

Kort realkreditupdate

Uge 37

Jacob Skinhøj
Peter Bache
Veronica Bergstrøm

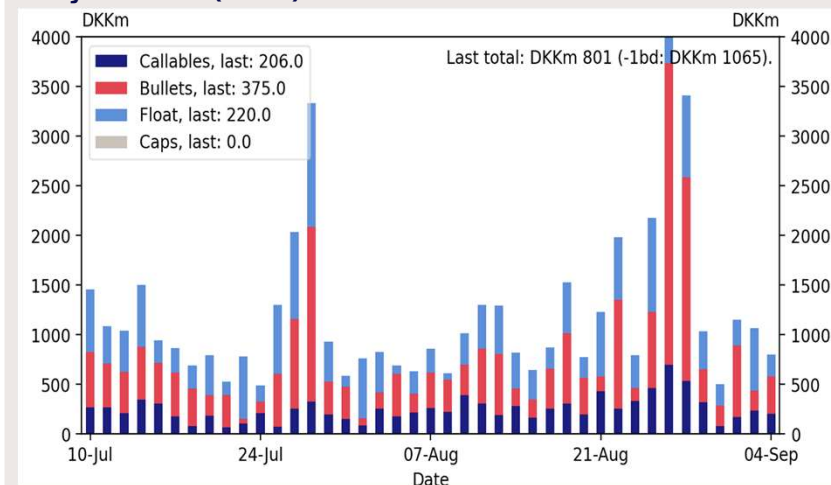
Nykredit



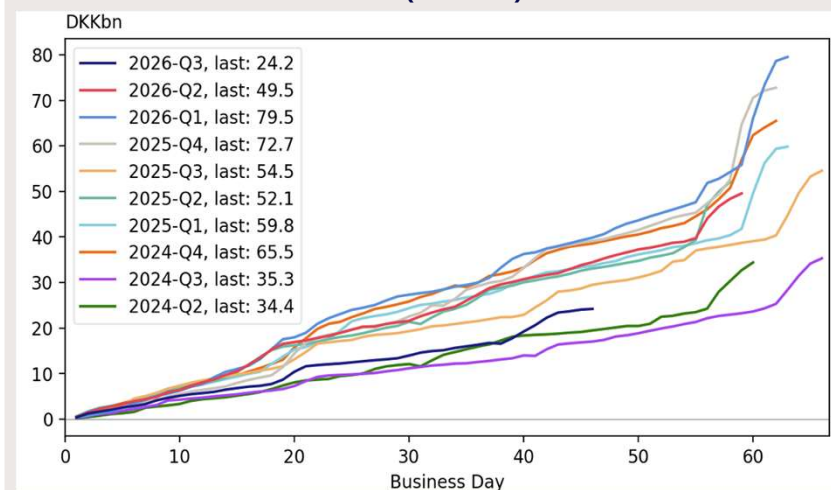
Udstedelse

- Som forventet faldt den konverterbare udstedelse i sidste uge til omkring 250 mio. kr. om dagen som følge af årgangsskiftet, der gav anledning til større konverterbar udstedelse de sidste dage af august.
- Lukningen for udstedelse gav som ventet også en smule performance i 4'56'erne relativt til andre kuponer.
- Samlet lå udstedelsen lavt i sidste uge, på 1-1,5 mia. kr. om dagen, svarende til samme lave niveau, som gjorde sig gældende henover sommeren.
- Det skyldes, at RTL- og FRN-udstedelsen også lå til den lave side.
- Samlet har FRN-udstedelsen holdt pænt niveau i Q3, sammenlignet med de foregående kvartaler, i mellem tiden ser det ud til at RTL-udstedelsen kommer til at lande lavere end vi har været vant til det seneste år.
- Vi forventer fortsat, at RTL- og FRN-udstedelsen vil tage til i den kommende tid og bringe den samlede daglige udstedelse tilbage på 1,5-2 mia. kr. om dagen.
- Den lavere RTL-udstedelse i sidste uge var formentlig også medvirkende til at holde hånden under spændene, som holdt mere eller mindre niveau efter spændudvidelser de foregående uger. Mere herom på side 5.

