Kort realkreditupdate
Uge 48



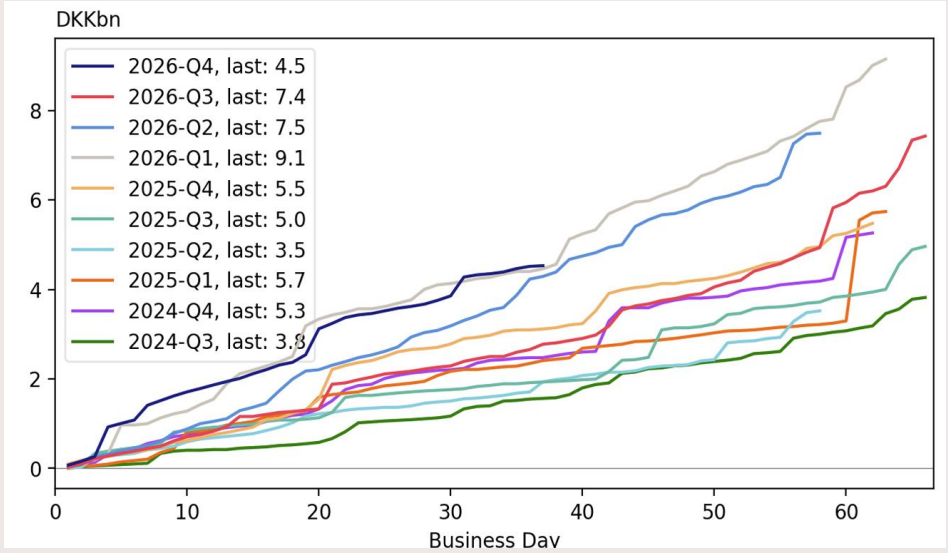
Jacob Skinhøj
Peter Bache
Veronica Bergstrøm
Jakob Friis Frand-Madsen

Nykredit

Udsigt til stor ultimo mellem jul og nytår

- Der udestår 26,5 mia. kr. efter sidste uges refinansieringsauktioner, som skal refinansieres til 1. januar.
- Som vi tidligere har påpeget, har RD formentlig refinansieret noget af udløbet inden auktionerne.
- Det drejer sig umiddelbart om ca. 2 mia. kr. der er kommet i ekstra RTL5-udstedelse fra RD (se øverste graf).
- Det efterlader således omtrent 24,5 mia. kr. som fortsat mangler refinansiering.
- Udtræk til 1. januar fra de konverterbare er denne gang begrænset på kun 5 mia. kr. i alt, og vil dermed bidrage mindre til den samlede ultimoudstedelse.
- Samlet forventer vi derfor ultimoudstedelsen vil ende på 25-28 mia. kr., som forventeligt primært vil komme i FRN mellem jul og nytår.

RD RTL5-udstedelse



Forventet ultimoudstedelse

	Forventet udbud
FRN	16-18 mia. kr.
RTL	8-9 mia. kr.
Konverterbare	~ 1 mia. kr.
Total	25-28 mia. kr.

