

# Kort realkreditupdate

## Uge 25

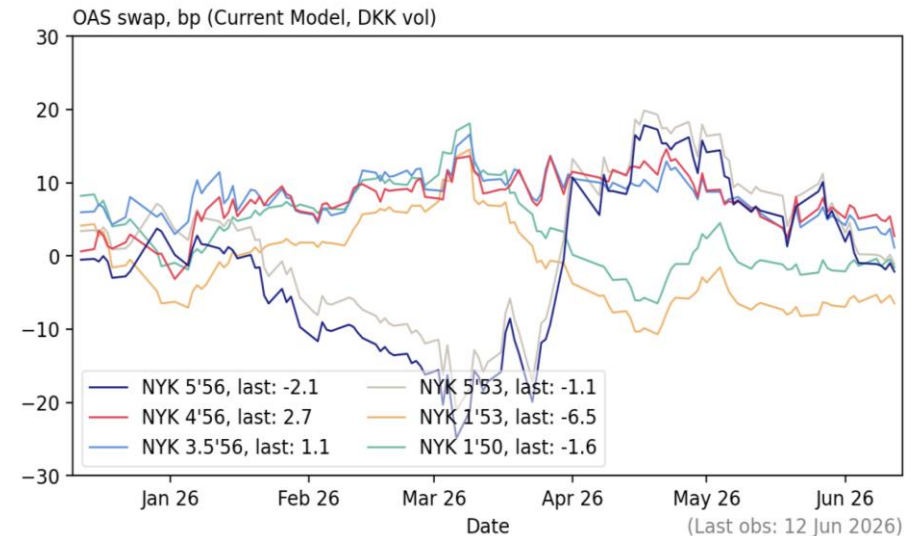
Veronica Bergstrøm



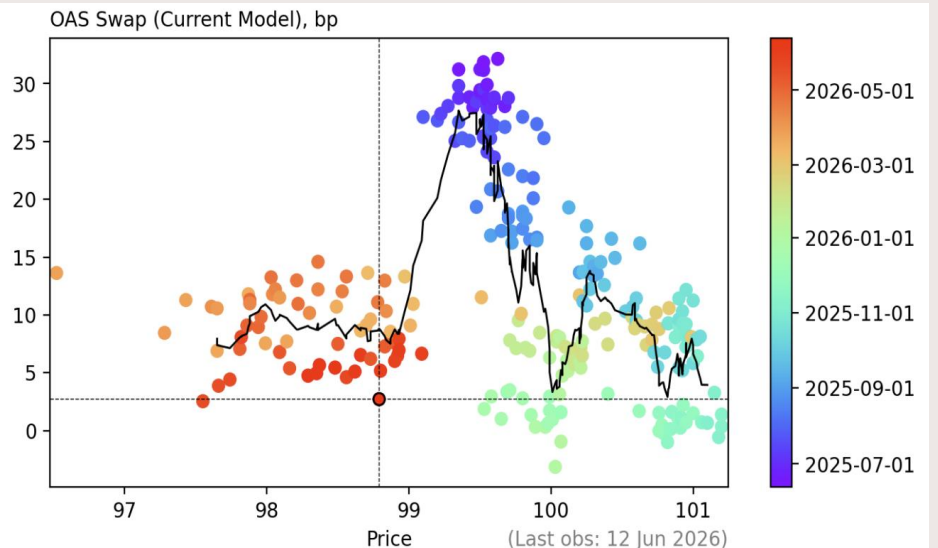
# Fredsftale = performance?

- Weekendens fredsftale mellem USA og Iran vil forventeligt medføre kursperformance i konverterbare i denne uge, som følge af lavere Vol.
- Den lavere Vol kan indledningsvist give anledning til OAS-udvidelse, som følge af, at kursen ikke tilrettes tilstrækkeligt – men som almindeligt vil vi forvente en fuld indprisning indenfor 3-4 dage.
  - Endvidere har vi i forbindelse med krigen set hurtigere indprisning af Vol-ændringer end tidligere og det kan også blive tilfældet i denne uge.
- Vi er dog skeptiske overfor hvorvidt weekendens fredsftale skal ende med at give anledning til OAS-performance.
- De konverterbare har generelt holdt OAS-niveauet uagtet krigen, og der er dermed ikke et normaliseringspotentiale i OAS'erne.
- Generelt ser de konverterbare dyre ud pt. (se nederste graf), og de ligger også fortsat dyrt til EU financials.

