

Intervention på 5,6 mia. kr. i august

Men har august forbedret eller forværret likviditetsudsigterne?

3. september 2026 09:53

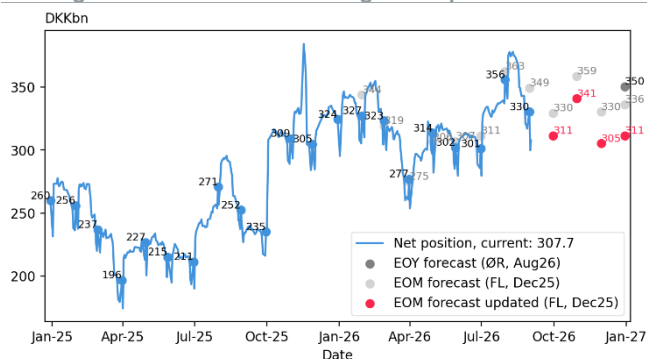
Markedsføringsmateriale

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

- Nationalbanken intervererede for 5,6 mia. kr. i valutamarkedet i august, hvilket fik nettostillingen til at falde mere end ventet
- Der skal mere til før rentespændet til Eurozonen ændres, og det vil i givet fald trække yderligere ned i nettostillingen
- Nyt skøn for statens finansieringsbehov trækker umiddelbart likviditetsudsigten for resten af 2026 op – men det holder det?
- Udsigt til likviditetsmodvind til længere RTL-obligationer på 6-7 måneders sigt!

En moderat intervention i valutamarkedet fra Nationalbankens side dæmper bekymringen for en nært forestående ensidig renteforhøjelse. Der skal formodentlig noget større interventionsomfang til, før rentespændet til eurozonen ændres. Yderligere interventioner vil trække ned i nettostillingen ift. prognoserne, som der p.t. hersker en del usikkerhed omkring. Vi finder det dog mest sandsynligt, at RTL-obligationerne vil opleve en ikke-ubetydelig likviditetsmodvind når vi ser 6-7 måneder frem.

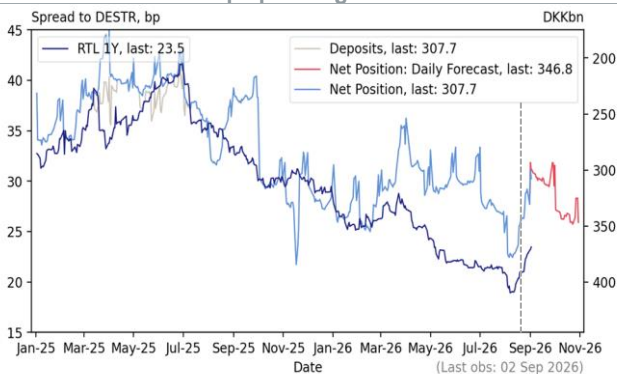
Har august trukket likviditetsudsigterne op eller ned?



Viser nettostillingen, månedsprognose på grundlaget fra dec25, månedsprognose opdateret med nyeste tal samt årsprognose baseret på ØR august.

Kilde: Nationalbanken, Finansministeriet, Bloomberg og Nykredit Markets

Likviditeten smitter af på prisingen af korte RTL



Viser udviklingen i nettostillingen (inverterede højre akse) og parrente spænd til DEST for en generisk etårig RTL-obligation.

Kilde: Nationalbanken, Finansministeriet, Bloomberg og Nykredit Markets

Nationalbanken er tilbage på banen

I går eftermiddags offentliggjorde Nationalbanken en udspecifisering af ændringerne i valutaresserven og nettostillingen for august måned (se [her](#)). Heraf fremgår det, at Nationalbanken intervererede i valutamarkedet for 5,6 mia. kr. i august mhp. at holde hånden under kronekursen.

Dette var omtrent som ventet – og er foreneligt med, at nettostillingen i august faldt knap 10 mia. kr. mere end den dagsfordelte prognose tilsagde (korrigeret for den faktiske udstedelse af statsobligationer).