Daily issuance (OMX)



RTL: Iss. Net of Refi Auctions (CIRMIL)



Valutaintervention

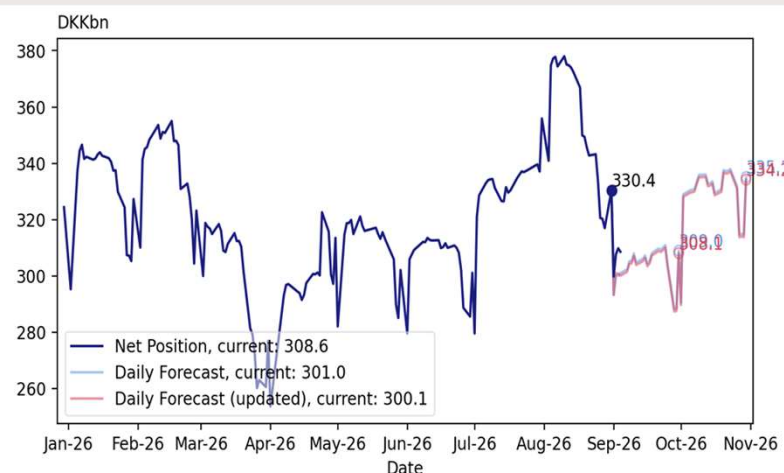
- Nationalbanken inter文enerede for 5,6 mia. kr. i august.
 - Beløbet svarer næsten præcist til det ekstraordinære fald i nettostillingen i forbindelse med Novos udbetaling af udbytte.
 - Udbyttet i sig selv påvirker ikke nettostillingen, men omveksling til EUR/USD kan have svækket kronen og fået Nationalbanken til at intervenere.
 - Så det er nok en "Novo-ting".
- Selv om beløbet var omtrent som forventet, virkede det korte RTL-marked lidt lettet over beløbets størrelse.
- Hvor meget valutaintervention før en eventuel ensidig renteforhøjelse?
 - Afhænger naturligvis af, om presset på kronen pludselig intensiveres betydeligt, men ellers forventer vi akkumuleret intervention på mindst 20–25 mia. kr.

Nationalbanken:

Valuta og likviditet samt månedsbalance, august 2026

Valutareserven er i august 2026 formindsket med 6,0 mia. kr. til 693,6 mia. kr. Formindskelsen afspejler, at Nationalbanken netto har solgt valuta for 6,2 mia. kr., og at staten netto har optaget lån i udlandet for 0,3 mia. kr., jf. tabel 1. Nationalbanken har med afvikling i august netto solgt valuta for 5,6 mia. kr. i forbindelse med interventioner i valutamarkedet.

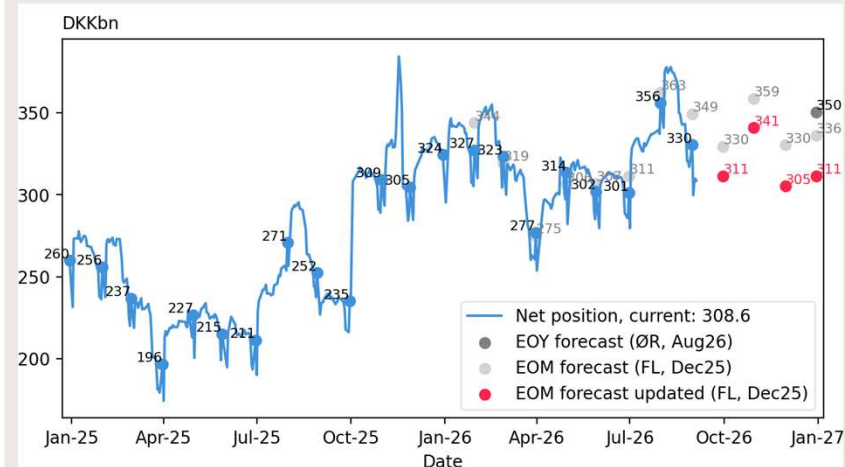
Nettostilling og daglig prognose (inkl. udstedelse)



