

Kort realkreditupdate

Uge 36

Jacob Skinhøj

Peter Eibye Bache

Veronica Bergstrøm

Jakob Friis Frand-Madsen

August Maegaard Kristensen

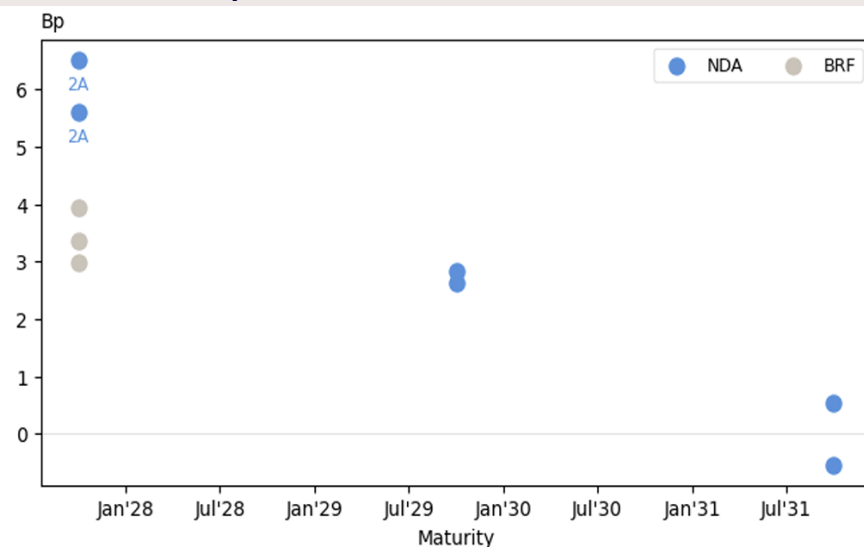
Nykredit



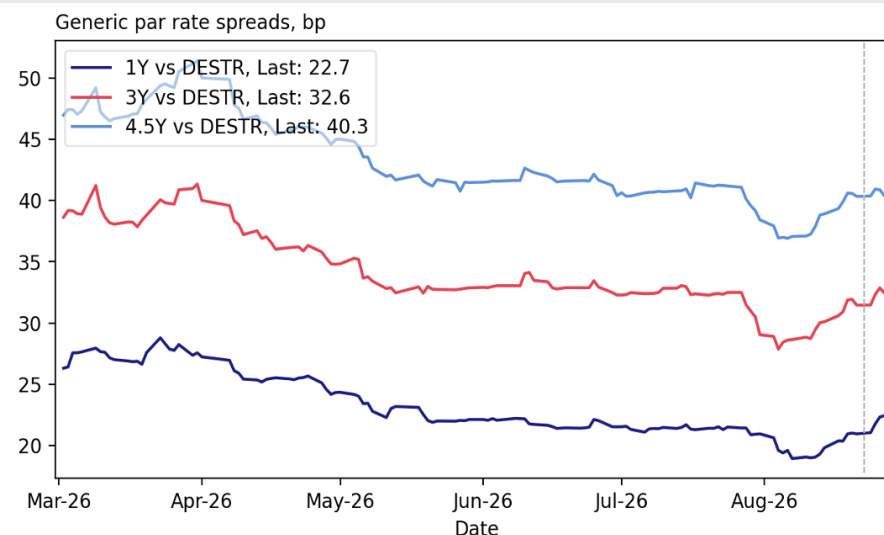
Refinansieringen er bag os!

- Augusts refinanseringsauktioner blev i sidste uge afsluttet med auktionerne over RTL-obligationer
- Vi tillader os at sige, at det gik som forventet, da de et- og treårige RTL-obligationer fra hhv. JRK og NDA gik med 2-4 punkter til den daværende RTL-kurve (se øverste figur)
 - Dette passer med forventningen fra den analyse vi sendte ud forrige fredag, og som påpegede, at udsigten til let likviditetsmodvind til RTL'erne talte for spændudvidelse på 2-5 bp (se [her](#))
- Auktionsresultaterne har delvist sat sig i RTL-kurven, hvor vi også har set de 1-3 årige RTL-obligationer blive rykket ud i spænd til DESTR den sidste uge (se nederste figur siden den stiplede linje).
- De femårige RTL-obligationer har holdt sig bedre, hvilket givetvis hænger sammen med, at disse ikke så helt så dyre ud i form af hedget og funded afkast pr. spreadriskenhed som de kortere RTL-obligationer
 - De femårige kan dog fortsat blive ramt, hvis pickup'et i korte FX-forwards for en EUR-investor (relativt til DESTR-ESTR) reduceres.
 - Hvis vi ikke kommer til at se betydelige interventioner i valutamarkedet fra Nationalbankens side, kan det dog være, at vi skal ind i 2027, før nettostillingen når niveauer, hvor de korte FX-forwards flytter sig afgørende (se også [her](#))