## 30Y Callables: OAS Swap



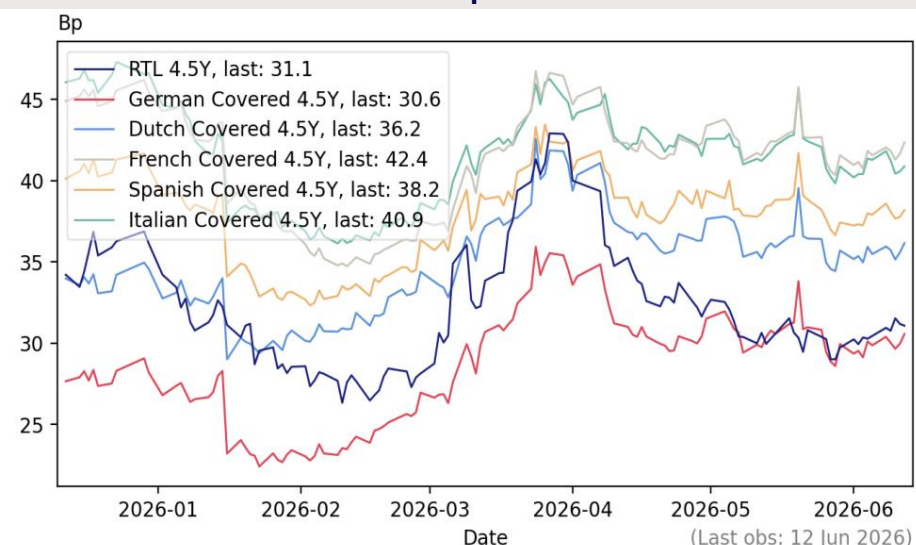
## NYK 4'56: OAS vs Price



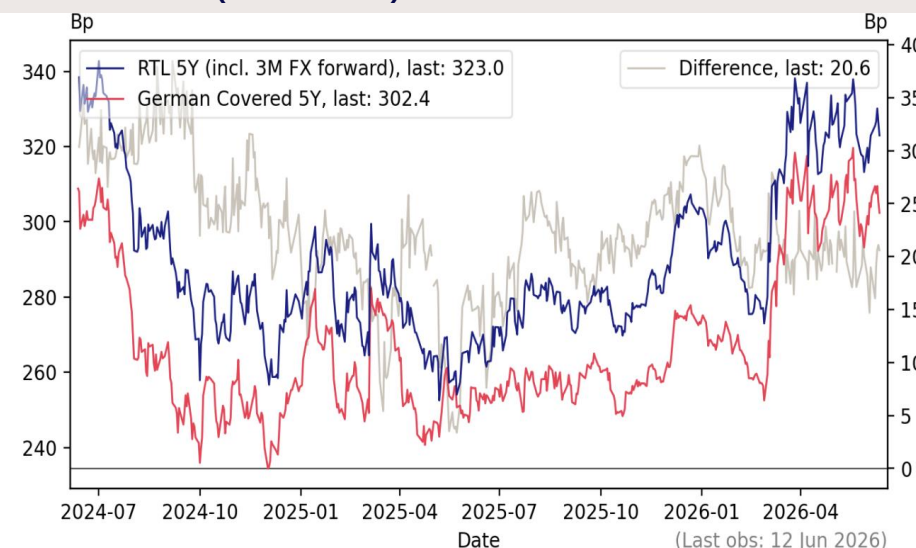
# Dyre RTL'er

- I lighed med de konverterbare, ser vi ikke et performance potentiale i RTL'erne, som følge af krigens afslutning.
- De ligger fortsat dyrt relativt til Europæiske Covered bonds, både målt på swap og statsspænd.
- Vi foretrækker derfor også stadig tyske covered bonds over danske RTL'er.
- Det der kan tale for, at RTL'erne kan holde niveau er likviditetsrigeligheden, som ikke ser ud til at aftage foreløbigt.
- Der er således stadig ca. samme pickup i RTL'erne mod tyske covered bonds, hvis valutarisikoen håndteres vha. 3M fx fwds.
- Vi tænker, at det i høj grad også er høje outright renter, som har drevet RTL'erne dyre.
- Det forekommer sandsynligt, at de skal lidt ned igen, som følge af fredsftalen, og det kan lægge pres på RTL-spændene.

