noget.

30Y Callables: OAS Swap



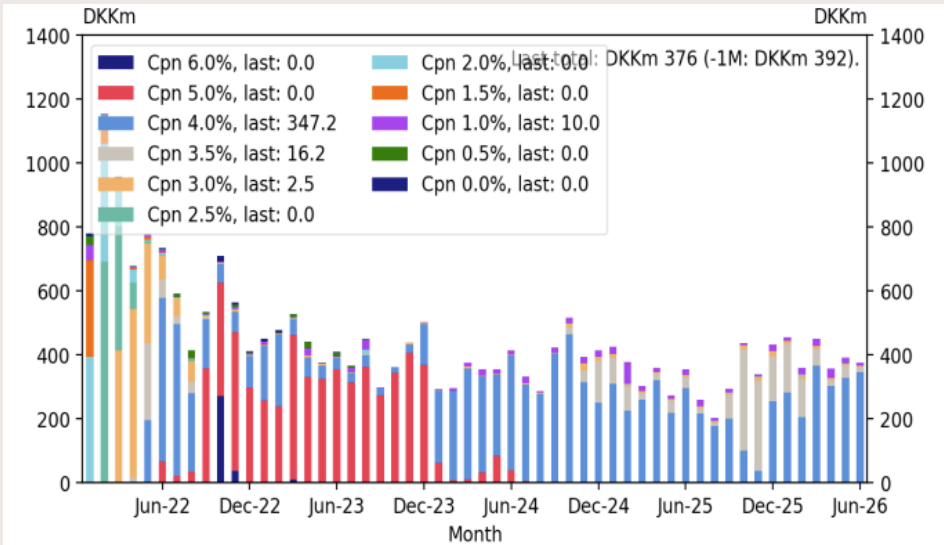
HPR FWD 12M (DKK vol), CVX-adj. based on last 3M



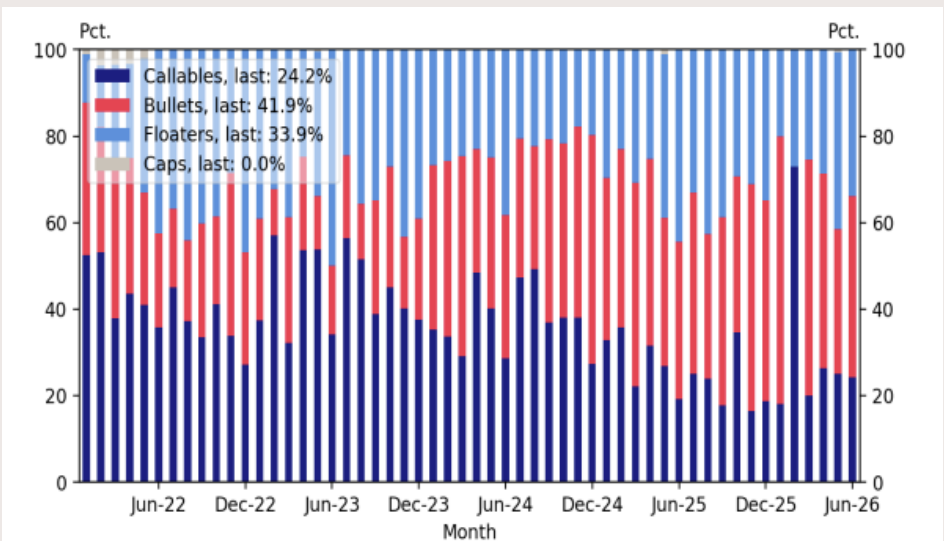
Konverterbare – udstedelse

- Udstedelsen i det konverterbare segment har været koncentreret i 4%’erne de sidste 2½ måned.
- Dermed er lukkeeffekterne i det konverterbare segment i forbindelse med årgangsskiftet beskedne (læs også mere [her](#)).
- 3,5’56 er udstedt i en kort periode ca. midtvejs i åbningsperioden og har derved også begrænset lukkepotentiale.
- Udstedelsen er – som det har været tilfældet de seneste år – behersket.