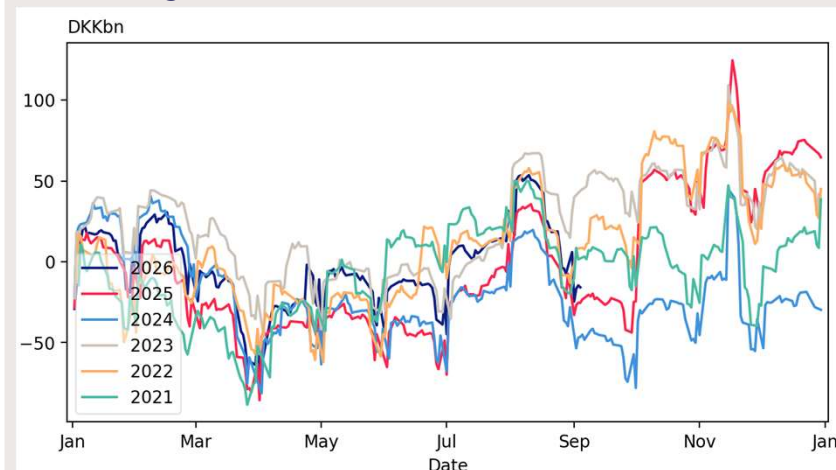
Likviditetsudsigterne

- Har nettostillingen kurs mod 350 mia. kr. eller 310 mia. kr. ultimo 2026?
 - Det afhænger af, om man forudsætter en ganske betydelig "catch up" i nettofinansieringsbehovet, der YTD er 50 mia. kr. lavere end den månedsfordelte prognose fra starten af året tilsagde.
 - De seneste skøn fra Finansministeriet forudsætter en sådan "catch up", men erfaringen fra tidligere år er, at det i hvert fald ikke er givet.
 - Vi forventer, at nettostillingen snarere vil lande omkring 310 mia. kr. ultimo året – også set i lyset af, at der kan komme flere interventioner i valutamarkedet fra Nationalbankens side.
- Udgangspunktet for 2027 betyder noget!
 - Nettostillingen falder typisk 50-80 mia. kr. i løbet af første kvartal (se nederste figur, hvor nulpunktet er ultimoværdien fra året før).
 - Om udgangspunktet hedder 310 mia. kr. eller 350 mia. kr. har stor betydning for omfanget af den likviditetsmodvind, dette vil medføre
- I de kommende måneder foretrækker vi RTL5 over RTL1 (hedget og spreadriskneutralt)
- På 6-7 måneders sigt forventer vi likviditetsmodvind til de 4-5 årige RTL-obligationer.

Nettostillingen – op eller ej?



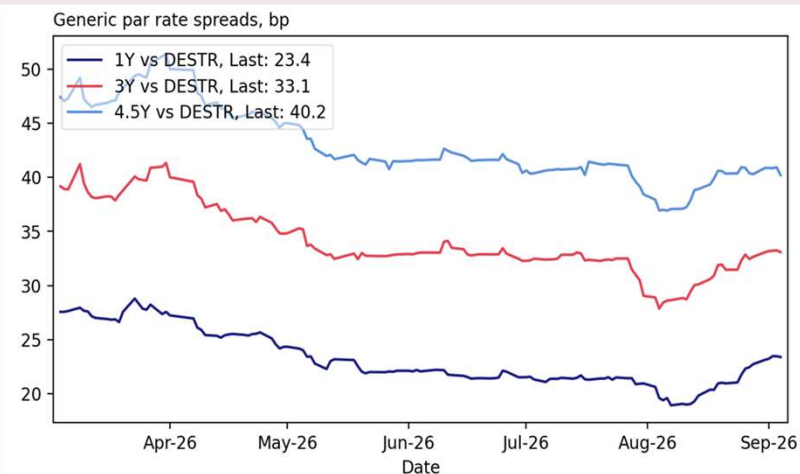
Nettostillingen falder altid i første kvartal