### RTL and EUR covered bonds: Spread to DGB/DBR



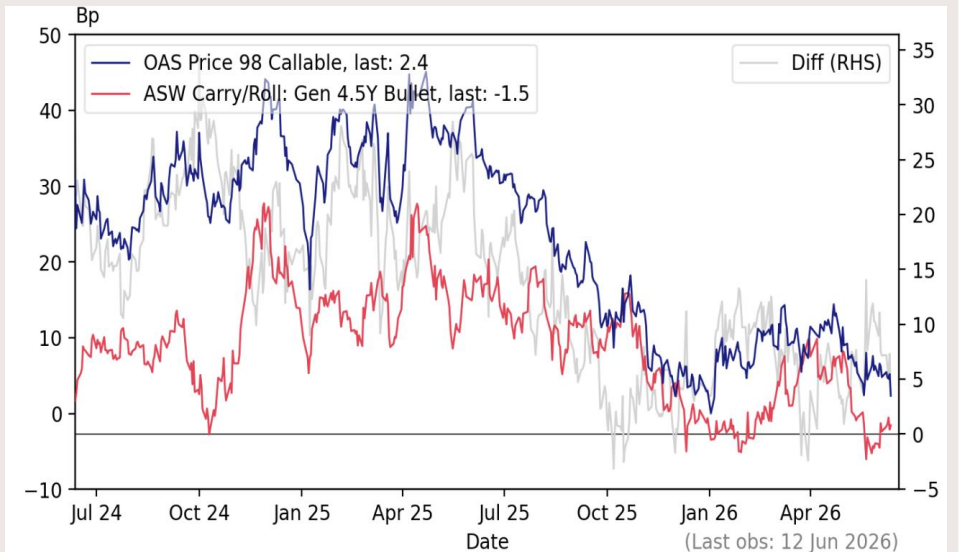
### Yields on RTL (3M FX fwd) vs German covered: 5Y



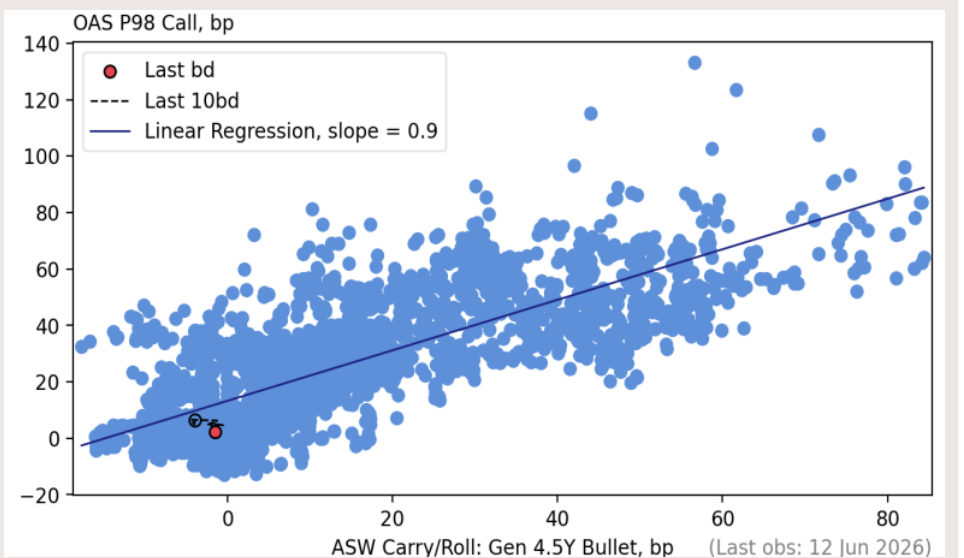
# Konverterbare vs. RTL

- Prisningen af RTL og konverterbare er p.t. nogenlunde afstemt, men det skyldes overvejende, at begge dele ser dyre ud.
- Konverterbare ligger måske en anelse dyrt til RTL'erne, men såfremt RTL'erne kan holde det aktuelle niveau, er det svært at se store spændviddelser i de konverterbare.
- Til gengæld forventer vi kursperformance i de konverterbare i denne uge som følge af faldende vol.
- Det taler for at købe de konverterbare frem for RTL'erne.
- Har man mulighed for at replikere vol performance potentialet i konverterbare vha. swapoverlays, som vi har skrevet om før, vil vi foretrække RTL'erne.

