

4'56 meget snak, færre tilbagekøb

Hvor meget tilbagekøb, skal der komme i 4'56?

28. september 2026 10:00

Markedsføringsmateriale

Chefanalytiker Jacob Skinhøj, jsi@nykredit.dk, 44 55 11 27
 Chefanalytiker Peter Bache, pbac@nykredit.dk, 44 55 13 63
 Analytiker Veronica Bergstrøm, vbm@nykredit.dk, 44 55 13 63

- 4'56'erne er gået fra udstedelsespapir til tilbagekøbspapir, og handler nu i kurs 95, det har startet tilbagekøbsdiskussionen
- Det bliver næppe en gentagelse af 2022, hvor låntager havde mulighed for at opnå store restgælds- og ydelsesreduktioner
- Vi forventer moderat tilbagekøb, primært drevet af bolighandel, og tror effekten på OAS bliver mindre.

4'56'erne er faldet i kurs og låntager kan nu få en restgældsreduktion på ca. 5% ved at tilbagekøbe deres 4'56 og tage et F-kort eller F3 i stedet. Ydelsesreduktionen ved at lave denne manøvre, er dog omtrent uforandret for det tidspunkt, låntager tog lånet. Til sammenligning steg ydelsesreduktionen i 2022 med op mod 800 kr. Skal vi have store tilbagekøb i 4'56, skal vi for det første have yderligere kursfald og for det andet skal det ske på en måde, hvor det ikke medfører væsentlige stigninger i omkostningerne på refinansieringsalternativet (F-kort/F3). For nu tror vi, at tilbagekøbet primært vil drives af almindelig bolighandel og lande omkring 6-10% årligt. I så fald forventer vi, at det primært vil kunne understøtte OAS på 4'56 snarere end drive OAS-performance.

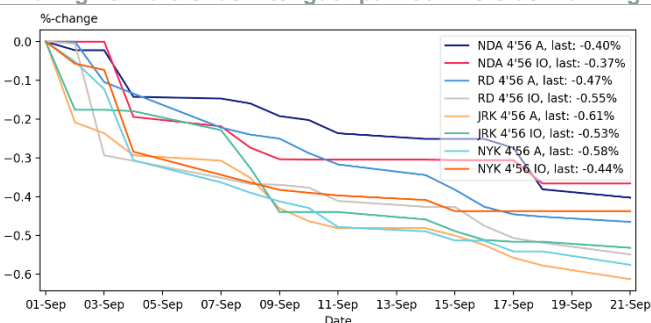
Store tilbagekøb i 2022 allerede ved kurs 90



Viser kursniveau og tilbagekøb for NYK 1'50.

Kilde: Nykredit Markets

Ændring i cirkulerende mængder på 4'56 A/IO siden lukning



Viser den dekomponerede udstedelse af konverterbare.

Kilde: Nykredit Markets

Skal vi have store tilbagekøb nu?

Tilbage i 2022, hvor vi også så kraftige stigninger i renter og vol, gav det anledning til meget store tilbagekøb i de konverterbare. Allerede da kursen på 1%-konverterbare faldt til 90, og låntager kunne skære bare 10% af restgælden, steg det daglige tilbagekøb til over 2 mia. kr. Tilsvarende bølger sås igen ved kurs 80, 75 etc. (se øverste graf til højre). Spørgsmålet er om der er udsigt til et tilsvarende tilbagekøb nu? Det korte svar er nej. 4'56'erne ligger omkring kurs 95, og potentialet for en restgældsreduktion er (endnu) begrænset. Men selv hvis 4'56'erne kommer længere ned i kurs, tror vi ikke, at det vil igangsætte et tilbagekøb i stil med det, vi så i 2022.

Tilbagekøb indtil videre

4'56 er gået fra at være udstedelsespapir til tilbagekøbspapir. Så i det omfang låntagere skal indfri i forbindelse med boligsalg, vil det optræde som tilbagekøb, i modsætning til før lukningen, hvor institutterne kunne modregne det i den løbende udstedelse. Nederste figur på denne side viser ændringen i cirkulerende mængde på hhv. NYK, RD, NDA og JRK's 4'56 A/IO siden de lukkede for udstedelse 1. september. Alle serier er blevet nedskrevet med mellem 0,4% og 0,61% siden lukningen. Annualiseret vil det svare til et årligt tilbagekøb på omkring 6,7%-10%, svarende til samme tilbagekøb, der gjorde sig gældende i 4'53, det første år efter de lukkede for udstedelse.

Situationen i 2022 var en anden

Selv hvis 4'56'erne falder yderligere i kurs herfra er det ikke ensbetydende med, at vi vil få tilbagekøb i samme stil som i 2022. For det første var den udestående mængde af konverterbare på daværende tidspunkt væsentligt større end den var i dag, da mange låntagere havde valgt at låse renten på deres lån i 30 år på de historisk lave renteniveauer. Dermed var der flere låntagere, som havde mulighed for at reducere deres restgæld, end hvad der er tilfældet i dag.

For det andet, var tilbagekøbet i 2022 ikke kun drevet af muligheden for en restgældsreduktion, men også af muligheden for en ydelsesreduktion. Grafen øverst til højre viser den umiddelbare ydelsesbesparelse (efter skat) ved at tilbagekøbe et fastforrentet 1% lån på 1 mio. kr. for at skifte til enten F3 eller F-kort. I midten af 2021 var besparelsen ved at vælge F3 eller F-kort frem for fast rente omkring 1-200 kr. Dette steg i løbet af 2022 til op i mod 1000 kr. som følge af at kursen på 1'50 faldt, og muliggjorde restgældsreduktion, mens særligt FRN-kuponerne ikke steg væsentligt – heller ikke i forbindelse med kuponfixingen medio 2022 – og refinansieringsalternativet forblev dermed attraktivt (vurderet på den umiddelbare ydelse).