RTL-auktioner: Spænd til daværende RTL-kurve

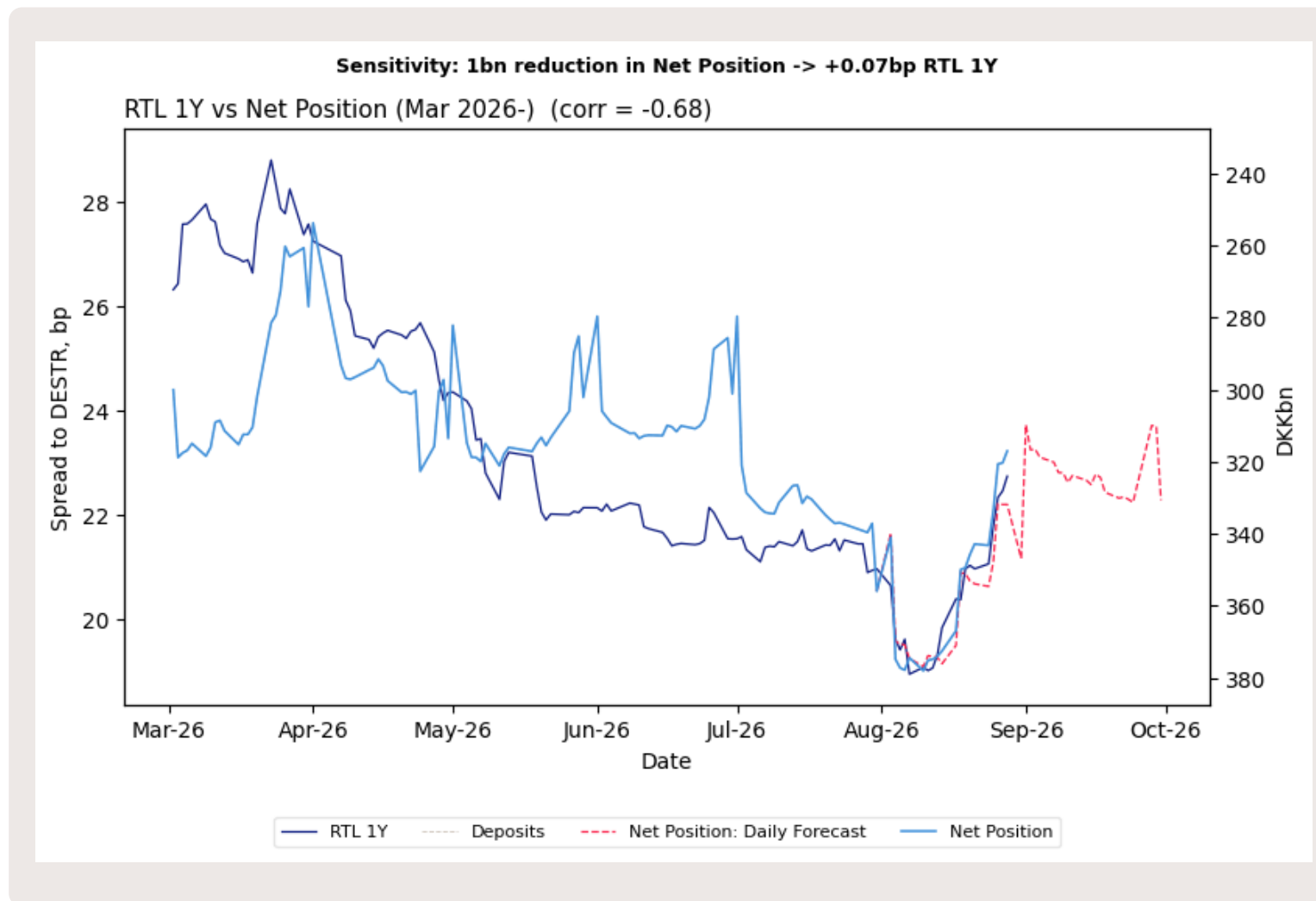


RTL: Spænd til DESTR



Korrelation mellem Nettostilling og RTL

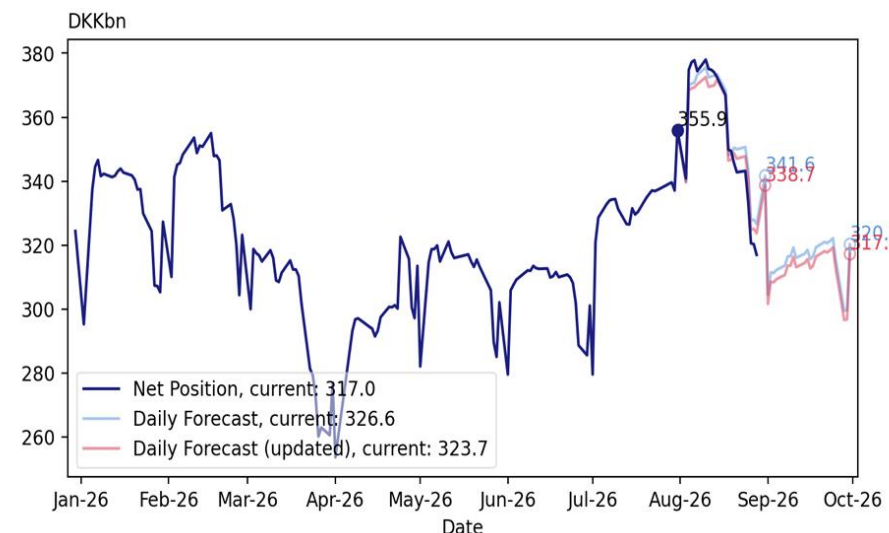
- Korrelationen mellem Nettostilling og spænd til DESTR for 1Y RTL tilsiger at RTL'erne skal tabe knap ét bp til DESTR for hver 10 mia. nettostillingen reduceres.
- Givet at korrelationen opretholdes mangler RTL kun ca. et enkelt bp i yderligere spændudvidelse i denne omgang.