OAS Price 98 Callable vs. Gen 5Y Bullet (Start 12 Jun 24)



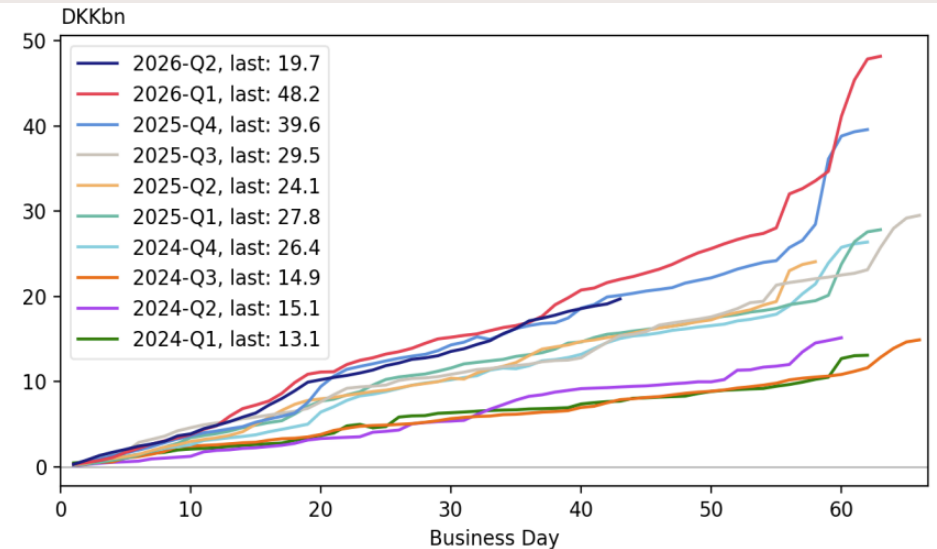
OAS Price 98 Callable vs. Gen 5Y Bullet (Start 01 Jan 14)



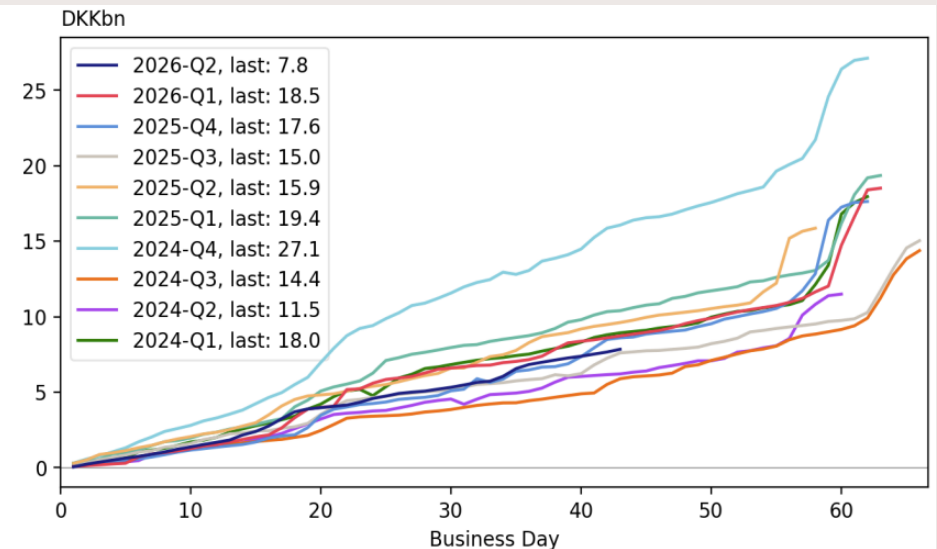
# Lidt lavere RTL5-udstedelse, men stadig rigeligt!

- Udstedelsen domineres fortsat af RTL'er, primært drevet af RTL5-udstedelsen.
- Det til trods for, at RTL5 udstedelsen, som forventet, er faldet i Q2 (læs evt. også [her](#)).
- Faldet har dog indtil videre kun bragt udstedelsen på niveau med Q4'25.
- Fortsætter RTL5-udstedelsen i samme tempo herfra, og får vi ret i vores forventninger til ultimoudstedelsen, vil udstedelsen af RTL5 i Q2 lande på omkring 34-36 mia kr.
  - Vi forventer ultimo på 7-9 mia. kr. i RTL, med over halvdelen i RTL5,
- Det er et pænt fald fra de 48 mia. kr. vi fik i Q1'26, men kun en smule lavere end Q1'25, hvor der kom knap 40 mia. i RTL5.
- Faldet i RTL5-udstedelsen i dette kvartal har indtil videre været mindre end vi umiddelbart forventede.
- Vi tænker, at det skyldes, at flere låntagere har ønsket af binde renten på deres lån i en længere periode, som følge af krigen i Mellemøsten.
- Vi har således set, at RTL3-udstedelsen har taget endnu et dyk (se nederste figur).