Interventionsomfanget er forholdsvis moderat og vidner (endnu) ikke om akut forøget pres på kronekursen. Dette skal også ses i sammenhæng med den beskedne intervention i juni (0,7 mia. kr.) og fraværet af intervention i juli. Vi forventer som udgangspunkt, at vi skal se interventioner for noget større beløb inden en ensidig renteforhøjelse fra Nationalbankens side eventuelt kommer på tale.

Likviditetsudsigterne for resten af 2026

Interventioner mhp. at understøtte kronekursen reducerer nettostillingen og dermed likviditeten i DKK. Dermed trækker interventionen i august alt andet lige ned i udsigterne for nettostillingen.

Baserer man sin nettostillingsprognose for resten af året på Nationalbankens seneste månedsfordelte prognose over statens finansieringsbehov, er der nu udsigt til en nettostilling på ca. 310 mia. kr. ultimo 2026 (mod 325 mia. kr. inden opdatering med de tal for august, som Nationalbanken offentliggjorde i går), se også de røde prikker i øverste figur. Yderligere interventioner i valutamarkedet vil naturligvis trække yderligere ned.

Den seneste månedsfordelte prognose er imidlertid (endnu) ikke opdateret med de nye skøn for statens finansieringsbehov for 2026 (som helhed), vi fik fra Finansministeriet i sidste uge.

Det nye skøn for statens nettofinansieringsbehov er på 9 mia. kr., hvilket er en ret beskeden nedjustering (ift. skønnet fra december 2025 på 15 mia. kr.) set i lyset af, at nettofinansieringsbehovet t.o.m. august er godt 50 mia. kr. lavere end den månedsfordelte prognose baseret på decemberskønnet tilsagde.

Det opdaterede skøn fra Finansministeriet indebærer således en betydelig "catch up" i nettofinansieringsbehovet i resten af 2026, og lægges dette til grund, står nettostillingen til at slutte året på ca. 350 mia. kr., se også den mørkegrå prik i figuren øverst på foregående side. Erfaringen fra de seneste par år er dog, at det i hvert fald ikke er givet på forhånd, at vi kommer til at se en sådan "catch up".

Og hvad så?

Udviklingen i nettostillingen har – som vi også har skrevet om flere gange – direkte betydning for prisingen af de korte RTL-obligationer (se også nederste figur på foregående side) samt for de længere RTL-obligationer via betydningen for pickup'et i korte FX-forwards for en EUR-investor (relativt til DESTRESTR), se øverste figur på denne side.

Så sent som forrige fredag (markeret med stiplet linje i figurene) udsendte vi en [analyse](#), at RTL-obligationerne kunne forventes at tabe 2-5 bp mod DESTRE på den korte bane på ryggen af udsigten til yderligere fald i likviditeten frem mod starten af september – og en sådan spændudvidelse var præcis hvad vi fik i sidste uge.

Hvorhen herfra?

Nu står nettostillingen godt nok ikke til at falde yderligere i 2026, men det gør en forskel om den ender på 310 mia. kr. eller 350 mia. kr. ultimo 2026.

For det første er det forskellen på, om der skal vil være en smule likviditetsmedvind eller (yderligere) -modvind til RTL-obligationerne resten af året.

For det andet har niveauet ultimo 2026 betydning for, hvor meget modvind RTL-obligationerne kan forventes at få frem mod slutningen af første kvartal 2027, hvor det sædvanlige sæsonbetingede fald i nettostillingen må forventes at gentage sig. Således er nettostillingen de seneste seks år faldet med 50-80 mia. kr. i løbet af første kvartal (sammenlignet med niveauet ultimo året før). Det er ikke helt ubetydeligt for omfanget af den likviditetsmodvind, som RTL-obligationerne vil møde, når vi ser 6-7 måneder frem i tiden, hvorvidt et sådan fald sker fra et udgangspunkt på 310 mia. kr. eller 350 mia. kr.