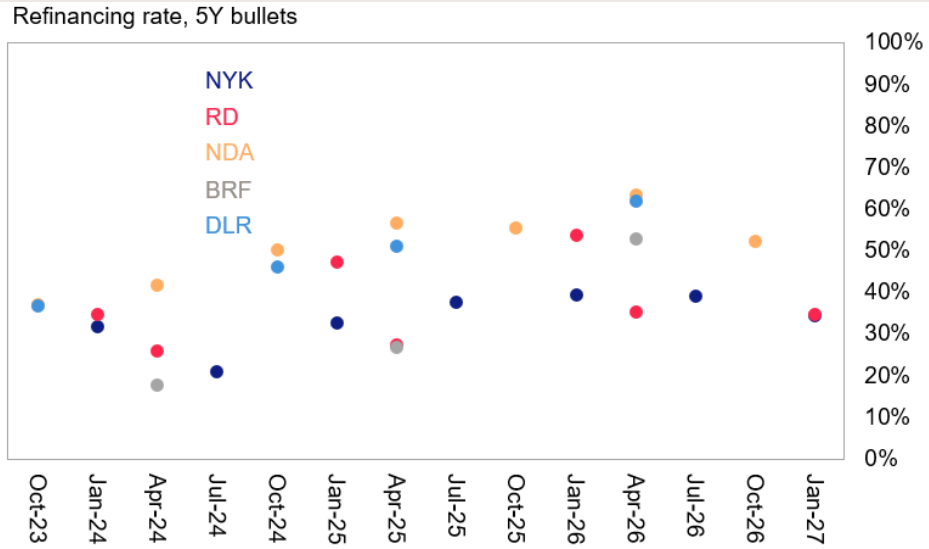
Refinansiering til februar

- Med november refinansieringsauktionerne overstået og ultimoudstedelse, som forventeligt primært kommer i FRN, er der ikke udsigt til større RTL-udbud på denne side af årsskiftet.
- Til 1. april udløber der dog knap 140 mia. kr. i RTL og som skal refinansieres på auktionerne i februar.
- Såfremt februars refinansieringsauktioner bliver en gentagelse af sidste uge, vil det svare til et samlet udbud på 95 mia. kr. hvoraf der skal komme 50 mia. kr. i RTL1, 24 mia. kr. i RTL3 og 16 mia. kr. i RTL5.
- FRN'erne fikser til en ny højere kupon d. 1 januar, og vi forventer, at det vil give anledning til en højere samlet refinansieringsgrad.
- Endvidere er RTL5-udløbet ved februar auktionerne primært fordelt mellem RD, NDA, JRK og DLR, hvoraf især de sidste tre har haft tendens til højere refinansieringsgrader i RTL5.
- Mens NYK – som har tendens til lav RTL5-refinansieringsgrad – har et meget begrænset RTL5-udløb.
- Som det ser ud nu, forventer vi et RTL5-udbud tættere på 20 mia. kr., mens vi ser det overvejende sandsynligt, at RTL1 og RTL3-udbuddet følger mønsteret fra de netop overståede auktioner.
- Samlet set er der således udsigt til et pænt RTL-udbud til februar.

RTL-udløb til 1. april

	Total	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y
NYK	28,966	21,800	3,420	1,335	870	1,540
RD	50,252	20,521	1,298	8,196	509	17,357
NDA	19,094	1,807	529	5,253	124	11,382
JRK	27,964	1,529	1,369	11,578	794	10,007
DLR	13,465	434	619	4,616	524	7,273
Total	**139,742**	**46,091**	**7,235**	**30,977**	**2,822**	**47,560**