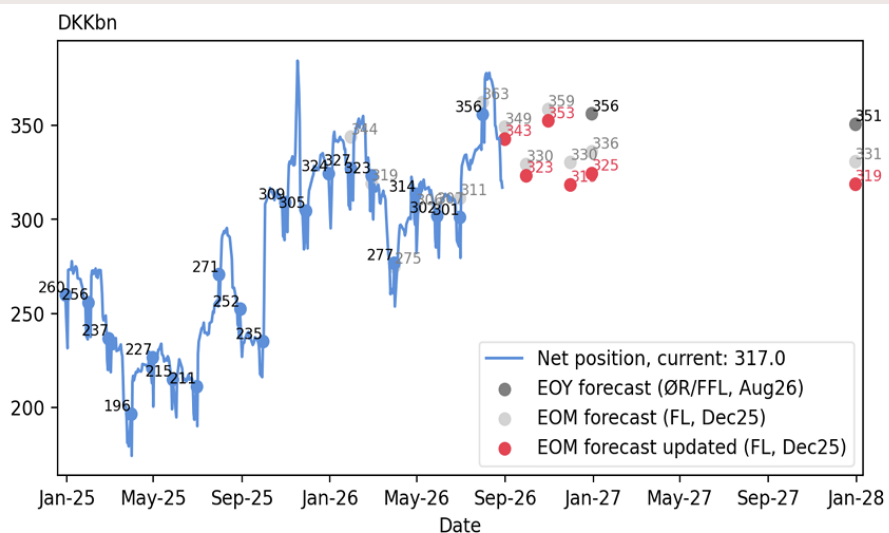
Likviditetsudsigterne

- I sidste uge fik vi nye skøn over statens finansieringsbehov i 2026 og 2027 fra Finansministeriet ifm. augustudgaven af Økonomisk Redegørelse
- Hvis vi starter med 2027, peger det forventede finansieringsbehov for 2027 på, at nettostillingen overordnet set vil gå sidelæns i 2027 – forudsat en uændret målsætning for udstedelse af statsobligationer (65 mia. kr.)
 - Vi må vente lidt endnu på en månedsfordeling af finansieringsbehovet for 2027 fra Nationalbankens side, men det må forventes, at det almindelige sæsonbetingede fald i nettostillingen i første kvartal også næste år vil kunne nå et niveau på 40-60 mia. kr.
- Afhængigt af udgangspunktet for nettostillingen i 2027, vil dette godt kunne presse pickup'et i korte FX-forwards (ift. DEST-ESTR).
- Ser vi på 2026, peger de nye skøn for nettofinansieringsbehovet for 2026 (9 mia. kr.) på, at nettostillingen kommer til at ende 2026 på 350-360 mia. kr.
 - Det nye skøn for nettofinansieringsbehovet i 2026 repræsenterer en beskedne nedjustering af ift. skønnet fra december 2025 (15 mia. kr.)
 - Hvis man lægger den seneste månedsfordelte prognose (fra december 2025) til grund for resten af året – og dermed ikke regner med et betydeligt "catch up" i nettofinansieringsbehovet, som ÅTD er godt 40 mia. kr. lavere end prognosen fra december tilsagde – så står nettostillingen til at ende 2026 på 320-330 mia. kr.
 - De seneste års erfaringer er, at et "catch up" på ingen måde er givet
- Det er ikke uvæsentligt om nettostillingen ender 2026 på 350-360 mia. kr. eller 320-330 mia. kr. og interventioner i valutamarkedet fra Nationalbankens side kan trække yderligere ned.
 - I august er nettostillingen fx faldet omkring 5 mia. kr. mere end forventet, hvilket vi regner med kan tilskrives netop intervention(er) i valutamarkedet.