Callables: Avg. daily issuance by month (OMX)

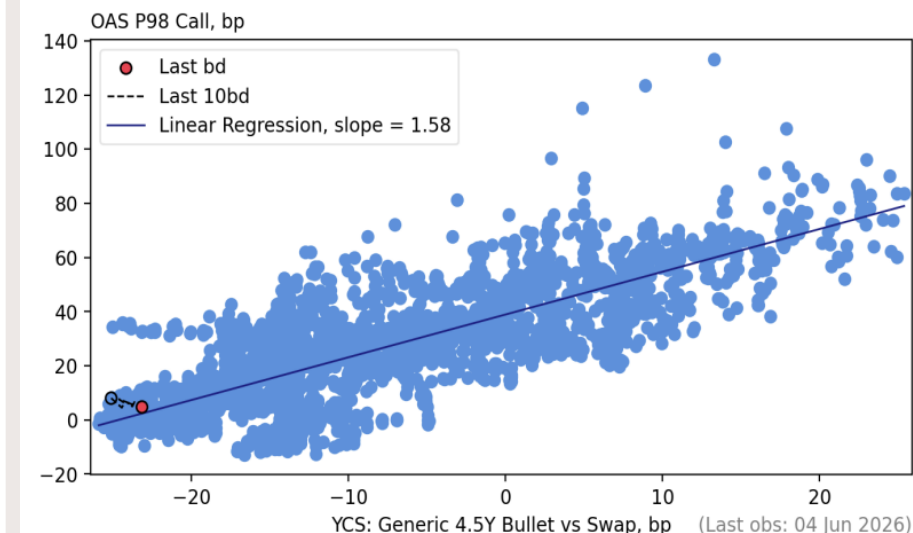


Composition of issuance by month (Outst.)

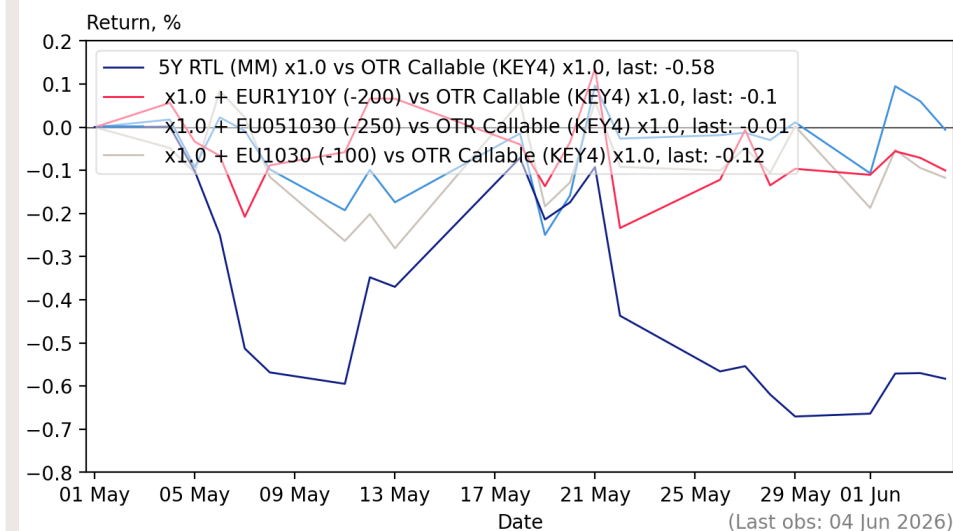


RTL vs. konverterbare

- I starten af maj åbnede vi en anbefaling af 5Y RTL swaphedged + overlays vs. OTR konverterbare swaphedged, da konverterbare så relativt dyre ud.
 - Formålet med at kombinere RTL5 med overlays var at replikere (eller hedge) vol-/CVX-eksponeringen i den konverterbare (se også [her](#))
- Anbefalingen er overordnet set gået sidelæns siden, idet både RTL5 og konverterbare har performet siden åbningen – og begge ser dyre ud
 - RTL5 ser navnlig dyre ud sammenlignet med EUR covered bonds, når der anvendes en maturity matched basisswap til ESTR – men de er tilsyneladende understøttet af pickup'et i de korte FX-terminer (fx 3M).
 - Konverterbare har mistet attraktivitet relativt til fx US MBS eller JGB i 2026 (se næste side), men er fortsat understøttet af en lav udstedelse, højere renter (siden marts) og i et vist omfang også de korte FX-terminer.
 - Selvom den relative prisning af RTL5 og konverterbare på nogle punkter ikke forekommer at være langt fra balance (se øverste figur), ser vi større risiko for spændudvidelser i de konverterbare – og fastholder anbefalingen.
- Uanset performance i anbefalingen lader vente på sig, har anbefalingen i det mindste bekræftet muligheden for at bruge både swaptioner og swaps til at replikere (eller hedge) vol-/CVX-eksponeringen i konverterbare
 - Således ville en RTL5 uden overlays have tabt betydeligt mod en OTR-konverterbar siden starten af maj – og væsentlige udsving i afkastet.



