Historien om A vs. IO

Konverteringer, udenlandsk frasalg og tilbagekøb

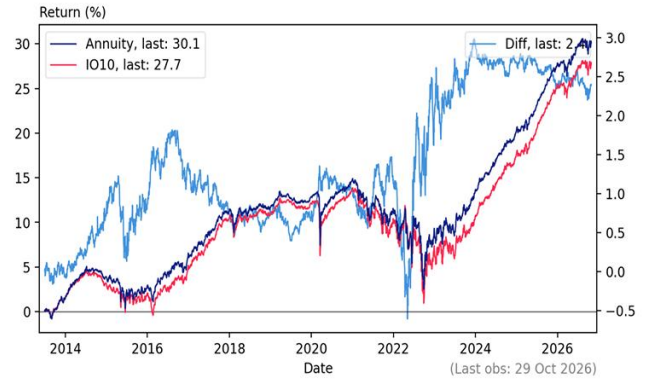
4. november 2026 08:32 Markedsføringsmateriale

Chefanalytiker Peter Bache, pbac@nykredit.dk, 44 55 13 63

- Konverteringer har ikke været en primær driver for det relative afkast på A- og IO10-obligationer siden 2014
- Udlandets frasalg ramte (bestemte) IO10-obligationer hårdt i 2022
- IO10-obligationerne fik omvendt medvind fra mertilbagekøb i 2022 – men afgørende at denne effekt realiseres mens den er der!

Som et input til diskussionen af prisfastsættelsen af nye obligationsserier genbesøger vi i denne analyse det historiske afkast på 30-årige A- og IO10-obligationer. Centrale pointer fra en tidligere analyse fra 2024 – navnlig betydningen af at realisere mertilbagekøbs-effekten i IO10-obligationerne mens den er der – står stadig. Nærmere undersøgelse af det afgørende år 2022 peger dog også på, at udlandets ageren har haft lige så stor betydning som låntagers. Skal man acceptere et lavere OAS på IO10-obligationer, skal man enten tro på, at man kan ligge og høste den højere carry – eller at man vil komme til at kunne realisere en mertilbagekøbsgevinst!

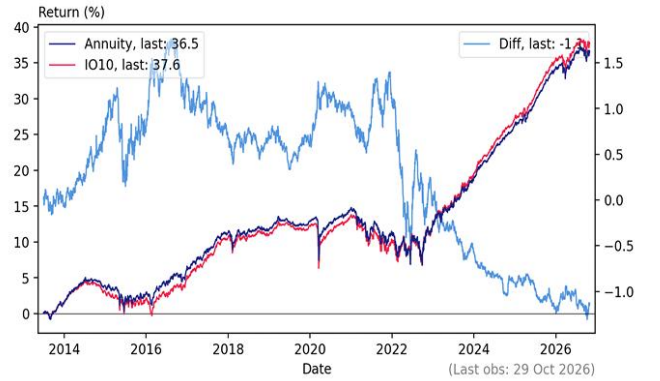
Swaphedget afkast på 30Y A- og IO10-porteføljer



Viser swaphedget afkast på "tvillingeporteføljer" af A- og IO10-obligationer. Konstruktionen af porteføljerne er beskrevet nærmere nedenfor.

Kilde: Nykredit Markets

Swaphedget afkast: 30Y A- og IO10-porteføljer (kurs > 90)



Jf. note ovenfor. Her er afkastet vist med en minimumskurs på 90.

Kilde: Nykredit Markets

A eller IO10: Hvad siger historikken?

De nye 59-serier puster nyt liv i diskussionen om, hvordan A- og IO10-obligationerne skal prises relativt. Flere forhold spiller ind i denne diskussion, og som ét input genbesøger vi i denne analyse det historiske afkast på A- og IO10-obligationer.

Hovedpointerne fra analysen er:

- IO10'erne har højere carry end annuiteterne – også efter (model)varighedsforskellen er hedget. Det afspejler dog til dels, at IO10'erne også (i modellen) har mere negativ konveksitet og højere vega
- I praksis har annuiteterne dog *umiddelbart* klaret sig bedre end IO10'erne siden 2014. Dette skyldes et merafkast i perioden 2014-2017 samt i 2022 (se øverste figur til venstre)
- Merafkastet på A i 2014-2017 skyldes tilsyneladende, at IO10'erne i praksis ikke havde højere varighed end annuiteterne, som modellen ellers tilsagde. Når der hedges efter modelvarigheden giver dette et tab på IO10 relativt til A, når renterne falder, som de gjorde i 2014-2017. Korrelationen mellem merafkastet på A over IO10 og renterne er blevet mindre siden.
- Merafkastet på annuiteterne i 2022 skyldes i vidt omfang, at IO10'erne blev repriset ift. annuiteterne i forbindelse med et kraftigt udenlandsk frasalg af IO10. Dette ramte navnlig 1'50 IO10 (relativt til 1'50 A), og uden denne serie er merafkastet på A over IO10 i 2022 væsentligt mindre.
- De store tilbagekøbsbølger i 2022 gav (midlertidig) performance i IO10 over A pga. mertilbagekøb i IO10'erne (procentuelt). Sælger man obligationer fra, når de falder under kurs 90 (eller 85), ville denne "mertilbagekøbsgevinst" være blevet realiseret og IO10'erne ville have givet et væsentligt merafkast over annuiteterne i 2022 (se nederste figur til venstre)

Analysen peger således på, at nogle af de vigtigste faktorer for merafkastet på A- over IO10-porteføljen siden 2014 er udlandets ageren samt låntagers tilbagekøb – i begge tilfælde faktorer, der ikke indgår i prisfastsættelsen i realkreditmodellen.

Denne analyse er markedsføringsmateriale og udgør en "ikke-uafhængig analyse" udarbejdet af Fixed Income & Nordic Research i Nykredit Markets. Analysen er ikke en objektiv og uafhængig investeringsanalyse og er derfor ikke underlagt de juridiske krav, som gælder for uafhængige investeringsanalyser. Der gælder derfor heller ikke et handelsforbud inden udbredelsen af analysen.

Hvor tilbagekøbet (i hvert fald midlertidigt) skærmede investor fra den højere spreadrisk, negative konveksitet og vega i IO10-obligationerne, gjorde det udenlandske frasalg det modsatte.

Hvad så herfra?

Ser vi på 56/59-serierne af 30Y A/IO10, er risikoen for et kraftigt udenlandsk frasalg (for os at se) ikke en alvorlig bekymring for IO10'erne. Ganske vist er den udenlandske ejerandel i IO10 generelt op til ca. 10 pp. højere end i annuiteterne for eksempelvis 4'56'ernes vedkommende. Men den udenlandske ejerandel er generelt mindre end den var op til 2022 – og de nuværende udenlandske investorer forventes at være mere stabile end de japanske investorer viste sig at være.

På den anden side ser vi heller ikke den store sandsynlighed for en stor tilbagekøbsbølge – og dermed heller ikke for et betydeligt mertilbagekøb i IO10 relativt til annuiteterne. Det betyder imidlertid ikke, at et mertilbagekøb ikke kan komme IO10 til gode i mindre omfang over tid.

P.t. er den bedste case for IO10 over annuiteter nok en forventning om, at den primære udstedelseskupon for 30Y konverterbare vil være i niveauet 3,5-5% i en rum tid endnu – i hvilket tilfælde IO10'erne kan få lov at realisere deres højere carry.

Resten af denne analyse dykker ned i ovenstående pointer, og er rettet mod den (særligt) interesserede læser.

A vs. IO10: Med friske øjne og swaphedgede afkast!

Nærværende analyse er en opfølgning på en analyse, vi lavede i 2024 i forlængelse af forrige årgangsskift. Her sammenlignede vi det historiske afkast på to "tvillingeporteføljer" bestående af hhv. 30-årige annuiteter og IO10-obligationer (hvor A/IO10 med samme udsteder, kupon og løbetid fik samme vægt i de respektive porteføljer). Vi var i denne analyse nødt til at basere os på outrightafkast, men betragtede dog også det isolerede afkastbidrag fra OAS-komponenten for at få et billede af det relative afkast renset for forskellen i (model)rentefølsomhed.

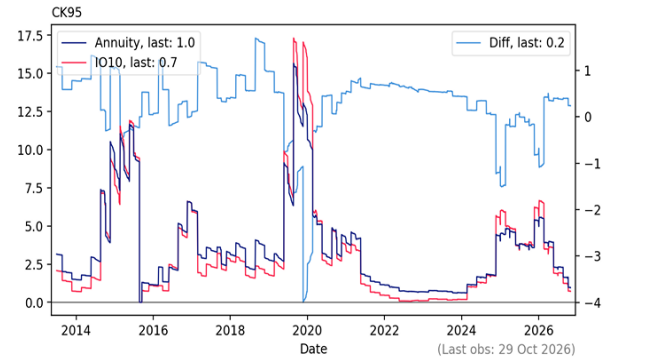
I nærværende analyse har vi baseret sammenligningen af A og IO10 på historiske afkast, hvor deltavektoren er hedget med en kombination af swaps. Derved får vi et billede af forskellen i det totale afkast, når der er "renset" for (model)varighedsforskelle. Derudover har vi naturligvis opdateret analysen med data for de seneste år.