RTL | 5Y: Issuance Net of Refi Auctions (CIRMIL)



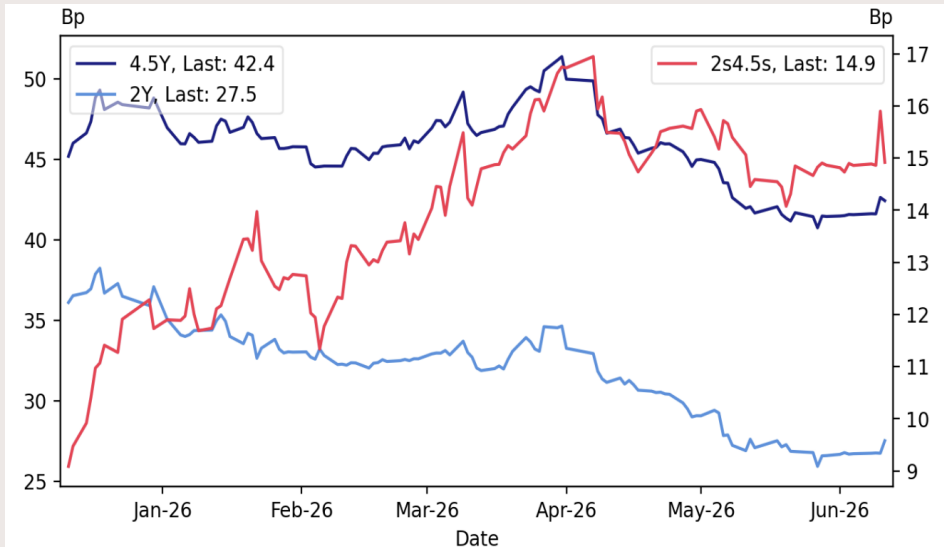
RTL | 3Y: Issuance Net of Refi Auctions (CIRMIL)



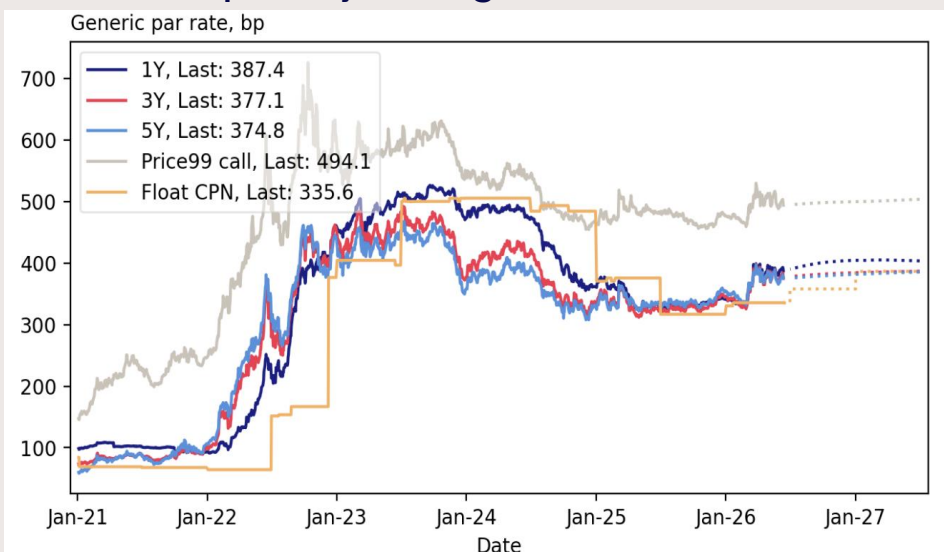
# Stejl RTL-DESTR spændkurve

- RTL3 har efterhånden længe set dyre ud relativt til længere RTL'er, og vi har forventet at RTL-DESTR spændkurven skulle flade.
- I stedet har RTL-DESTR spændkurven kun stejlet yderligere op, selvom den er fladet en smule igen siden starten af April.
- Sammensætningen af den løbende RTL-udstedelse har formentlig været medvirkende til at fastholde en stejl RTL-DESTR spændkurve.
- Trods weekendens fredsaf tale, tænker vi der skal mere varig ro på de finansielle markeder og ECB skal begynde at sænke renterne igen før, at låntager for alvor begynder at kigge mod RTL3 igen.
- Det taler for at hældningen på RTL-DESTR spændkurven ikke skal flade inden for den nærmeste fremtid, som vi ellers havde forventet da vi stod i starten af året.
- Selvom vi ikke tror på spændudvidelser i RTL3 mod RTL5, så tror vi, at der er større sandsynlighed for at hele RTL-kurven skal parallel forskydes ud i spænd end det modsatte.

