Muligheder i den korte ende

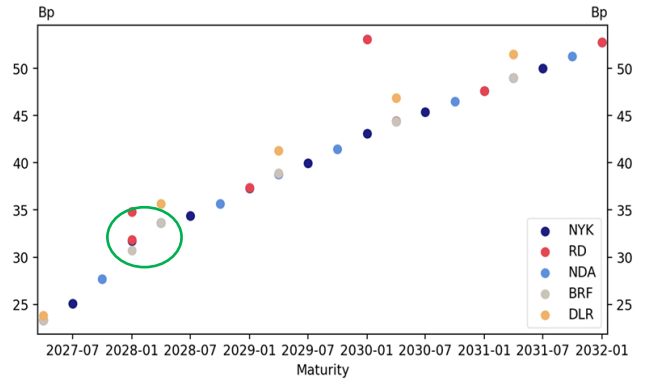
Jan28/apr28 RTL og jul28/okt28 FRN

20. november 2026 10:35 Markedsføringsmateriale

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

- Jan28 og apr28 RTL er blevet (for) billige under auktionerne
- Den store mængde af Jul28 FRN har sat sig i prisningen
- Både jul28 og okt28 FRN ser attraktive ud

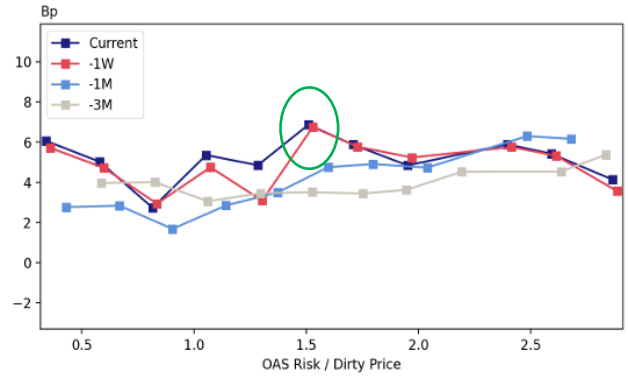
RTL-spænd til DESTR: SD(R)O og LCR-1B obligationer



Viser spænd til DESTR for SD(R)O og LCR-1B RTL.

Kilde: Nykredit Markets

FRN-spænd til RTL-kurven: Jul28 er blevet billigere



Viser spænd til RTL-kurven for NYK SD(R)O, LCR-1B, ikke-grønne og inkonverterbare FRN.

Kilde: Nykredit Markets

RTL jan28 og apr28 ser billige ud?

Refinansieringsauktionerne lakker mod enden, og de bød på spændudvidelser over hele RTL-kurven. Herunder gik Jan28 og Apr28 RTL'erne relativt billigt – og har givet RTL-DESTR kurven en "pukkel" (se figuren). Dermed har spændudvidelserne fået disse løbetider til at se relativt attraktive ud, hvilket da også har fået udenlandske investorer på banen med interesse i disse RTL-obligationer.

Men er de så billige nok? Kort sagt ja. Den aktuelle prisning af de 1-årige RTL-obligationer forekommer allerede at tage højde for udsigt til lavere likviditet (læs om udsigterne her) – der er i hvert fald ingen tegn på, at den aktuelt (midlertidigt) høje nettostilling har kørt dem dyre. Og efter auktionerne vil udstedelsen af 1-årige RTL-obligationer igen blive beskeden.

Ganske vist er der udsigt til en ny pæn portion 1-årige RTL-obligationer på auktionerne i februar – udbuddet bliver formodentlig over 50 mia. kr. igen – men med udsigt til en fortsat begrænset løbende RTL1-udstedelse, vil en evt. effekt af auktionsudbuddet til februar formodentlig blive begrænset/kortvarig.

Jul28 FRN er blevet billige!

Den store udestående mængde af Jul28 FRN har på det seneste sat sig i prisningen, og det er nu disse FRN, der giver det højeste spænd til RTL-kurven, se figuren nederst til venstre. Per spreadrisk-enhed er det også Jul28 FRN, der giver det højeste hedgede og fundede 12M afkast blandt FRN og RTL (se figuren øverst næste side). Per investeret krone giver jul28 FRN umiddelbart mere end både okt28 FRN og jan29 RTL og tæt på det samme som jan29 FRN (men for mindre spændrisiko).

Hvad er der så af betænkeligheder. Jo, når jul28 FRN ser godt ud (pr. investeret krone) mod jan29 RTL/FRN, er det til dels drevet af, at den aktuelt billige prisning af jan28 RTL får (12M) rullet i Jan29 RTL/FRN til at se dårligt ud. Det kan dog være, at jan29 RTL ikke er lige så (relativt) billige om et år, som jan28 RTL er nu? Der er dog udsigt til en stigning i mængden af korte obligationer (FRN/RTL under ét), som kan betyde, at jan29 også vil ligge billigt ifm. novemberauktionerne næste år.

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.

Derudover kan man overveje om spændudvidelse i jul28 FRN (relativt til øvrige FRN) er slut? Her kan vi muligvis støtte os til erfaringerne med jul24 FRN, som blev billige mod RTL første gang i 2022, da der var stor udstedelse i dem, og anden gang i 2023 (også mod øvrige FRN), da de blev 1-årige, og folk gerne ville rulle ud. Da den anden spændudvidelse først begyndte, kom den dog ret hurtigt – hvilket ikke umiddelbart peger på, at vi skal se længerevarende sivende tendens i jul28 FRN.