Nettostilling og dagsfordelt prognose

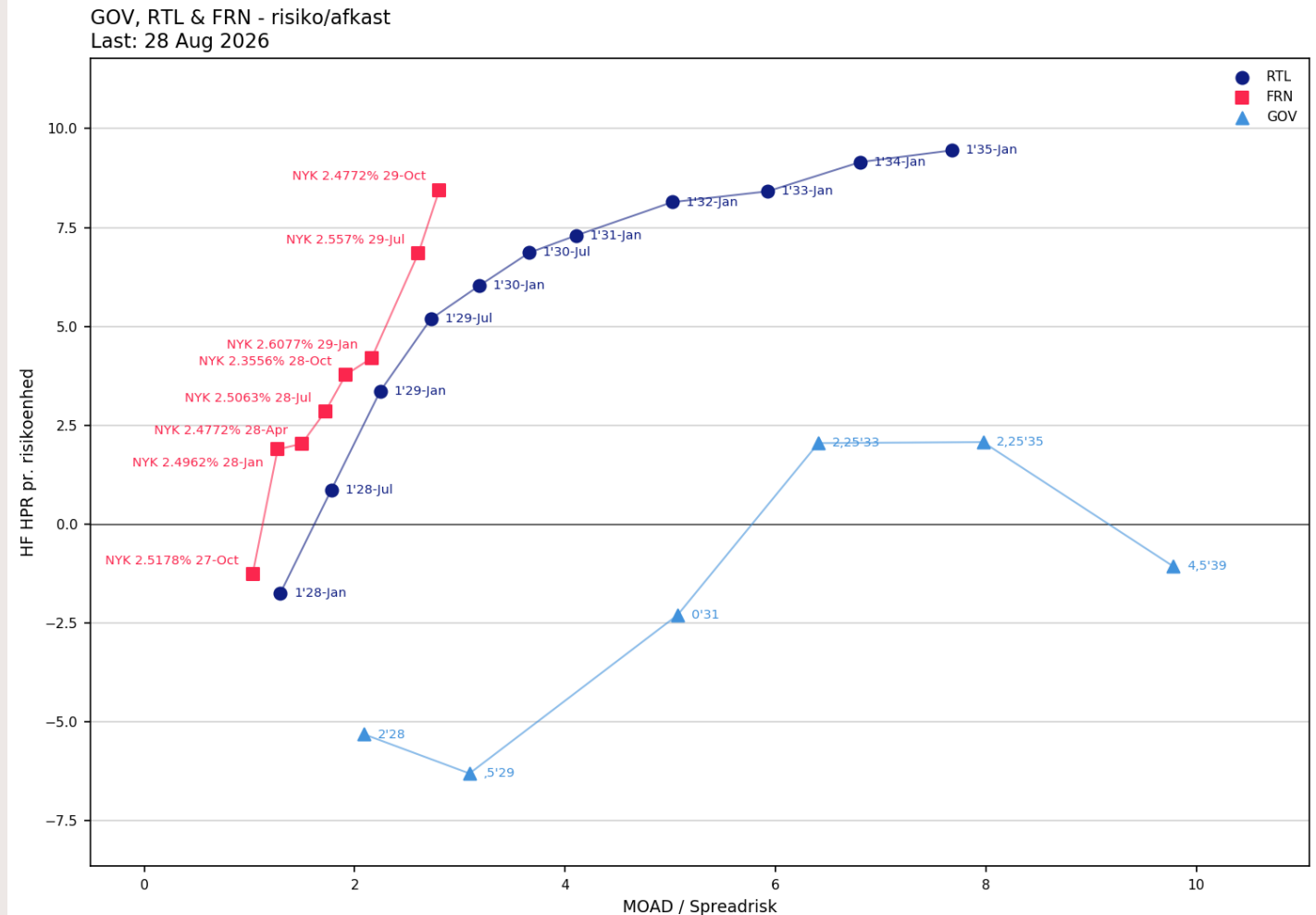


Nettostilling samt prognose for 2026 og 2027



Størst værdi?

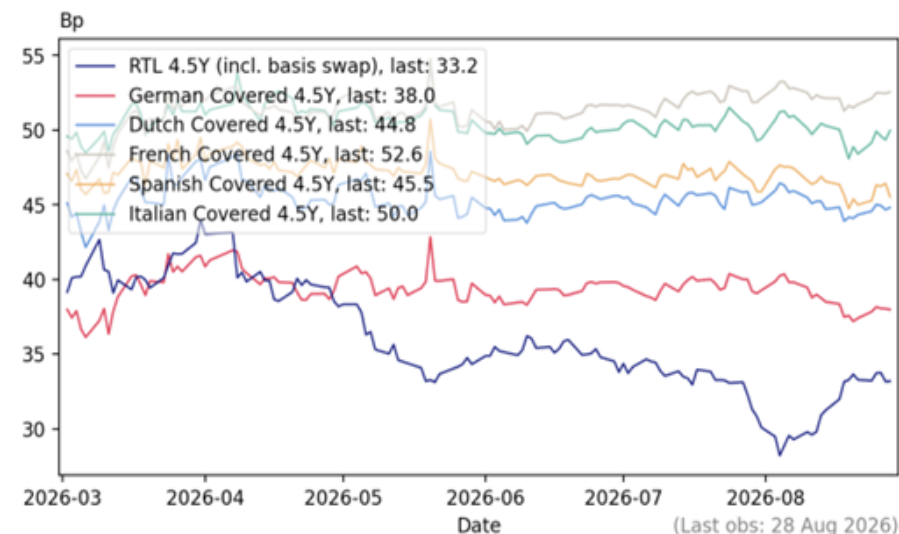
- Figuren viser det hedgede og fundede (HF) afkast for FRN'er, RTL'er og stater korregeret med varigheden.
- I figuren er antaget identisk repo-sats for alle tre obligationstyper.
- Specielt de længste FRN'er tilbyder H&F-investorer et merafkast ift. RTL'er.
- DGB33 og DGB35 er aktuelt de mest attraktive, og det er da også her, udlandet primært viser interesse for DGB'erne.
- Efter spændudvidelser mellem FRN og RTL i løbet af sommeren er spændet generelt kørt ind igen i august.
- Dog har korte FRN'er tabt marginalt til RTL'erne.