Bullets: Spread to DESTR



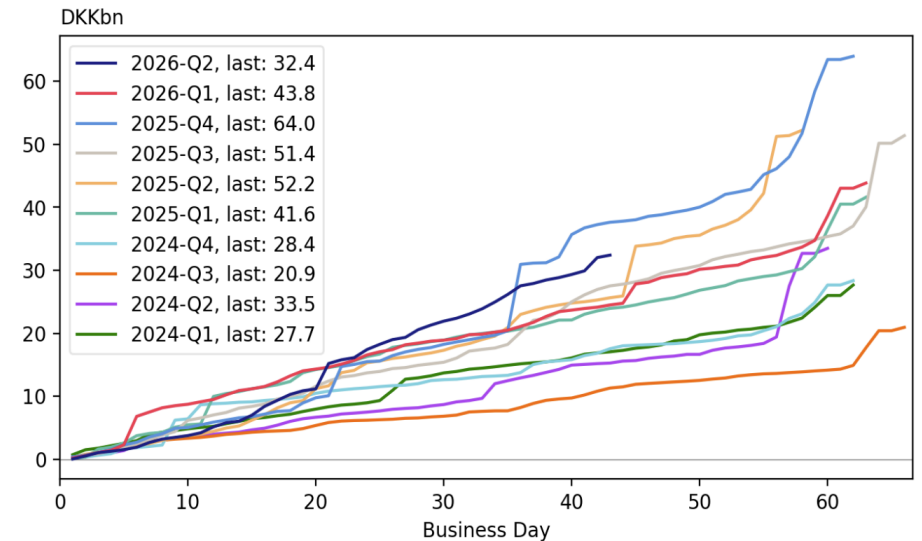
Yields and coupons adj. for margins etc.



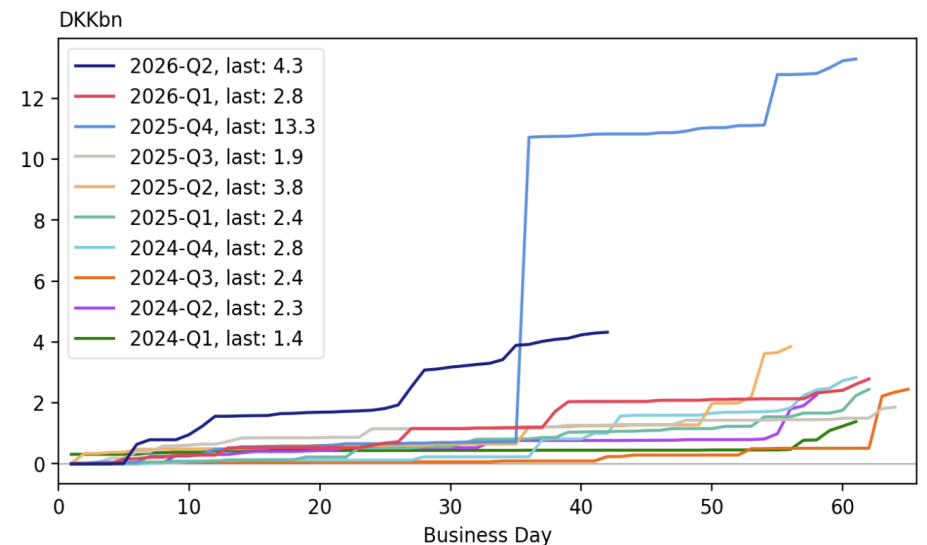
# Godt gang i Jyske Frihed?