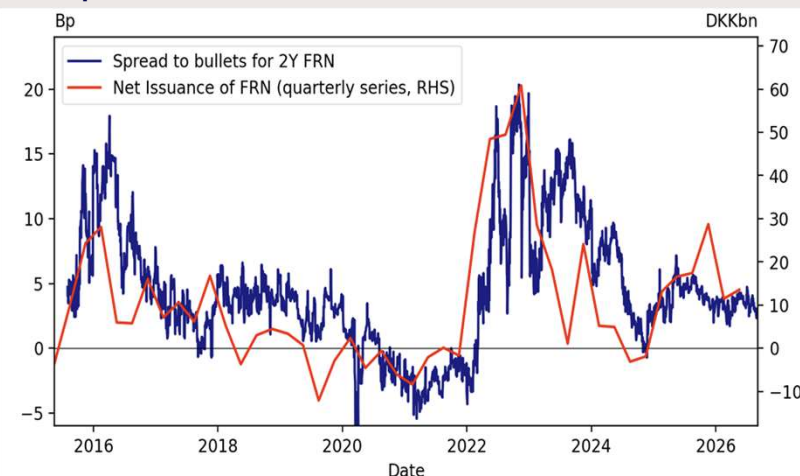
En rolig uge for RTL-spænd

- Sammenlignet med den foregående måneds tid, var den seneste uge stille og rolig fsva. RTL-spændene til DESTR
 - De korte gav sig lidt yderligere ud, mens de længere gik omtrent sidelæns
- Udviklingen herfra vil afhænge af udstedelsen og likviditetsudviklingen
 - Som nævnt ovenfor, forventer vi ikke medvind fra nogle af disse fronter
- Vi begynder så småt at se frem imod novemberauktionerne
 - Udløbet af RTL-obligationer til januarterminen er lige knap 160 mia. kr., hvoraf knap 64 mia. kr. er oprindeligt femårige obligationer (se [her](#))
 - Selvom refinansieringsgraden for de femårige RTL-obligationer forventes at forblive til den lave side (55-60%), vil der blive tale om en ganske betydelig portion femårige RTL-obligationer (35-38 mia. kr.)
- FRN-spænd til RTL-kurven har været relativt stabile det seneste halve år – og i øvrigt afstemt med udstedelsen af FRN