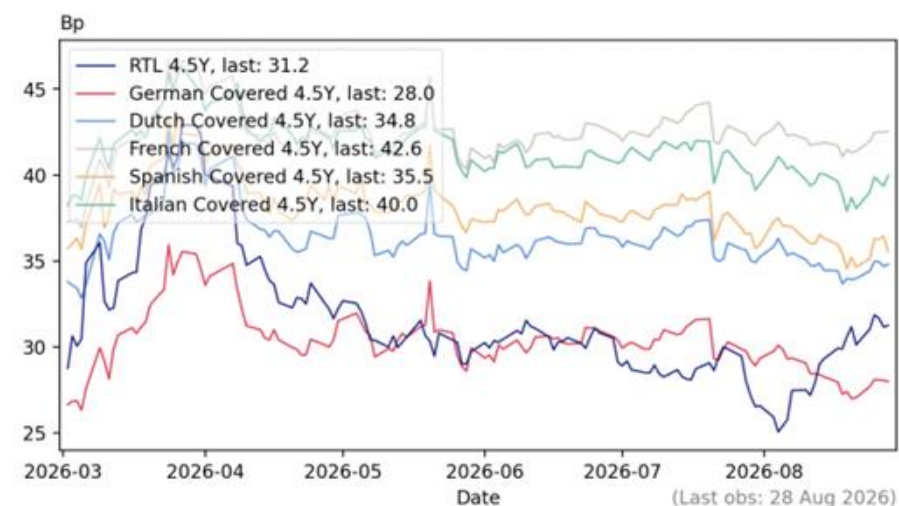
Relativt prisfastsættelse

- For at vurdere den relative prisfastsættelse af RTL sammenligner vi typisk med EUR Covered Bonds.
- Vi ser samtidig på stat-realkreditspændet mellem DBR og covered bondspændene i de forskellige lande.
- Begge figurer viser en tiltagende dyr prisfastsættelse af danske RTL hen over foråret og sommeren, hvor spændene bundede ud ultimo juli.
- Siden da har danske RTL tabt omkring 5 bp relativt til både swap og statsobligationer.
- Dermed er den aktuelle prisfastsættelse nu knap så anstrengt, som den var for en måned siden, dog uden at danske RTL er blevet billige.
- Givet likviditetsudsigterne for resten af 2026 forekommer prisfastsættelsen aktuelt omtrent fair
- Onsdag den 2. september offentliggør Nationalbanken tal for valutareserven og eventuelle interventioner i august. Markedet får dermed større vished om, hvor langt vi befinder os fra en ensidig dansk renteforhøjelse.

RTL and EUR covered bonds: Spread to ESTR



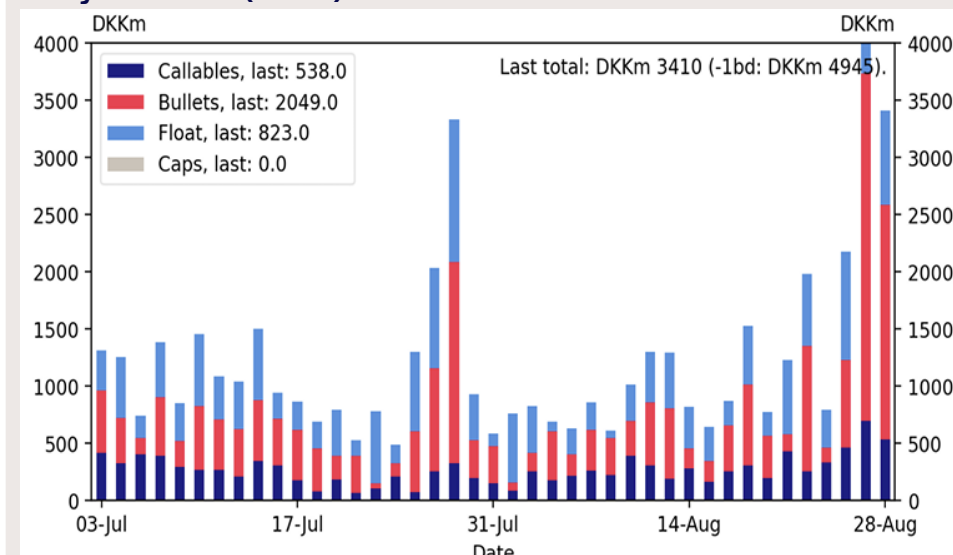
RTL and EUR covered bonds: Spread to DGB/DBR



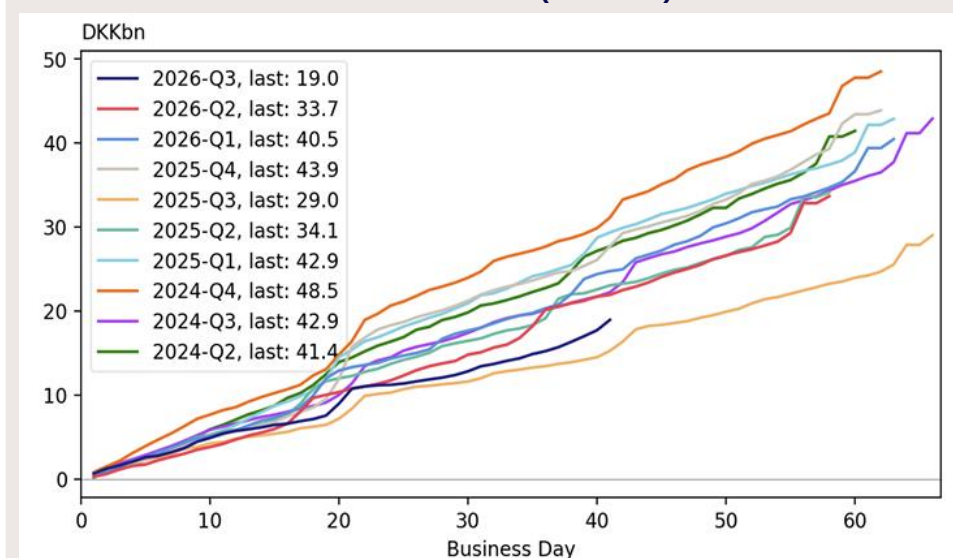
Udstedelsen ved at være retur fra sommerferie?