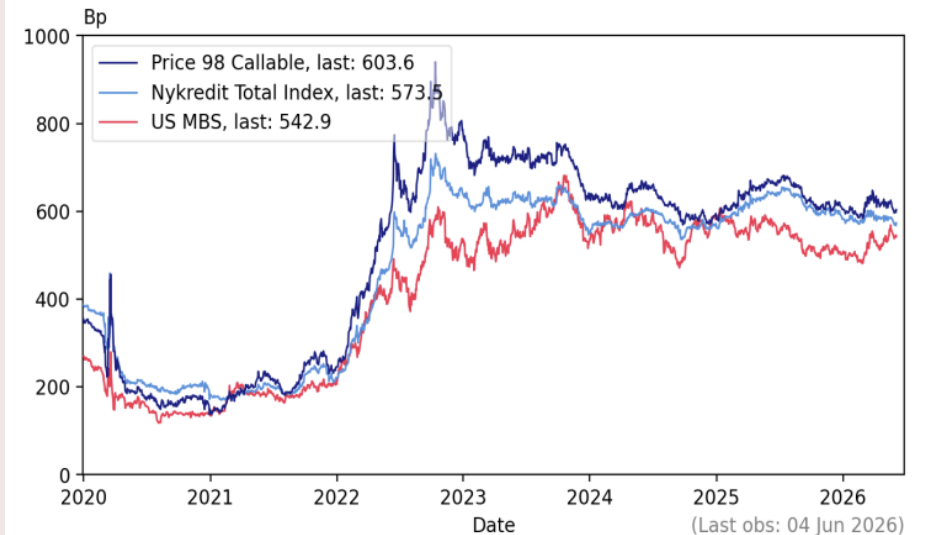
Afkast på RTL + overlays vs OTR konverterbar (swaphedged)



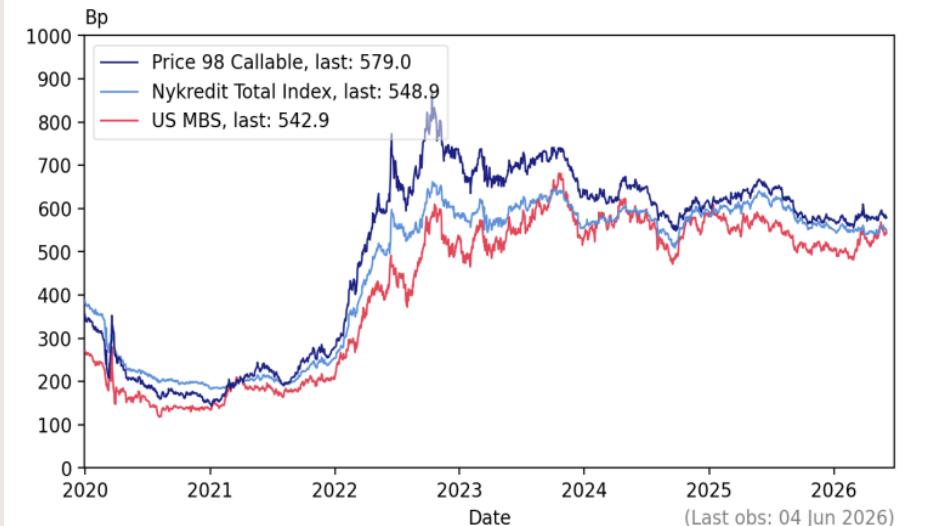
Konverterbare vs. udlandet

- I 2026 er forskellen i den effektive rente på konverterbare (inkl. FX fwd) og US MBS faldet
 - Størstedelen af den attraktivitet konverterbare vandt (på denne parameter) i første halvdel af 2025 er nu tabt igen i 2026.
 - Billedet er omtrent det samme, hvis man ser på konverterbare (inkl. FX fwd til JPY) mod JGB
- Udsigten til rentestigninger i eurozonen – både absolut og relativt til USA – betyder, at den effektive ”merrente” i konverterbare er mindre når man bruger 12M FX fwd end når man bruger 3M FX fwd (se figurerne)
 - Det indebærer også, at merrenten i konverterbare når man bruger 3M FX fwd står til at falde yderligere resten af året
- Dette kan dæmpe den udenlandske interesse (yderligere) og lægge lidt pres på prisningen i det konverterbare segment.