RTL-spænd til DESTR



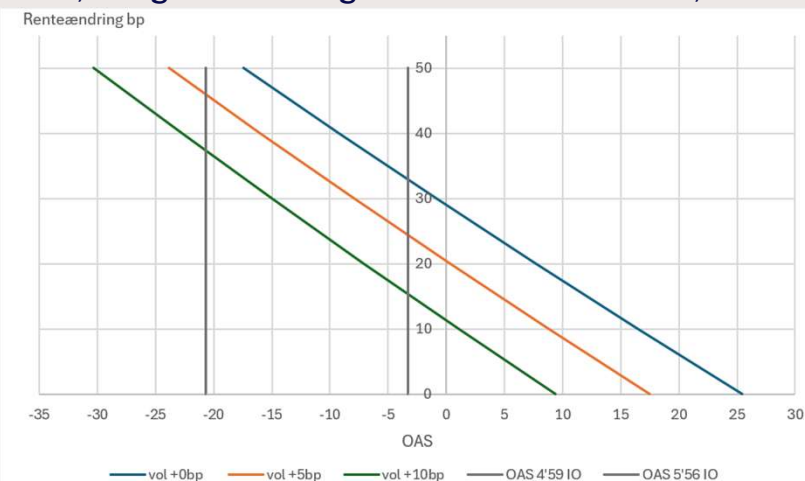
FRN-spænd til RTL



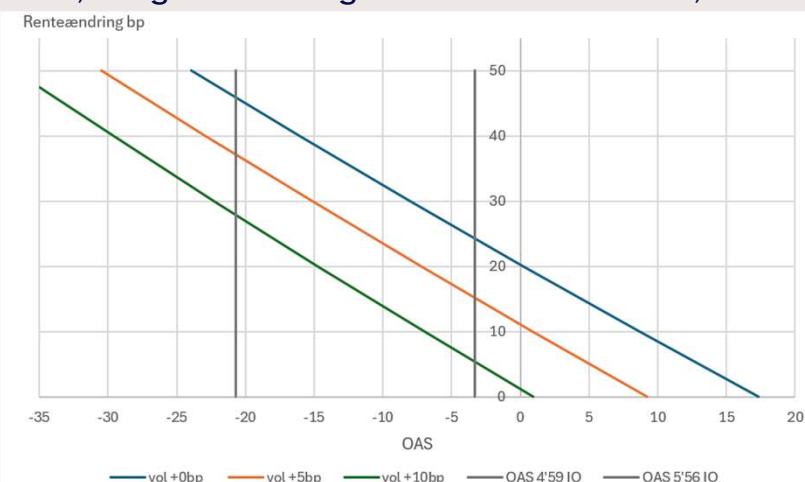
5'59 IO – ikke lige rundt om hjørnet

- En 5'59 IO med et OAS på -3bp (svarende til OAS'et på 4'59 IO) og en debitorfordeling tilsvarende 4'56 IO, ville p.t. handle til kurs 100,94.
- Åbningen af 5'59 IO er således rykket tættere på de seneste par uger (lå omkring kurs 101,1-101,25 for 14 dage siden)
- Det kræver dog en kombination af tilstrækkeligt høje rentestigninger, OAS-udvidelser og vol-stigninger, for at få en 5'59 IO åbnet solidt for udstedelse.
- Med et OAS på -3bp, vil det kræve en kombination af yderligere stigning i vol på 5bp og rentestigninger på 25bp på tværs af kurven at få en 5'59 IO i kurs 99,5 (lidt mindre for at få den i kurs 99,9).
- Vi er endvidere usikre på om et OAS på -3 bp for en 5'59 IO er for højt.
- Det er vores forventning, at de gamle 5%'ers succes kan øge efterspørgslen på eventuelle nye 5%'ere, og lægge et nedadgående pres på OAS'et.
- Åbner en 5'59 IO for udstedelse, vil det give spændudvidelser i de gamle 5%'ere, men vi forventer ikke, at de gamle skal handle fladt til de nye.
- Dels som følge af udbændthed i 5%'erne, dels som følge af risikoen for at en ny 5'59 IO bliver en mindre serie.
- Samlet vil vi forvente isolerede spændudvidelser i de gamle 5%'ere på omkring 8 bp fra det aktuelle niveau i tilfælde af åbning af nye 5%'ere.

Rente, vol og OAS-ændringer for at få 5'59IO i kurs 99,5



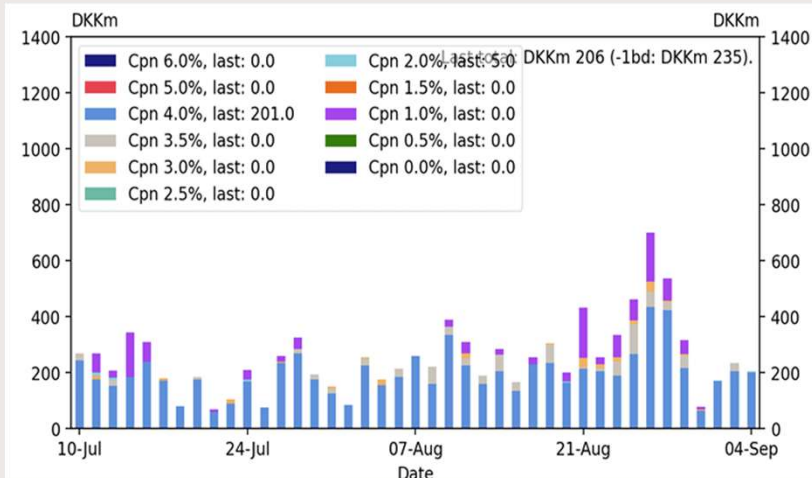
Rente, vol og OAS-ændringer for at få 5'59IO i kurs 99,9



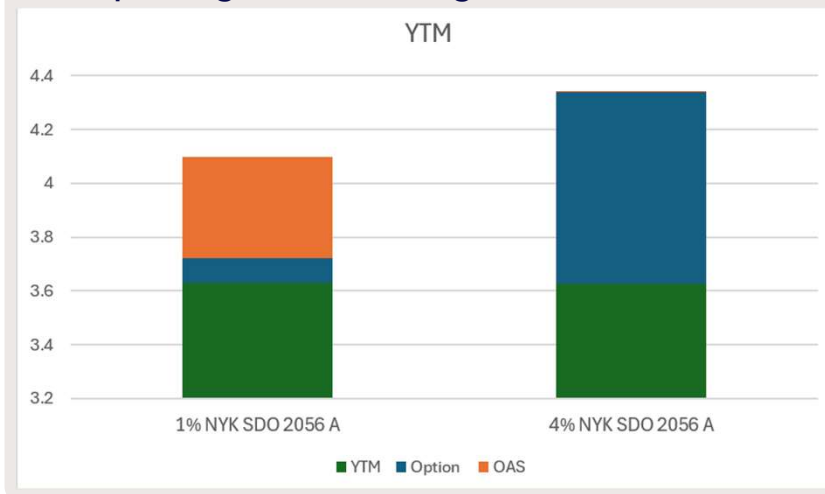
1'56 vs. 4'56 (eller 1'59 vs. 4'59)