- FRN-udstedelsen er taget til igen i Q2, primært drevet af større udstedelse af CIBOR3M FRN, selvom udstedelsen af CIBOR6M og CITA 6M FRN også ligger højere end sidste kvartal.
- I relation til udstedere er især JRK kommet med flere FRN i dette kvartal, se nederste graf (Bemærk: Q4'25 bærer præg af de 10 mia. kr. JRK kom med i deres nye CITA 12M FRN)
- Men også NYK og RD's FRN udstedelse ligger en anelse højere end i Q1.
- For JRK kommer den højere FRN-udstedelse på bekostning af en lavere RTL-udstedelse.
- Selvom NYK og RDs RTL-udstedelse også ligger lavere end i Q1, er det ikke tilsvarende tydeligt, at det matcher 1-1 med et skift over i FRN-udstedelse.
- Det tyder på at, JRK har haft god succes med deres nye produkt Jyske Frihed, som netop finansieres med CIBOR 3M FRN.

FRN: Iss. Net of Refi Auctions (CIRMIL)



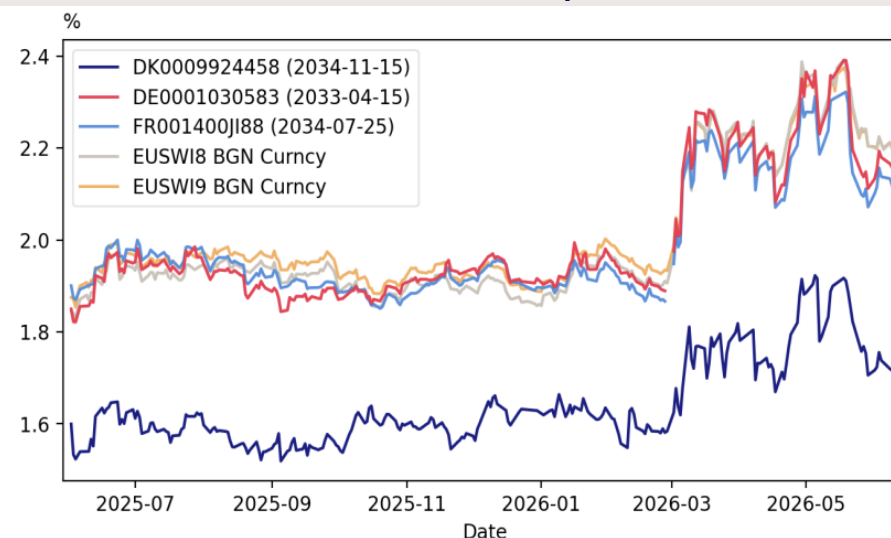
BOLIGX | JRK: Iss. Net of Refi Auctions (CIRMIL)