- Den daglige udstedelse ser ud til at være taget til i løbet af sidste uge.
- RTL-udstedelsen i sidste uge var naturligvis primært drevet af auktionsudbud. Men udstedelsen af både konverterbare og FRN steg noget fra de ellers lave niveauer, vi har set henover sommeren.
- Den daglige udstedelse af konverterbare lå i sidste uge omkring 500 mio. om dagen, oppe fra omkring 1-200 mio. kr.
- Noget af dette skyldes formentlig at sidste uge var ved at være sidste chance for udstedelse i 4'56 (udover i dag, hvor der i så fald skal handles T+0).
- Det forekommer sandsynligt, at den konverterbare udstedelse kan falde lidt igen.
- FRN-udstedelsen steg ligeledes til omkring 800 mio. kr. om dagen, ca. en fordobling fra hvad der har gjort sig gældende henover sommeren.
- Det er ikke vores forventning, at FRN-udstedelsen skal stige væsentligt herfra.
- Vi forventer fortsat at den daglige udstedelse samlet skal ligge omkring 1,5-2 mia. kr. om dagen.
- Vi forventer således RTL-udstedelsen i de kommende uger vil ligge omkring 600-800 mio. kr. om dagen.

Daily issuance (OMX)



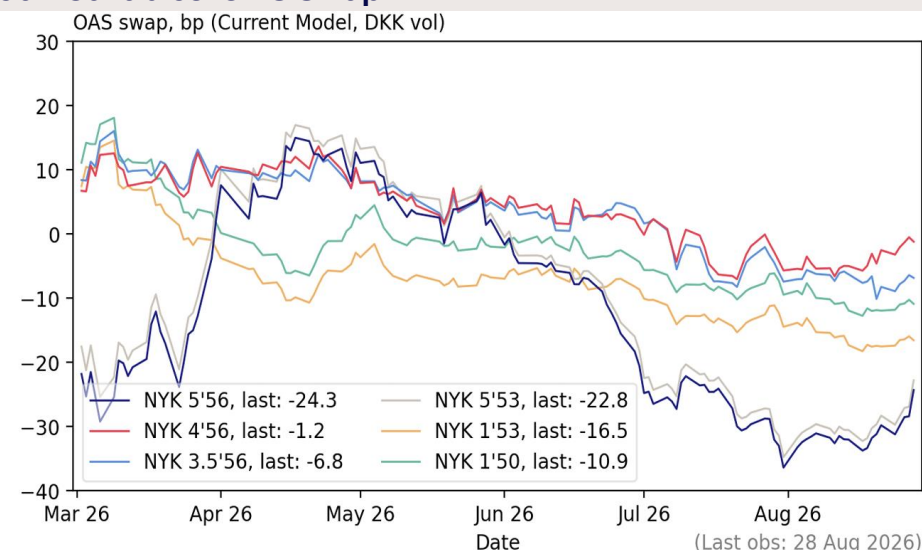
Callables: Iss. Net of Refi Auctions (CIRMIL)



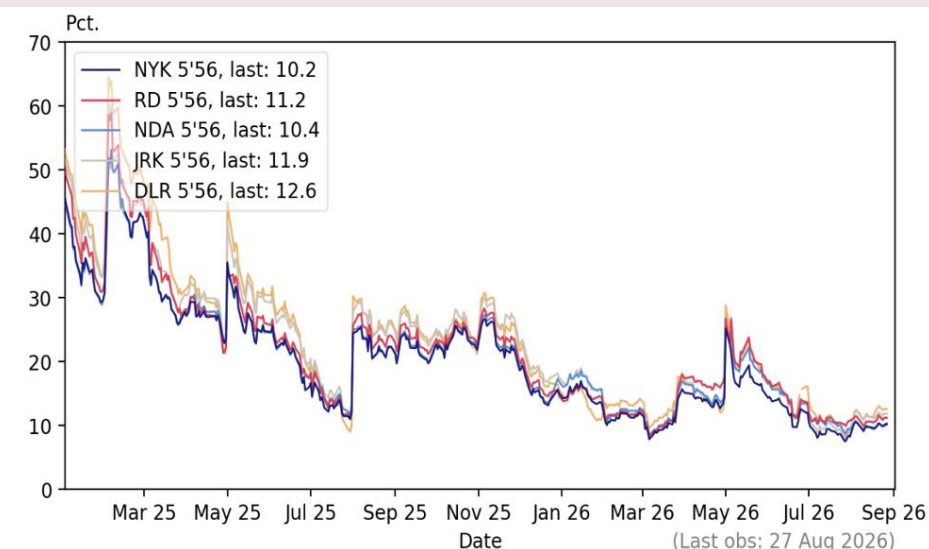
Endnu en dårlig uge for 5% konverterbare

- 5%’erne fortsatte med at tabe i OAS sidste uge.
- Trods 5%’erne har tabt knap 8bp mod swap de sidste 14 dage, har det kun bragt dem tilbage på ca. samme spænd som ved indgangen af juli, og den store performance vi så henover juni er således ikke reverseret.
- Vi tolker fortsat spændudvidelserne, som en reaktion på at åbningen af en 5’59 IO er rykket tættere på.
- Renten skal dog fortsat stige mindst 30bp, for at en 5’59IO kommer i spil.
- Breakeven prepayments mod varighedsækvivalente RTL’er er stort set uændret trods spændudvidelserne i 5%’erne, som følge af at korte RTL’er ligeledes har tabt de seneste uger.
- Samlet ser vi større sandsynlighed for yderligere spændudvidelser i 5%’erne end det modsatte.
- 4’56 tabte også en smule henover sidste uge, formentlig som følge af den ekstra udstedelse.
- Mindre udstedelse bør kunne give dem lidt medvind relativt til andre kuponer i denne uge.