- 1'56 eller 4'56 – hvilken bør investor vælge?
- Valget står mellem meget høj varighed, men positiv konveksitet (1'56) vs. god likviditet, indeksrepræsentation, men negativ konveksitet (4'56).
- 4'56 giver ca. 37 bp mere i 1-årig HPR end 1'56, givet en realisering af forwardkurven.
- Afdækkes varighed og konveksitet korrekt er der kun OAS tilbage.
- OAS på 1'56 er pt. ca. 36 bp, mens det på 4'56 er knap -3 bp.
- I nederste figur har vi dekomponeret YTM på de to obligationer:
 - Omkring 16% af mer-carryen i 4'56 kommer fra optionen (blå)
 - OAS bidrager med omkring 10% af carryen i 1'56 (orange).
- Spørgsmålet er lidt forsimplet, om man som investor foretrækker at få sin mer-carry som en betaling for optionen eller "gratis" fra OAS'et.
- Vi finder at mer-OAS'et i 1'56 er mere end tilstrækkeligt til at kompensere for den dårlige likviditet.
- Vi vurderer, at lang de fleste konverterbare porteføljer med fordel kan allokere i hvert fald en mindre del fra 4'56 til 1'56'er.
- Tilsvarende argumenter kan fremføres for 4'59 og 1'59, som er de nye udstedelsesvarer. Vi åbner en anbefaling af 1'59 vs. 4'59 1:1 (swaphedget og hvis muligt inkl. swapoverlays til at håndtere vekselsponeringen)

Callables: Daily issuance(OMX)



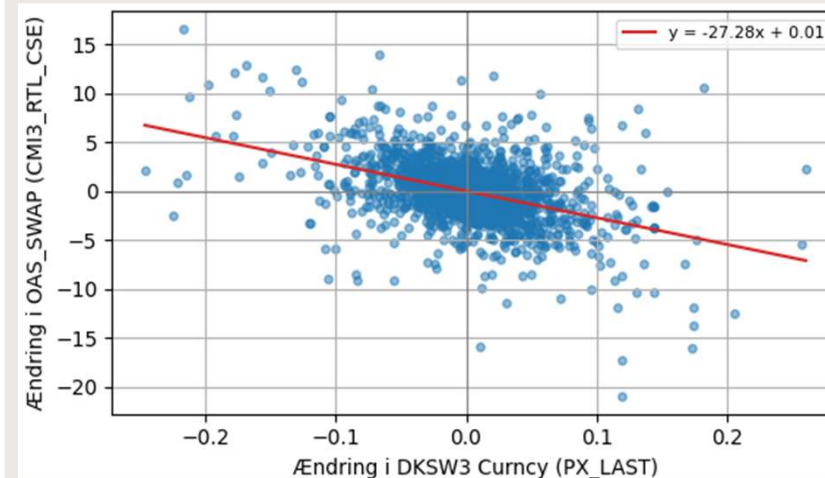
Dekomponering af YTM for 1'56 og 4'56



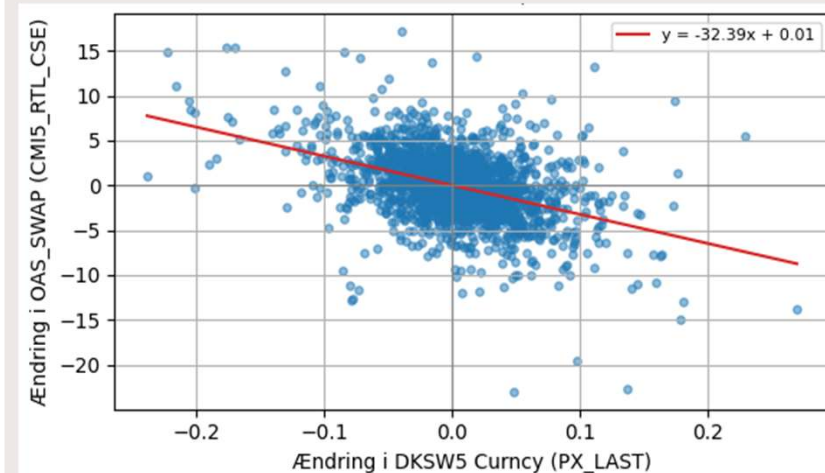
Højere rente = lavere OAS?