Figuren øverst på første side viser det swaphedgede afkast på de to tvillingeporteføljer samt forskellen på de to serier (højre akse). Umiddelbart springer fire ting i øjnene:

- Afkastet har samlet set været højere på A- end på IO10-porteføljen
- Merafkastet på A-porteføljen opstod primært i 2022
- Der var dog også et vist merafkast på A-porteføljen i starten af perioden, dvs. 2014-2017
- Der var ikke betydeligt merafkast i A-porteføljen i forbindelse med den store konverteringsbølge i 2019/2020

I de følgende afsnit ser vi nærmere på disse punkter.

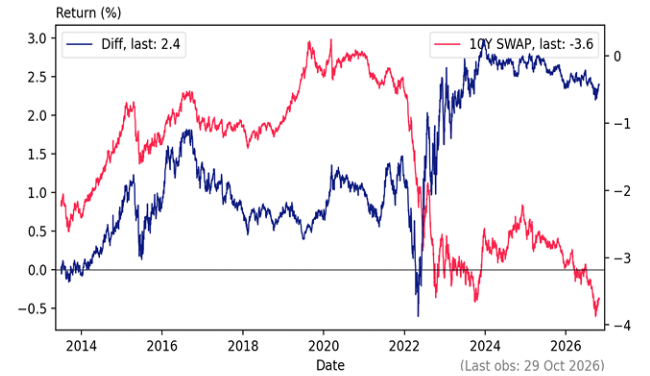
Højere udtræk i IO10-porteføljen i 2019/2020



Viser de vægtede udtræk ved seneste termin for obligationerne i de to porteføljer. En negativ forskel betyder at IO10 trak mere end A ved seneste termin.

Kilde: Nykredit Markets

A- og IO10-porteføljer: Afkastforskel og 10Y swaprente



Se noter ovenfor. Den blå kurve et afkastforskellen på de to porteføljer.

Kilde: Nykredit Markets

Den store konverteringsbølge i 2019/2020

Til oktoberterminen 2019 og januarterminen 2020 var der en historisk stor nedkonverteringsbølge, hvor udtrækkene i IO10-obligationerne generelt var noget højere end i A-obligationerne (se øverste figur på denne side). Denne episode er dog ikke noget, der umiddelbart springer i øjnene som en af de afgørende faktorer for det relative afkast på A- og IO10-porteføljerne over hele perioden.

Dette skyldes givetvis, at den højere konverteringstilbøjelighed i IO10-obligationerne i et vist omfang allerede var priset ind – samt at den generelt lavere kurs på en IO10-obligation sammenlignet med den tilsvarende A-obligation betyder, at den i et vist omfang godt kan trække mere, uden at det resulterer i et lavere afkast. Endelig er det ikke alle obligationerne i de to porteføljer, som påvirkes af udtræk på et givet tidspunkt, da det kun vil være en delmængde, som er over kurs 100.

Merafkast på A-obligationer 2014-2017

Udviklingen i merafkastet på A- over IO10-porteføljen i årene 2014-2017 er i høj grad korreleret med renteudviklingen i disse

år, jf. nederste figur på denne side. Dette skyldes givetvis, at "par" af A- og IO10-obligationer (i hvert fald dag-til-dag) prises med faste eller træge kursspænd, hvorfor varighedsforskellen i praksis er mindre end modellen tilsiger.

Når vi hedger med modelvarigheden, vil en sådan prisdynamik betyde, at vi i praksis har "overhedget" IO10'erne, hvilket leder til et tab relativt til annuiteterne ved rentefald. Det er dog væsentligt, at korrelationen mellem renteændringer og afkastforskellen på A- og IO10-porteføljerne er væsentlig mindre fra 2018 og frem – så tendensen til at IO10 i praksis har "for lav" varighed kan være blevet mindre over tid.

Merafkast på A-porteføljen i 2022?

I øverste figur på første side starter A-porteføljen i 2022 med at tabe til IO10-porteføljen, men genvinder efterfølgende det tabte og mere til – således at der for 2022 som helhed er et pænt merafkast på A-porteføljen. Dette passer umiddelbart intuitivt med, at IO10-obligationerne – ifølge realkreditmodellen – har både højere spændrisiko, mere negativ konveksitet og højere vega end A-obligationerne. Dermed skal de også tabe mere i et år som 2022, hvor både spænd, renter og vol stiger kraftigt.