30Y Callables: OAS Swap



Break Even Prepayments vs MOAD Eq. Bullets



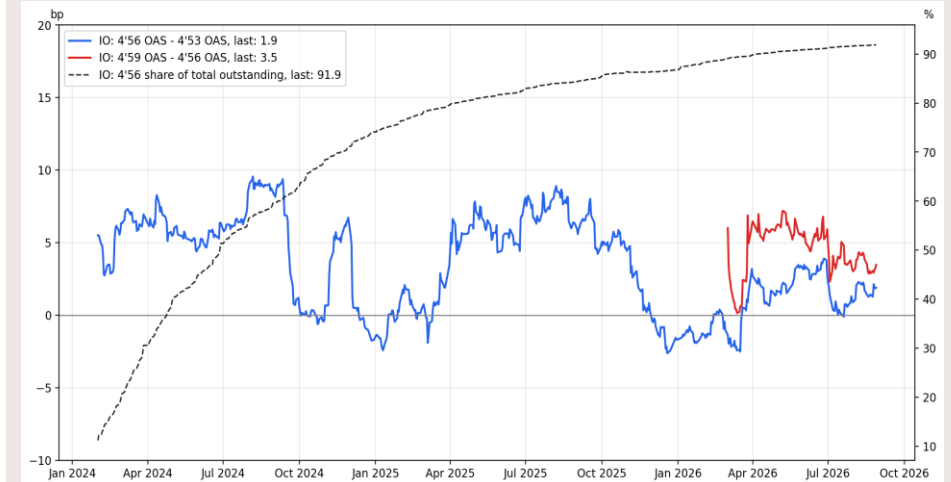
Årgangsskifte fra 4'56 til 4'59

- I morgen lukker udstedelsen i 4'56, hvorefter al nyudstedelse vil ske udelukkende i 4'59.
- NYK 4'59 er fortsat meget små serier med ca. 0,9 mia. kr. i alm. og 0,3 mia. kr. i IO mod hhv. 107 og 53 mia. kr. i NYK 4'56.
- Givet den aktuelle udstedelsestakt vil det tage op imod 2 år, før serierne nærmer sig hinanden i størrelse.
- 4'59 handler aktuelt 3-4 bp højere i OAS end 4'56, og vi ser ikke denne spændforskel forsvinde på den korte bane. 4'56 vil derfor med al sandsynlighed fortsat være den toneangivende og mest likvide serie et godt stykke tid endnu.
- Historikken fra 4'53/4'56 giver et pejlemærke for årgangsspændet. Under opbygningen af 4'56-serie lå spændet overvejende omkring 1-5 bp, mens IO spændet var mere volatil.
- Vi ser derfor 1-5 bp som et rimeligt neutralområde. Over 5 bp foretrækker vi 4'59, mens vi under 1 bp foretrækker 4'56.

Årgangsspænd og relativ seriestørrelse – alm.



Årgangsspænd og relativ udstedelse – IO



Udlandet vil have stater og lange RTL/FRN

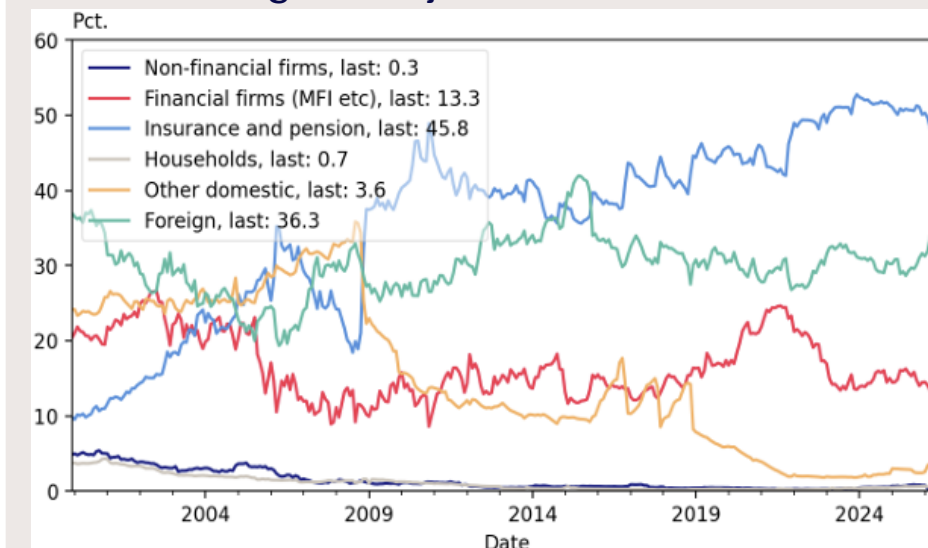
- Udlandet har mindsket deres beholdning af RTL og FRN i juli måned.
- Faldet skyldes:
 - Udløb af henholdsvis 8,8 mia. kr. og 4,5 mia. kr. RTL og FRN til 1. juli.
 - Aktivt frasalg af 4 mia. kr. RTL og 2,9 mia. kr. FRN.
- Frasalget har været koncentreret i korte løbetider.
- Udlandet køber fortsat 3-årige FRN og RTL5.
- Købet af 3-årige FRN, er formentlig drevet af det højere FRN-RTL spænd i 3-års punktet i juli.
- Købet af RTL5 tilskrives vi det højere hedget og fundede afkast pr. spreadrisk enhed i længere løbetider relativt til korte.
- Udlandet bliver ved med at købe danske statsobligationer.
- Deres beholdning er i juli steget med 3 mia. kr., og er henover 2026 steget med 35 mia. kr. fra 175 mia. kr. til 210 mia. kr.
- Deres ejerandel er i 2026 steget med 4,7 procentpoint - til 36,3% - hvilket er det højeste niveau siden slutningen af 2014.