Rul mod hvad? RTL-kurven eller FRN-RTL rul?

Ovenstående er endda uden at regne rul på FRN-RTL-kurven (men kun et FRN-rul mod DESTR, som svarer til RTL'ernes). Indregnes yderligere et rul på FRN-RTL spændkurven, får det kun Jul28 FRN til at se lidt ekstra gode ud.

Her kan man så måske indvende, at udsigten til mange korte FRN/RTL om et år – som er drevet af korte FRN (navnlig jul28) – måske betyder, at rullet på FRN-RTL spændkurven ikke realiseres? Kigger vi igen tilbage på jul24 FRN, så var erfaringen dog, at de realiserede et rul på FRN-RTL spændkurven (også relativt til andre FRN). Derudover skal man huske, at der er udsigt til en mindre andel af FRN i udstedelsen på den anden side af nytår – når vi er ovre ultimo i december, og FRN har fået højere kuponer (og kommer tættere på RTL'erne).

Indregner man rul på FRN-RTL spændkurven, ser okt28 FRN også ganske fornuftige ud. Her skal man selvfølgelig huske, at det primært drejer sig om CIBOR 3M FRN – og skal man ikke normalt gå uden om dem? Det har der været tidspunkter, hvor man skulle – men spændet mellem CIBOR 3M og CITA/DESTR-kurven er på det seneste reduceret for de 2-5 årige løbetider, hvilket betyder at grunden til betænkelighed ved CIBOR 3M FRN er mere eller mindre væk.

Konklusion

Aktuelt ser jan28/apr28 RTL samt jul28/okt28 FRN relativt billige ud. Hvis man da ikke i forvejen har mange af dem, og man evt. har balance til at geare dem op, ser de attraktive ud!

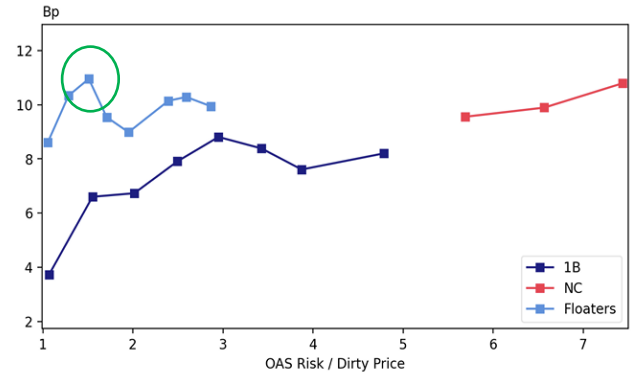
Som en konsekvens heraf lukker vi vores anbefalinger af jul29 og jul30 FRN mod jul28 FRN. Samt vores anbefaling af CITA vs CIBOR 3M FRN.

I stedet åbner vi en anbefaling af en kombination (50/50) af jan28 og apr28 RTL mod en cash- og spreadriskneutral kombination af jul27 og jan29 RTL (hedget med DESTR-swaps). Vi gearer anbefalingen op til en spændrisiko på det lange ben på 3.

Derudover åbner vi en anbefaling af en kombination (50/50) af jul28 FRN og okt28 FRN mod en cash- og spreadriskneutral kombination af okt27 og jan29 FRN. Vi gearer igen anbefalingen op til en spændrisiko på det lange ben på 3.

Anbefalingerne konstrueres på denne måde for at opgøre, om de pågældende obligationer klarer sig godt *relativt* til alternativer, men skal i lige så høj grad ses som en anbefaling af de relevante obligationer i sig selv (for RTL'ernes vedkommende mod swap).

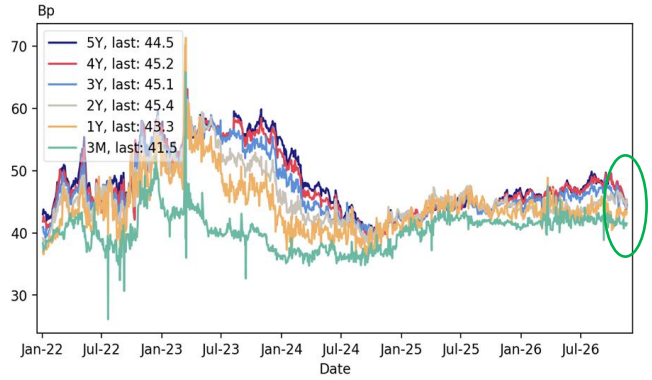
Hedget og funded afkast pr. spreadriskenhed



Viser hedget og funded 12M HPR (for RTL hedget med DESTR-swap) for NYK "standard" FRN og RTL.

Kilde: Nykredit Markets

CIBOR 3M vs CITA spænd (justeret før 1 jan 26)



Viser fixingspænd (3M) og spænd på faste ben på CIBOR 3M og CITA/DESTR swaps.

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 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.

Nykredit Bank A/S – Sundkrogsgade 25 - 2150 Nordhavn - Tlf. 44 55 10 00 - Fax 33 12 04 34