Yields: Konverterbare (inkl. 3M FX fwd to USD) vs. US MBS



Yields: Konverterbare (inkl. 12M FX fwd to USD) vs. US MBS



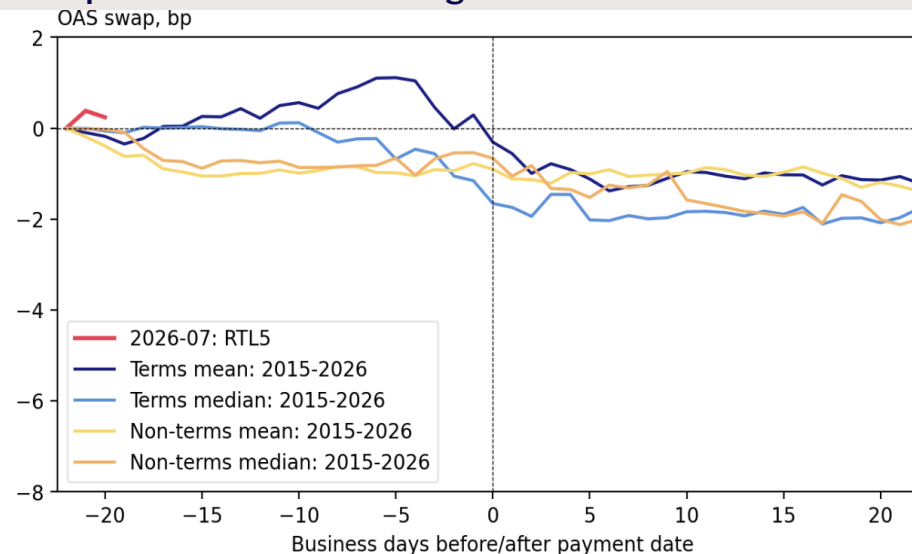
Ultimoudstedelse

- 23 mia. kr. kan potentielt komme i ultimoudstedelse oven i den almindelige månedsultimo d. 26. og 29. juni, som følge af
 - Ekstraordinære udtræk i konverterbare: 11 mia. kr.
 - Udestående fra majauktionerne: 12 mia. kr.
- Noget vil være kommet i den løbende udstedelse og vi forventer derfor ultimoudstedelse på 15-17 mia. kr.
- Ultimoudstedelsen forventes at være fordelt på:
 - RTL: 7-9 mia. kr.
 - FRN: 6-8 mia. kr.
 - Konverterbare: 1 mia. kr.
- Lidt over halvdelen af ultimoudstedelsen i RTL'erne forventes at komme i RTL5.
- Vi forventer som udgangspunkt, at RTL'erne vil følge det sædvanlige terminsmønster og dermed give sig 1-2bp ud i forbindelse med ultimoudstedelsen.
- De forventes efterfølgende at genvinde det tabte som følge af genplaceringen
- Det afhænger dog i høj grad af udviklingen i de næste uger. Fastholdes høj likviditet og outrightrenter, er det muligt at RTL'erne vil fastholde deres aktuelle (dyre) prisning henover ultimoudstedelsen.