Der er dog mere til historien end bare forskellen i nøgletal. For det første kan en stor del af merafkastet på A-porteføljen for 2022 som helhed tilskrives et merafkast på 1'50 A over 1'50 IO10. Holder man dette obligationspar uden for porteføljerne, er billedet i 2022 lidt et andet, jf. øverste figur på denne side. I dette tilfælde taber A-porteføljen midlertidigt til IO10-porteføljen under de store tilbagekøbsbølger, hvor tilbagekøbet var procentuelt større i IO10-obligationerne. Denne "tilbagekøbseffekt" på prisningen fordufter dog igen, når tilbagekøbet aftager – og samlet set er der ikke et klart merafkast på den ene portefølje over den anden i 2022.

Hvad er det så med de 1'50'ere? Jo, der var en ganske stor udenlandsk ejerandel i 1'50'erne, og i løbet af 2022 begyndte udlandet at sælge disse fra. Frasalget var særligt stort i IO10-obligationerne, jf. også nederste figur på denne side. I midten af 2022, hvor der samtidig med et tiltagende udenlandsk frasalg af 1'50 IO10 også skete en (midlertidig) opbremsning i tilbagekøbet, skete der en reprisning af 1'50 IO10, som tabte pænt til 1'50 A. På grund af disse seriers størrelse, har denne reprisning stort gennemslag på udviklingen i de to porteføljer.

For det andet vil den omtalte midlertidige tilbagekøbseffekt på den relative prisning af A-obligationer overfor IO10-obligationer få varig effekt på det relative afkast på de to porteføljer, hvis man sælger obligationerne fra, når de når under et vist kursniveau – hvilket i 2022 groft sagt svarer til, at man sælger obligationerne (helt) fra, når tilbagekøbet er der – hvorved tilbagekøbsgevinsten realiseres. Således taber A-porteføljen pænt til IO10-porteføljen igennem 2022, hvis man har en minimumskurs på 90 (billedet ændrer sig ikke væsentligt, hvis der i stedet bruges fx 85), jf. nederste figur på første side.

Højere samlet afkast på A- end på IO10-porteføljen?

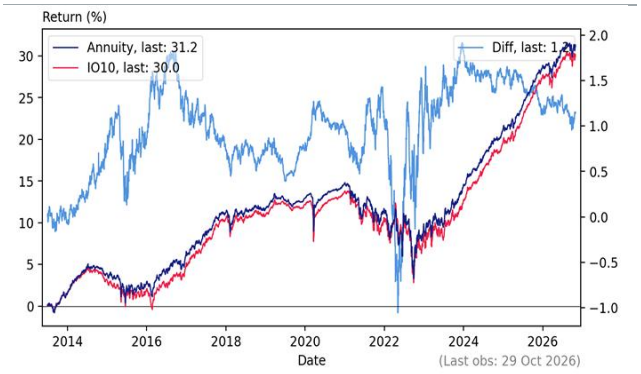
For perioden som helhed bliver spørgsmålet om, hvilken af de to porteføljer, der har klaret sig bedst, således også et spørgsmål om, hvorvidt man realiserer tilbagekøbsgevinsten i IO10'erne i 2022 inden den forsvinder igen. Det kan i øvrigt bemærkes, at en minimumskurs på 90 (eller for den sags skyld 85) også betyder, at man ville have solgt 1'50'erne fra inden den reprisning i midten af 2022, som ellers har markant betydning for det relative afkast.

Old news and new news

Betydningen af om tilbagekøbseffekten realiseres var også en af hovedpointerne i den tidligere analyse omtalt ovenfor – men nærværende analyse bekræfter altså at denne pointe fortsat står, når man betragter totalafkastet efter swaphedge (og ikke kun OAS-komponenten).

Den nærmere undersøgelse af 2022 i nærværende analyse understreger dog, at billedet ikke kun er påvirket af mertilbagekøbet fra IO10-låntagernes side, men i høj grad også af udlandets ageren – og navnlig omfanget af deres frasalg i 1'50 IO.

Ekskl. 1'50 A/IO10



<note>

Kilde: Nykredit Markets

Udenlandsk beholdning: Merfrasalg af 1'50 IO10 i 2022



Viser den udenlandske beholdning af hhv. NYK 1'50 A og IO10.

Kilde: Nykredit Markets og Danmarks Nationalbank

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 market 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%
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.