Det er således værd at følge udviklingen i nettostillingen tæt i de kommende måneder!

I sidste uge fik vi også de første skøn for statens finansieringsbehov for 2027. Givet at målsætningen for udstedelse af statsobligationer fastholdes uændret på 65 mia. kr., peger dette skøn umiddelbart på en omtrent uændret nettostilling for 2027 som helhed.

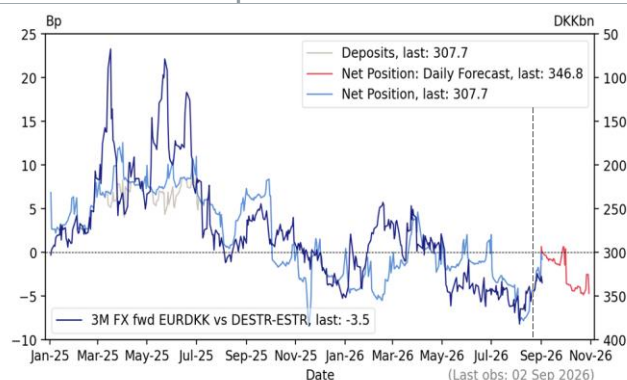
Konklusion

Vi forventer, at nettostillingen snarere vil lande omkring 310 mia. kr. end 350 mia. kr. ved udgangen af 2026 – også set i lyset af at der kan komme yderligere interventioner i valutamarke- det fra Nationalbankens side. Det vil i givet fald give yderligere spændudvidelser i RTL1'erne. I de kommende måneder fore- trækker vi derfor RTL5 over RTL1 (hedget og funded i spre- adriskneutralt forhold).

Selvom nettostillingen står til at stige ca. 30 mia. kr. i oktober, ventes den at falde en anelse mere end det i november, og den potentielle likviditetsmedvind er således rent forbigående.

Ser vi 6-7 måneder frem er der tværtimod udsigt til likviditets- modvind, der for de længere RTL-obligationer primært vil mani- festere sig via pickup'et i de korte FX-forwards for en EUR-inve- stor. Dette taler imod de længere RTL-obligationer set ift. EUR- alternativer såsom fx tyske covered bonds. Vi har allerede en anbefaling af 4,5-årige tyske covered bonds mod RTL mod ESTR (for RTL'ens vedkommende via maturity matched basis- swap), som vi derfor fastholder.

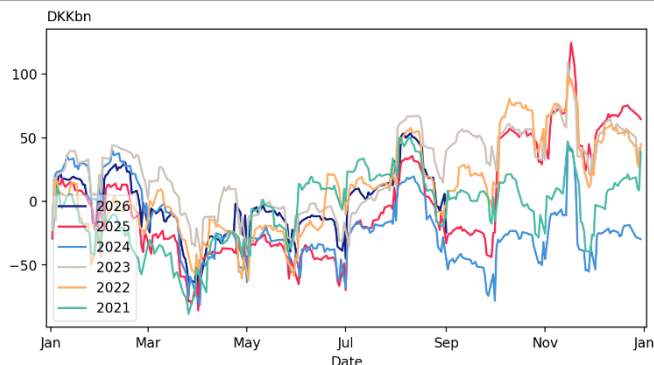
Likviditeten smitter af på korte FX-forwards



Viser udviklingen i nettostillingen (inverterede højre akse) samt forskellen på det implicite rentespænd i 3M FX-forwards og 3M DESTRE-ESTR

Kilde: Nationalbanken, Finansministeriet, Bloomberg og Nykredit Markets

Nettostillingen falder altid pænt i første kvartal



Viser udviklingen i nettostillingen henover året for de seneste 6 år (nulpunktet er niveauet for nettostillingen ultimo året før).

Kilde: Nationalbanken, Bloomberg og 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 markedet 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 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.

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.

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