Forventet ultimoudstedelse

| | |
|---------------|-----------------------|
| RTL | 7-9 mia. kr. |
| FRN | 6-8 mia. kr. |
| Konverterbare | 1 mia. kr. |
| Total | 15-17 mia. kr. |

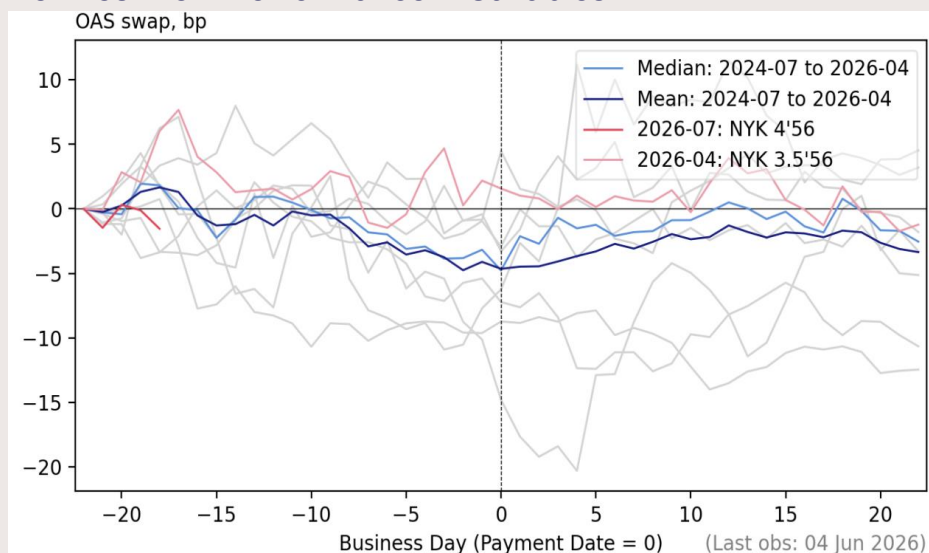
RTL5 performance i termins og ikke-terminsmåneder



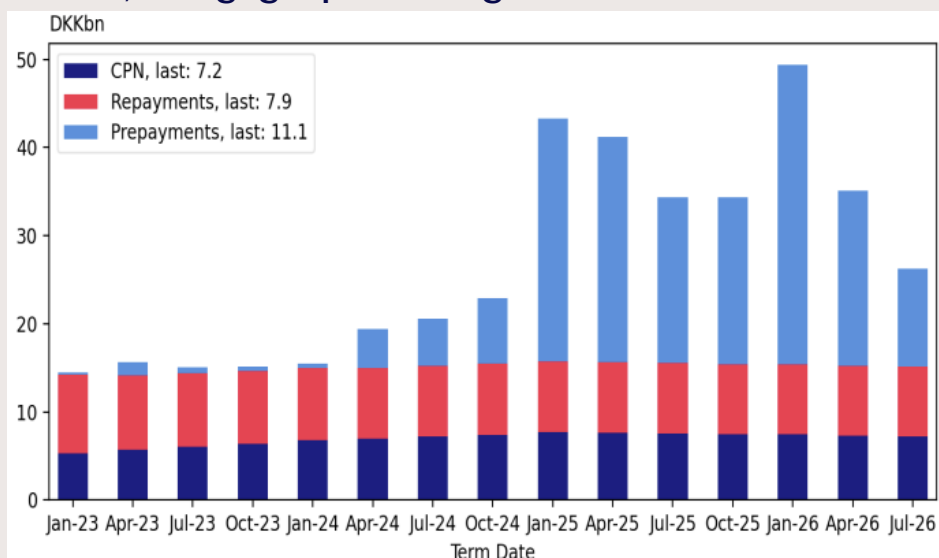
Endnu en aflysning af terminseffekten

- I marts aflyste vi terminsperformance i konverterbare på baggrund krigen mellem USA og Iran, og de (på trods af krigen) meget lave OAS-niveauer
- Det fik vi ret i og vi så ikke den almindelige terminsperformance ved aprilterminen.
- Siden da har OTR-konverterbare performet yderligere 5bp og med så lave OAS-niveauer, er det svært at se et potentiale for yderligere (termins)performance.
- Genplaceringsbehovet fra afdrag og udtræk løber op i 19 mia. kr. og den løbende nettoudstedelse af konverterbare (udstedelse fratrukket tilbagekøb) har kurs mod et niveau på omkring 15 mia. kr. for kvartalet.
- Det vil resultere i nettovækst i konverterbare for kvartalet som helhed på omkring -3 til -5 mia. kr., dvs. omtrent samme nettovækst som i Q1.
- Det taler ligeledes for, at juni bliver en gentagelse af aprilterminen med begrænset til ingen terminsperformance.