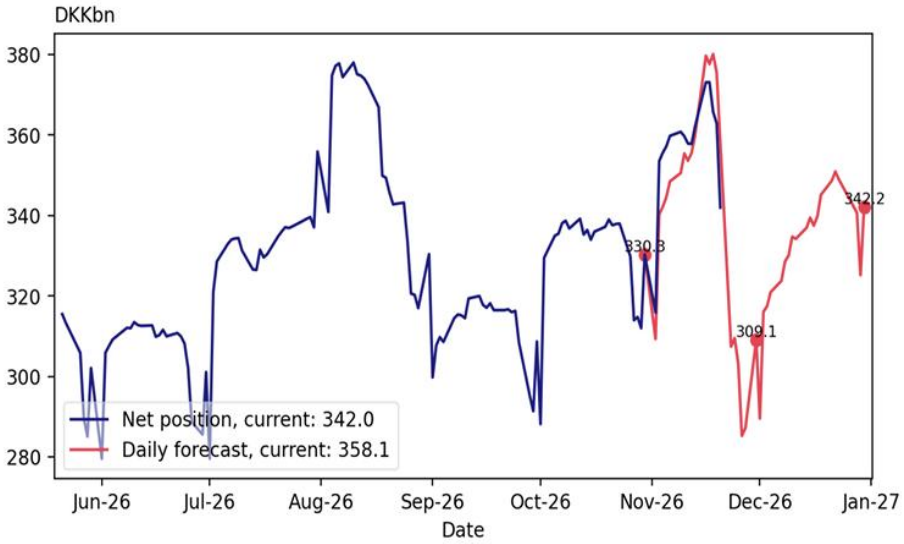
Refinansieringsgrader RTL5



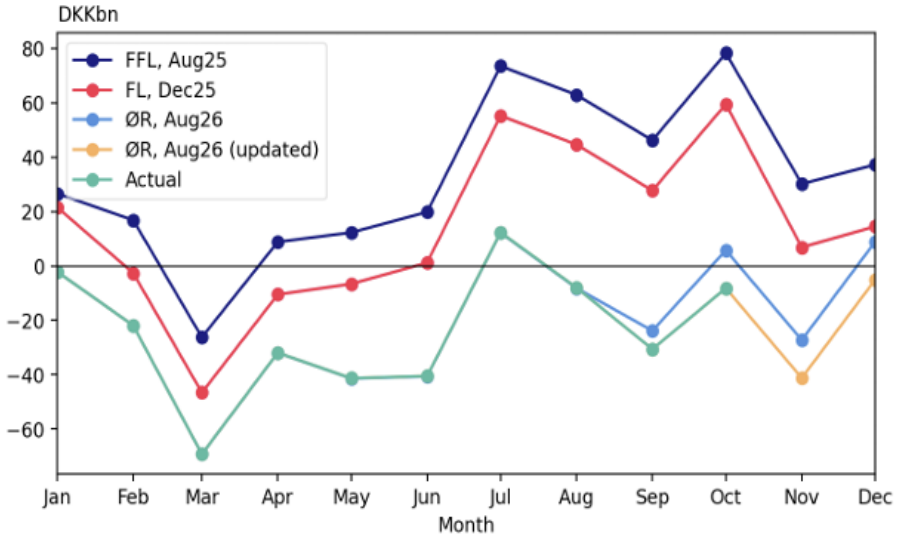
Likviditeten halter efter prognosen?

- På trods af (endnu) en stærk start på måneden, ligger nettostillingen på nuværende tidspunkt ca. 16 mia. kr. under, hvad Nationalbankens dagsfordelte prognose (korrigeret for udstedelse) tilsiger
  - Noget af dette skyldes, at udløbet af DGB'26 var mindre end den cirkulerende mængde i august (som den dagsfordelte prognose var baseret på) pga. tilbagekøb i den mellemliggende periode.
  - En stor del af forskellen skyldes formodentlig også, at selskabsskattebetalingerne i sidste uge (dvs. forud for fristen) har været højere end det, der ligger i prognosen.
  - I eftermiddag får vi et bedre billede af, hvorvidt de *samlede* selskabsskattebetalinger (op til og med fristen) overstiger prognosen (eller om sidste uges "merbetalinger" blot har været en "tidsforskydning"). Dagens tal for nettostillingen er altså særligt interessant!
- Derudover bliver det interessant at se i hvilket omfang det samlede nettofinansieringsbehov i november (hvoraf selskabsskattebetalinger er ét element) kommer til at stemme med prognosen – eller om det endnu engang kommer til at "skuffe".
  - Dette vil også have betydning for tiltroen til prognosens stigning i nettostillingen i december
  - Nettofinansieringsbehovet for november får vi tal for næste onsdag (den 2. december).