FRN+CF & RTL: Nominelle månedlige ændringer

FRN+CF: Foreign sector nominal holdings monthly change							
Bond type	2026-Jul	2026-Jun	2026-May	2026-Apr	2026-Mar	2026-Feb	2026-Jan
1Y	-5.3	-2.6	-4.7	-6.9	0.4	-7.8	0.7
3Y	2.9	3.2	11.2	0.0	1.7	14.0	3.3
5Y	-0.6	1.7	10.4	0.3	-0.3	0.0	1.2
5Y+	0.1	-0.1	0.0	0.1	-0.1	0.0	0.0
Total holdings monthly change	-3.0	2.1	16.9	-6.4	1.7	6.2	5.3

RTL: Foreign sector nominal holdings monthly change							
Bond type	2026-Jul	2026-Jun	2026-May	2026-Apr	2026-Mar	2026-Feb	2026-Jan
1Y	-6.1	1.5	-13.5	-10.9	-7.7	8.1	-6.6
3Y	-2.2	1.3	2.6	0.4	-2.1	9.9	0.6
5Y	4.2	4.5	7.2	0.8	6.3	10.0	0.7
5Y+	0.0	0.1	0.1	0.3	0.0	0.0	0.1
Total holdings monthly change	-4.1	7.4	-3.6	-9.5	-3.4	27.9	-5.2

Danske statsobligationer: Ejerandele



Anbefalinger

- Vores anbefalinger har overordnet set haft en god uge.
 - Vores anbefaling(er) af 4% konverterbare mod en barbell af 5% og 1%, primært som følge af at 5%’erne har haft en hård uge
 - Vores anbefaling af RTL5 mod RTL3 (swaphedgede) er kommet i pengene som følge af sidste uges fladning af RTL-DESTR spændkurven. Vi ser ikke stort yderligere performancepotentiale, og lukker anbefalingen.
- Vores anbefaling af tyske covered vs. RTL5 (inkl. basisswap) har tabt en smule i sidste uge
 - Vi forventer dog fortsat ikke, at den aktuelle relative prisning af RTL5 kan opretholdes på lidt længere sigt. Vi fastholder anbefalingen.
- Vi lukker vores anbefaling af RTL5 + swap-/swaptionoverlays, som er kommet i pengene efter den seneste underperformance i konverterbare (se nederste figur)
 - Vi ser mindre potentiale i relativ performance i RTL5 vs. konverterbare herfra
 - De to foreslåede overlays (EUR1Y10Y swaption eller EU051030 swapbarbell) har fungeret udmærket

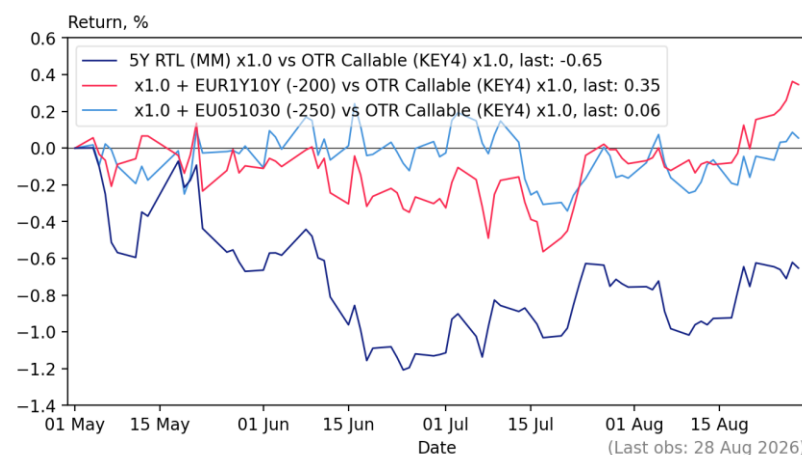
Aktuelle anbefalinger

Opening date	Name	Return 5bd	Total return
2026-06-01	RD 4'56IO vs NYK 4'56IO	-0.00	0.01
2026-06-15	DGBi'34 vs DGBi'30 (BOX)	0.03	-0.78
2026-06-26	RTL5 vs RTL3	0.05	0.04
2026-07-07	4'56 vs 1'50 & 5'53	0.11	-0.56
2026-08-21	3Y FRN vs RTL	0.02	0.01

Outlook anbefalinger

Opening date	Name	Return 5bd	Total return
2025-08-25	CITA vs CIBOR 3M FRN	-0.01	-0.02
2025-11-27	CIBOR 6M vs CIBOR 3M FRN	0.00	0.13
2026-01-15	NYK 4'56 vs RD 5'56 + JRK 1.5'53 IO	0.10	-1.15
2026-01-26	4'56 vs RTL5	0.01	0.22

Anbefaling: RTL5 + overlays vs. OTR-konverterbare



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%
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 – Sundkrogsvej 25 - 2150 Nordhavn - Tlf. 44 55 10 00 - Fax 33 12 04 34