Reinvestment Performance in Callables



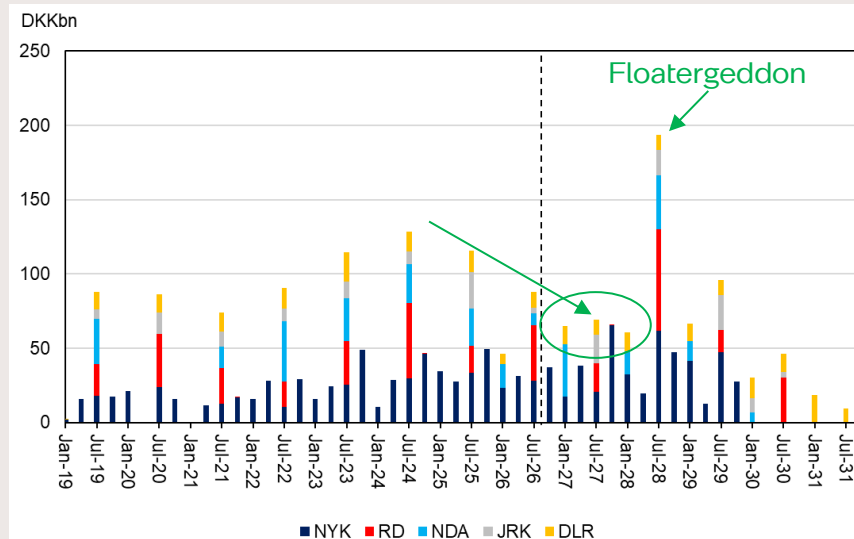
Udtræk, afdrag og kuponbetalinger i konverterbare



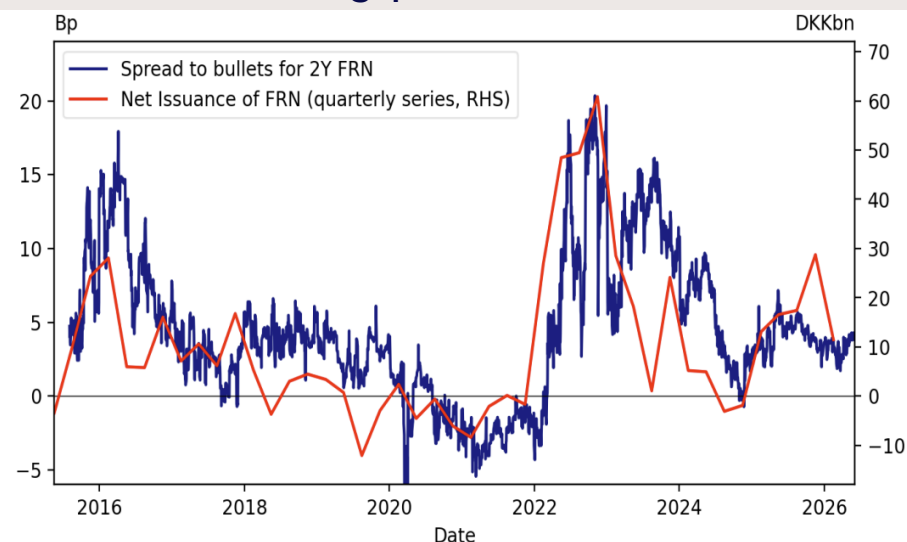
Herfra og til floatergeddon

- Størrelsen af FRN-udløbet til juliterminen har været faldende siden det toppede i juli 2024 – og tendensen fortsætter i 2027
 - Det afspejler nogle skift i løbetiden og valg af udløbstermin for de FRN, som institutterne har udstedt/refinansieret i.
 - Disse skift har også konsekvenser for FRN-udløbene i de kommende år – og dermed for størrelsen af de kommende refinansieringsauktioner
- På terminerne fra oktober 2027 til januar 2028 er forskellen på FRN-udløbene p.t. væsentligt mindre end vi har været vant til (se øverste figur).
 - Således er både januarterminerne i 2027 og 2028 samt oktoberterminen i 2027 tæt på at være lige så store som juliterminen i 2027.
 - Dette forventes at bidrage til mindre udsving i FRN-RTL spændene henover året. Kombineret med, at FRN-RTL spænd forekommer afstemt med udstedelsen og udsigten til rigelig likviditet, får det os til at se positivt på FRN over RTL.
- I 2028 vender juliterminen imidlertid frygteligt tilbage – p.t. er udløbet tæt på 200 mia. kr.!
 - Selvom tilbagekøb vil reducere udløbet i den mellemliggende periode, står refinansieringsauktionerne i maj 2028 til at sætte ny rekord.
- Læs mere – fx om de bagvedliggende ændringer i FRN-udstedelsen – [her](#)