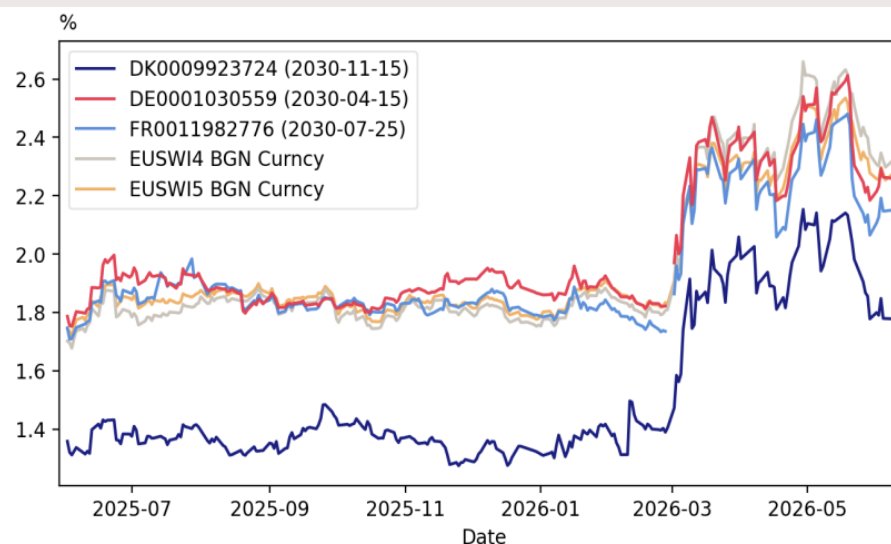
# DGB: Linkers

- Break even inflation har haft pil nedad på det seneste – og må forventes at falde yderligere på ryggen af fredsftalen
- Break even inflationen på DGBi'34 nærmer sig niveauet fra før marts
  - Dermed forekommer BEI på DGBi'34 nu (ekstra) lav ift. udviklingen i BEI på europæiske inflationsindekserede swaps og statsobligationer, som fortsat er pænt forhøjet (se øverste figur)
  - BEI på DGBi'30 er også fortsat forhøjet (sammenlignet med før krigen) og BEI på DGBi'30 har i højere grad fulgt udviklingen i BEI på Europæiske inflationsindekserede swaps og statsobligationer (se nederste figur)
- DGBi'34 er naturligvis mere eksponeret end DGBi'30 for inflationseffekten af en kommende halvering af momsen på fødevarer samt afskaffelse af momsen på frugt og grønt, som vurderes at være knap 1 procentpoint
  - En reduktion af momsen forventes dog tidligst at kunne ske fra 2028.
  - Det vil dermed kunne falde sammen med, at den midlertidige nedsættelse af elafgiften bortfalder (den nye regering har ikke afsat penge til en forlængelse).
  - I det inflationseffekten af reduktionen af momsen og elafgiften umiddelbart er af samme størrelsesorden, kan bundlinjen blive, at DGBi'34 ikke ender med at blive ramt hårdere af politiske tiltag.
- Vi åbner en anbefaling af DGBi'34 mod DGBi'30 (som en "boks" mod tilsvarende nominelle stater) i forholdet 1:1.8

BEI(sa): DGBi'34 vs. IL Bonds and Swaps



BEI(sa): DGBi'30 vs. IL Bonds and Swaps



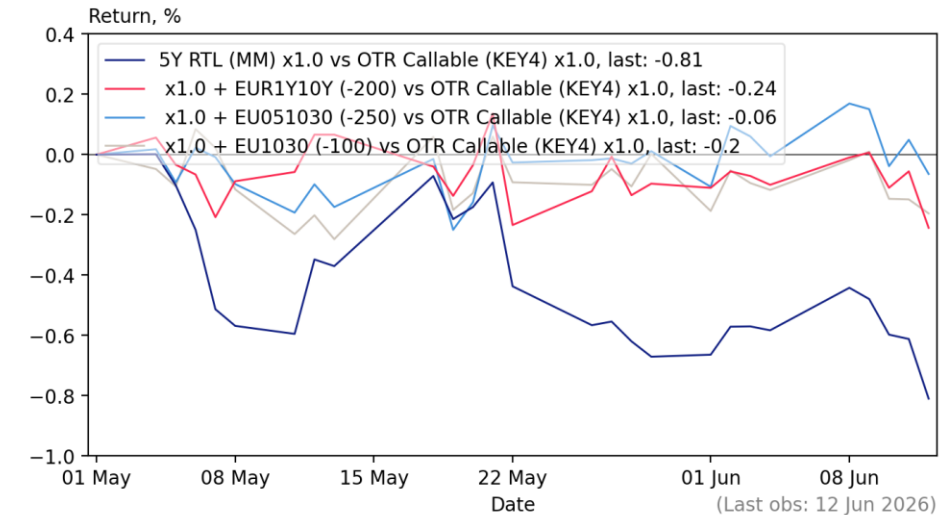
# Anbefalinger

- Vi lukker vores outlook anbefaling af RTL3 vs RTL5 ude af pengene, da vi ikke tror på, at RTL-DESTR spændkurven skal flade foreløbigt (se også side 6)
- Vi lukker også vores anbefaling af RTL5 vs. RTL1, som har kostet os handelsomkostninger, men derudover er gået sidelæns.
  - Vi åbnede anbefalingen pba. vores forventninger til at RTL-DESTR spændkurven skulle flade samt udsigt til mindre likviditet omkring starten af april.
  - Da vi ikke længere kan se RTL-DESTR spændkurven skal flade i den nærmeste fremtid, og der er rigeligt likviditet både nu og i de kommende måneder, lukker vi anbefalingen med tab.
- Vi fastholder vores øvrige anbefalinger.
- Vores anbefaling af 4.5Y tyske covered bonds over 4.5Y RTL (vs ESTR via basisswap) er indtil videre gået sidelæns, men vi ser fortsat mere værdi i de tyske covereds.
- Vi åbner en anbefaling af DGBi'34 vs DGBi'30 (se foregående side)

## 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	0.07	0.75
2026-06-01	RD 4'56IO vs NYK 4'56IO	-0.01	-0.06

## 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	0.01
2025-11-27	CIBOR 6M vs CIBOR 3M FRN	0.01	0.09
2026-01-12	RTL5 vs. RTL3	0.01	-0.07
2026-01-15	NYK 4'56 vs RD 5'56 + JRK 1.5'53 IO	0.16	-0.13
2026-01-26	4'56 vs RTL5	0.19	0.52

# 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