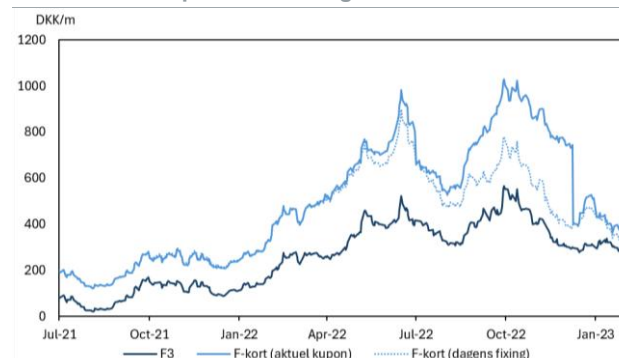
Indtil videre er det kursfald, vi har set for 4'56, ikke sket på en måde, som har øget ydelsesbesparelsen nævneværdigt sammenlignet med lånetidspunktet, for en låntager der tog et 4'56-lån i august 2025. Hvis en låntager, der tog et 4'56 lån i august 2025, tilbagekøber deres 4'56 i dag for at tage F-kort vil de få samme ydelsesreduktion, som de ville have opnået ved at tage et F-kort i første omgang, såfremt ydelsesreduktionen beregnes pba. dagens fixing (den stiplede lyseblå kurve) og ikke seneste kuponfixing fra før rentestigningerne (den fuldt optrukne kurve). Ydelsesbesparelsen ved at erstatte sin 4'56 med F3 er endda faldet sammenlignet med august 2025.

Låntagere, der har taget en 4'56 i første omgang, kan for os at se enten have valgt det, fordi de har en præference for fast rente – i hvilket tilfælde vi tvivler på, at de vil lave en skrå konvertering nu – eller fordi, det er den låntype de kunne blive kreditgodkendt til. I det omfang, det er et spørgsmål om kreditgodkendelse, kan vi godt forestille os, at der kan være en tilbøjelighed til at tilbagekøbe, hvis man i dag kan blive kreditgodkendt til et FRN-lån, som følge af større friværdi. Tager man eksempelvis en låntager, som havde LTV på 80% ved optagelsen af sit lån, så vil 25% værdistigning i deres bolig, have bragt deres LTV ned til 64%. I så fald vil en restgældsreduktion på 6-7% være tilstrækkeligt til at bringe dem under LTV 60%, hvilket vil kunne åbne for kreditgodkendelse til mere risikable låntyper, såsom FRN-lån. Denne situation vil formentlig primært være relevant for låntagere i hovedstadsområdet. Det vil derfor stadig ikke være tilstrækkeligt mange låntager til at skabe tilbagekøb i samme skala som i 2022.

Hvad skal der til

Hvis vi skal se tilbagekøb i 4'56 i en større skala, skal 4'56 for det første falde yderligere i kurs herfra. Dertil skal kursfaldet ske på en måde, som ikke medfører, at omkostningen på refinansieringsalternativet stiger væsentligt. Kursfaldet vil således skulle ske som følge af stigende vol, højere OAS og højere lange renter, uden de korte følger med. For nu vurderer vi, at det mest sandsynlige er at tilbagekøbet fortsætter i samme tempo som nu, svarende til 6-10% om året. I det tilfælde vurderer vi, at tilbagekøbet højst kan give et par bp OAS performance, i de perioder, hvor det er størst. Det er dog vores forventning at tilbagekøbet primært vil være en understøttende faktor for OAS'et på 4'56'erne. Stiger tilbagekøbet markant, kan det dog hurtigt give anledning til større OAS-performance – såfremt 2022 anvendes som benchmark op mod 10bp – men vi har svært at se tilbagekøbet skal nå højder tilsvarende 2022.

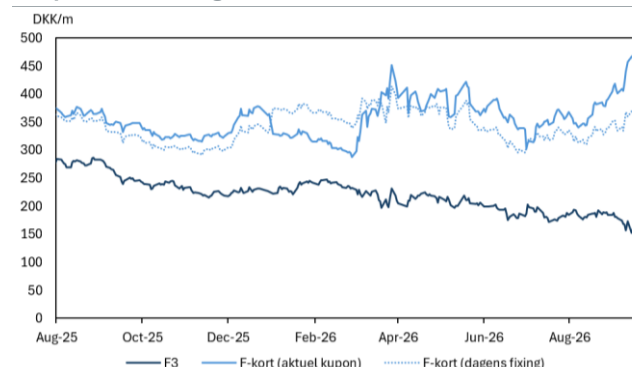
Umiddelbar besparelse ved at gå fra 1'50 til FRN/RTL



Viser den månedlige ydelsesbesparelse (efter skat) ved at skifte et lån på 1 mio. kr. i 1'50 A ud med et FRN/F3-lån (via tilbagekøb af 1'50 A). Der er taget udgangspunkt i et lån med afdrag.

Kilde: Nykredit Markets

Besparelse ved at gå fra 4'56 til FRN/RTL



Viser den månedlige ydelsesbesparelse (efter skat) ved at skifte et lån på 1 mio. kr. i 4'56 A ud med et FRN/F3-lån (via tilbagekøb af 4'56 A). Der er taget udgangspunkt i et lån med afdrag.

Kilde: Nykredit Markets

Omkostning på de forskellige låntyper inkl. bidrag etc.



Den grønne linje marker omkostning på et FRN-lån givet dagens fixing.

Kilde: 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 investeringsservices 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 økonometriske 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%
Salg	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 kriserammede 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