FRN: Historisk udløb og aktuelt udløb på fremtidige terminer



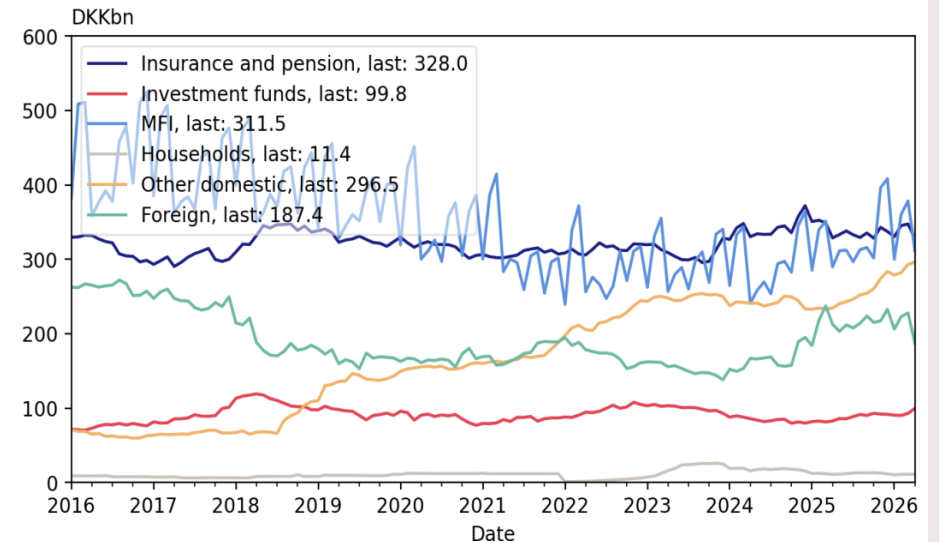
FRN: Nettoudstedelse og spænd til RTL-kurven



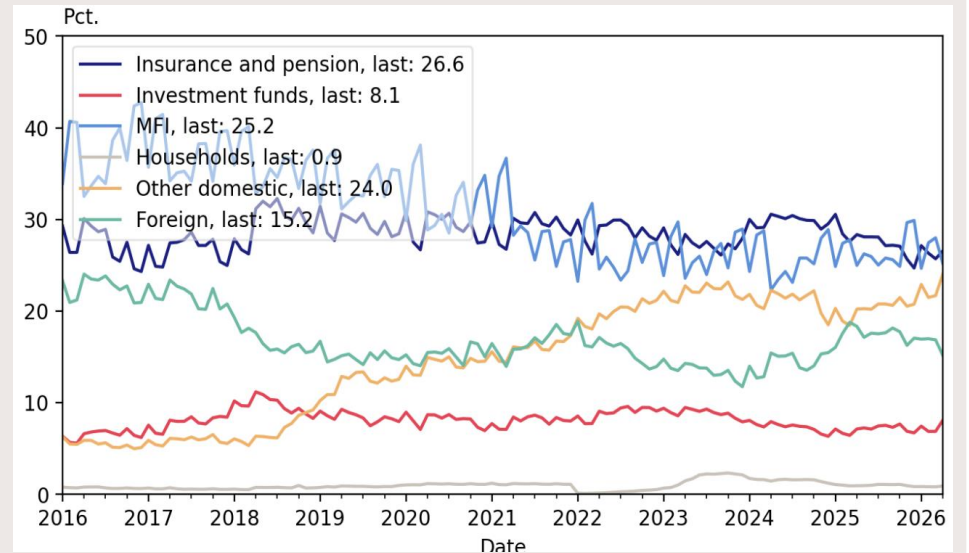
Faldende “udenlandsk” ejerandel i RTL’erne