- Højere outright-renter og højere spænd gør obligationer mere attraktive relativt til andre aktivklasser.
- Figuren øverst til højre viser sammenhængen mellem niveauet for 3Y-renten og OAS på RTL3-obligationer, mens figuren nederst viser det tilsvarende for RTL5.
- Selvom korrelationen ikke er høj, er der en tendens til, at højere renter går hånd i hånd med lavere OAS.
- Rentestigningen hen over juli og august har derfor gjort de længere RTL'er mere attraktive for outright-investorer.
- Vi har dog fortsat til gode at se de højere renteniveauer slå igennem i spændperformance, da RTL'erne har oplevet spændudvidelser de seneste uger fra de meget lave niveauer primo august.

Korrelation: Rente vs OAS



Dekomponering af YTM for 1'56 og 4'56



Anbefalinger

- Vores anbefalinger af 4'56 mod en barbell af 5%'ere og lavkuponer bliver ved med at være et smertensbarn. Anbefalingen er indtil nu ramt på både OAS og Vol, men vi fastholder for nu.
- Vi åbnede [i torsdags](#) en anbefaling af 5Y RTL vs 1Y RTL (hedget), da vi ser RTL'erne få mere modvind fra likviditetsfronten i de kommende måneder
- Vi åbnede i onsdags en anbefaling af 1'59 vs. 4'59 pba. det betydeligt højere OAS i 1'59'erne.
 - Anbefalingen er kommet en smule skævt fra start, men det rækker ikke ved vores syn på værdien i den.
- Vores anbefaling af RD 4'56 IO vs. NYK 4'56 IO, baseret på potentialet for større lukkeeffekt i RD's 4'56 IO, er kommet i pengene ovenpå lukningen. Vi tror fortsat på en smule performancepotentiale i anbefalingen og fastholder den i denne uge.
- Vores anbefaling af 4-5Y tyske covered bonds mod RTL (begge mod ESTR, for RTL'ens vedkommende inkl. basisswap) er tilbage i pengene efter en svær start, se figuren nederst.
 - Vi fastholder anbefalingen, idet vi ser RTL'erne få yderligere modvind fra likviditetsudviklingen, når vi ser 6-7 måneder frem (se [her](#)).

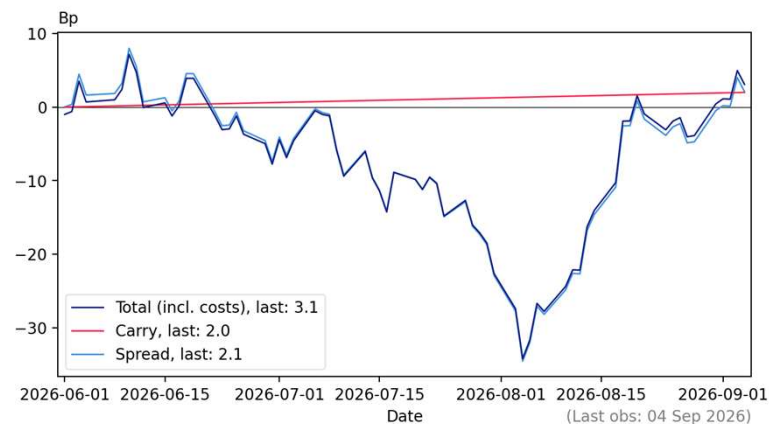
Aktuelle anbefalinger

Opening date	Name	Return 5bd	Total return
2026-06-01	RD 4'56IO vs NYK 4'56IO	0.02	0.03
2026-06-15	DGBi'34 vs DGBi'30 (BOX)	-0.31	-1.09
2026-07-07	4'56 vs 1'50 & 5'53	-0.09	-0.65
2026-08-21	3Y FRN vs RTL	-0.01	0.01
2026-09-02	1'59 vs 4'59	N/A	-0.13
2026-09-03	RTL5 vs RTL1 (hedged)	N/A	0.02

Outlook anbefalinger

Opening date	Name	Return 5bd	Total return
2025-08-25	CITA vs CIBOR 3M FRN	0.01	-0.00
2025-11-27	CIBOR 6M vs CIBOR 3M FRN	-0.00	0.12
2026-01-15	NYK 4'56 vs RD 5'56 + JRK 1.5'53 IO	-0.09	-1.25
2026-01-26	4'56 vs RTL5	-0.03	0.20

Anbefaling: 4,5Y Tyske Covered Bonds vs. RTL (vs. ESTR via basisswap)



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 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 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