Nettostillingen og dagligt forecast



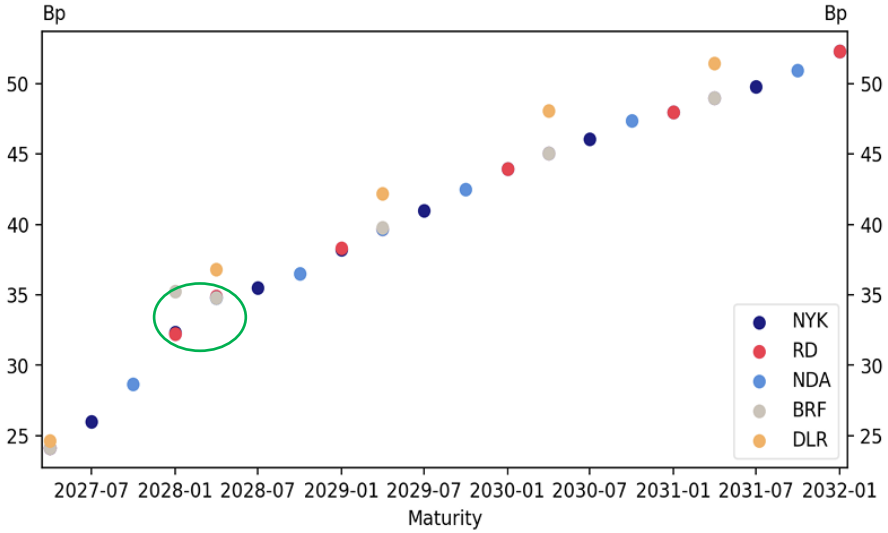
Statens Nettofinansieringsbehov



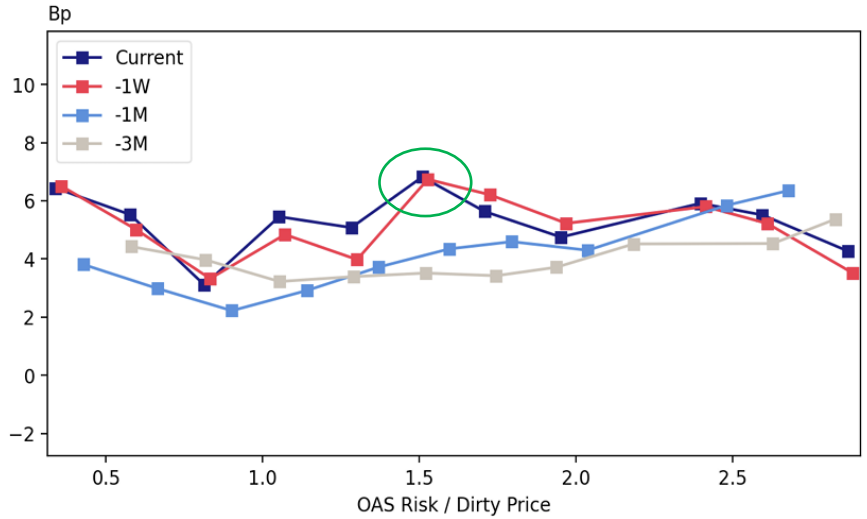
Muligheder i den korte ende!

- Vi sendte i fredags en analyse ud om, at jan28 og apr28 RTL samt jul28 og okt28 FRN tilbyder relativt god værdi
  - Jan28 og apr28 RTL gik billigt på sidste uges auktioner, og ligger nu billigt sammenlignet med omkringliggende løbetider
  - Jul28 FRN er blevet presset ud i spænd til RTL-kurven (også relativt til øvrige FRN) pga. størrelsen af denne termin samt et begyndende ønske fra flere investorers side om at rulle længere ud af kurven fra denne løbetid
  - Okt28 FRN ser relativt attraktiv ud, hvis man også indregner et rul på FRN-RTL kurven. Okt28 er som udgangspunkt CIBOR 3M FRN, og der har tidligere har været et forbehold mod disse. Dette er dog reduceret kraftigt af den seneste udvikling i spændet mellem CIBOR 3M- og CITA/DESTR-swaps
- Risikoen er naturligvis, at ovenstående løbetider skal tabe yderligere (relativt til de omkringliggende), men udbudsudsigterne samt erfaringerne fra FRN-spændene i 2022/2023 dæmper denne bekymring
- Vi ser derfor positivt på jan28/apr28 RTL samt jul28 og okt28 FRN og åbnede i fredags anbefalinger af disse mod omkringliggende RTL/FRN
  - Læs evt. mere her