- Ejerfordelingsstatistikken for april viser et fald i den “udenlandske” beholdning af RTL’er på 41 mia. kr.
- Apriltallene afspejler det store RTL-udløb til 1. april og et fald er dermed forventeligt
- Den udenlandske beholdning er dog ikke forøget med nok i februar og marts til at fastholde uændret udenlandsk ejerandel, som falder med 1,7%-point.
- Beholdningen er nu på niveau med januar 2025, og dermed tilbage til før hedge fondenes store køb henover 2025 fik den udenlandske ejerandel af RTL’er til at stige betydeligt.
- Reduktionen i den udenlandske beholdning af RTL’er dækker over 31 mia. kr. i udløb, i mens de sidste 10 mia. primært skyldes et fald i beholdningen af Jan’27.
- Vi tolker udviklingen som et resultat af, at hedge fondene har deltaget i mindre grad på februar refinansieringsauktionerne, samt (i mindre omfang) et aktivt frasalg.
- Det er vores indtryk, at hedge fondene har reduceret deres danske gearing og i højere grad har købt SEK og NOK covered bonds.
- Læs hele analysen [her](#)

Bullets: Nominal holdings



Bullets: Ownership distribution



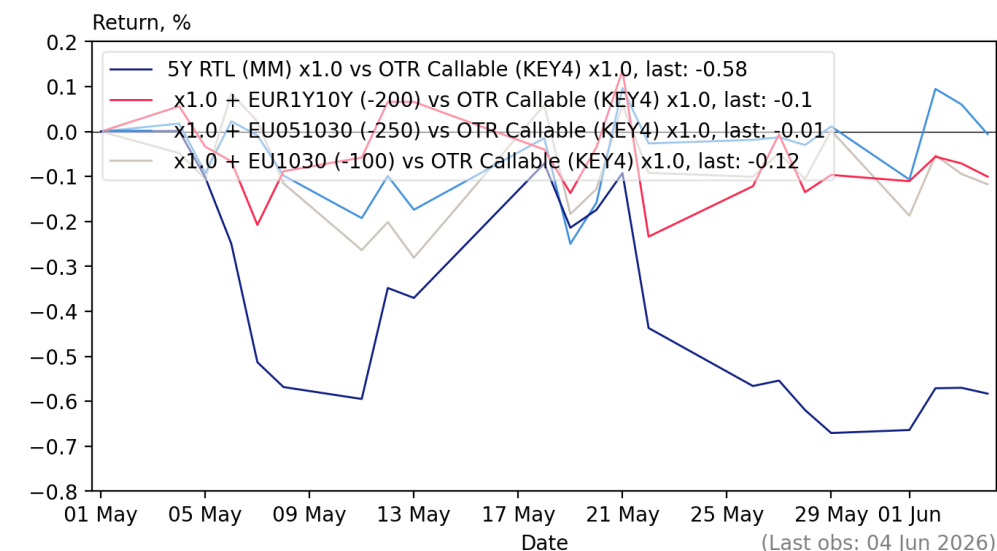
Anbefalinger

- Vores anbefaling af RD 4'56IO mod NYK 4'56IO er gået sidelæns siden vi åbnede den sidste mandag og har indtil videre tabt handelsomkostningerne.
- Vores anbefaling af tyske covered bonds mod danske 4-5 årige RTL'er har tjent 0,01 efter handelsomkostninger, som reflekterer en mindre spændudvidelse i danske RTL'er mod tyske covered bonds. Vi tror stadig der er potentiale for mere.
- Vi fastholder alle vores anbefalinger denne uge.

Aktuelle anbefalinger

| Opening date | Name | Return 5bd | Total return |
|--------------|-------------------------|------------|--------------|
| 2026-02-23 | RTL5 vs. RTL1 | -0.00 | -0.01 |
| 2026-04-23 | 5'56 vs RTL | 0.24 | 0.69 |
| 2026-06-01 | RD 4'56IO vs NYK 4'56IO | N/A | -0.05 |

RTL5 vs. OTR callable incl. swap/swaption overlay



Outlook-anbefalinger

| 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 | 0.02 | 0.08 |
| 2026-01-12 | RTL5 vs. RTL3 | -0.00 | -0.08 |
| 2026-01-15 | NYK 4'56 vs RD 5'56 + JRK 1.5'53 IO | -0.20 | -0.29 |
| 2026-01-26 | 4'56 vs RTL5 | -0.04 | 0.33 |

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 prisen fastsat 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 prisen fastsat 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