RTL-spænd til DESTR: LCR-1B/SD(R)O



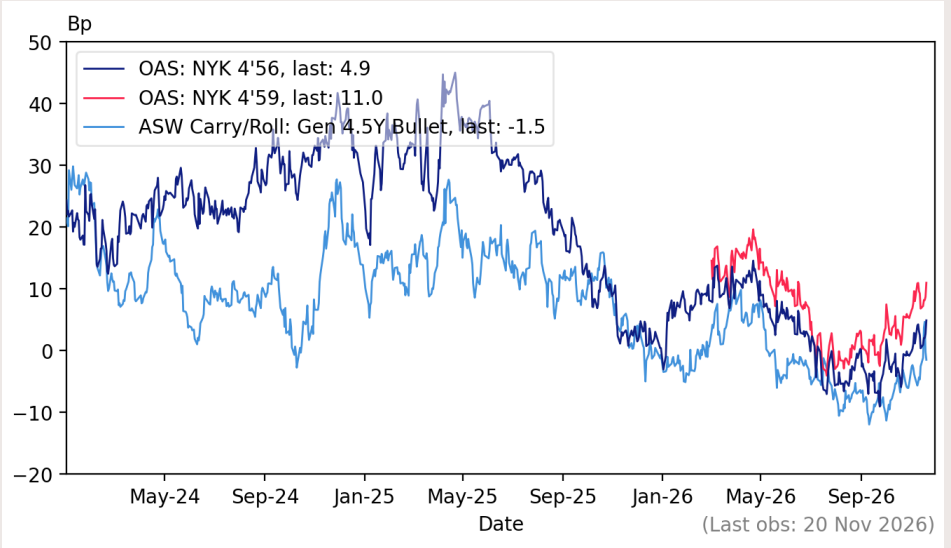
FRN-spænd til RTL-kurven



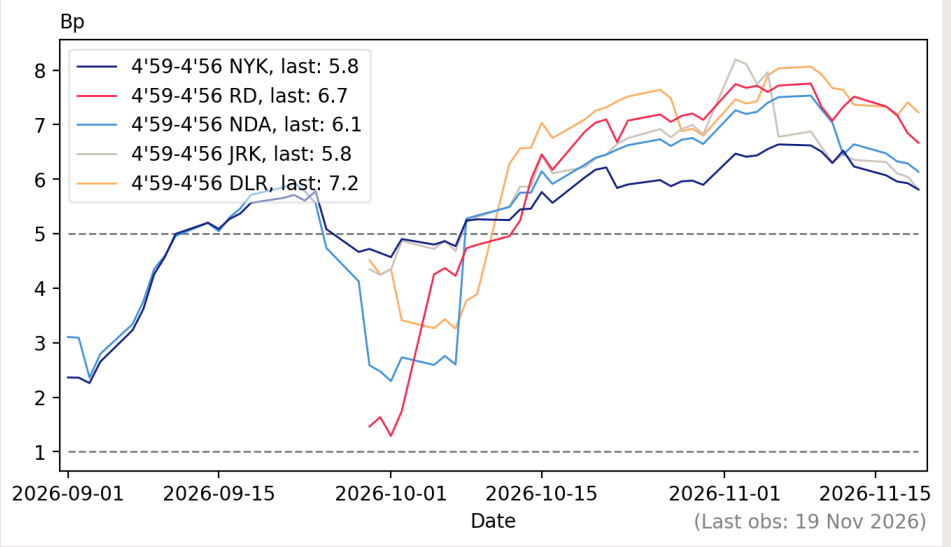
De oversete konverterbare

- De bløde RTL-refinansieringsauktioner i sidste uge gav anledning til spændudvidelser i RTL'erne generelt og lange RTL'er gav sig ud med 2-3 bp.
- Imens tabte de konverterbare kun marginalt i OAS, og det fik os torsdag til at skrive ud, at især 4'56 var blevet for dyr relativt til RTL5 (læs mere her).
- Vi flyttede derfor også vores anbefaling af 4'59 vs. RTL5 til 4'56 vs. RTL5 (varighedsneutralt og inkl. swapoverlays for at hedge volekseponeringen)
- De konverterbare tabte lidt henover torsdag og fredag, hvilket har forbedret den relative prisfastsættelse, men vi tror fortsat at 4'56 skal tabe en smule mere i OAS.
- Vi åbnede endvidere en anbefaling af 4'59 vs. 4'56, som følge af det aktuelle årgangsspænd er 6-8bp, og vi forventer det skal køre ind til 2-3 bp.

Konverterbare er for dyre relativt til RTL5



OAS-årgangsspændet mellem 4'59 og 4'56 (CK92NYK)



Fair kursspænd

- Vi vurderer, at årgangsspændet hovedsageligt er drevet af likviditetsforskelle, indeksrepræsentation og en præmie for at være udstedelsesvare fremfor tilbagekøbsvare.
- Den cirkulerende mængde i 4'59'erne er aktuelt godt 12 mia. kr.
- Selvom det fortsat er væsentligt mindre end de ca. 165 mia. kr. i 4'56'erne, vurderer vi, at den nuværende størrelse er tilstrækkelig til, at investorer kan komme ind og ud af positioner i 4'59'erne på fornuftige niveauer.
- Derudover taler den begrænsede udstedelse i konverterbare obligationer for en lavere udstedelsespræmie.
- Samtidig vurderer vi, at den store cirkulerende mængde i 4'56'erne begrænser potentialet for et squeeze – modsat i eksempelvis 4'53'erne.
- På den baggrund forventer vi, at årgangsspændet indsnævres fra de aktuelle 6-8 bp til 2-3 bp på tværs af udstedere i de kommende måneder.
- Det svarer til en indsnævring af kursspændet på 20-40 øre, jf. tabellen til højre.

Kursspændet skal forventeligt indsnævre 20-40 øre

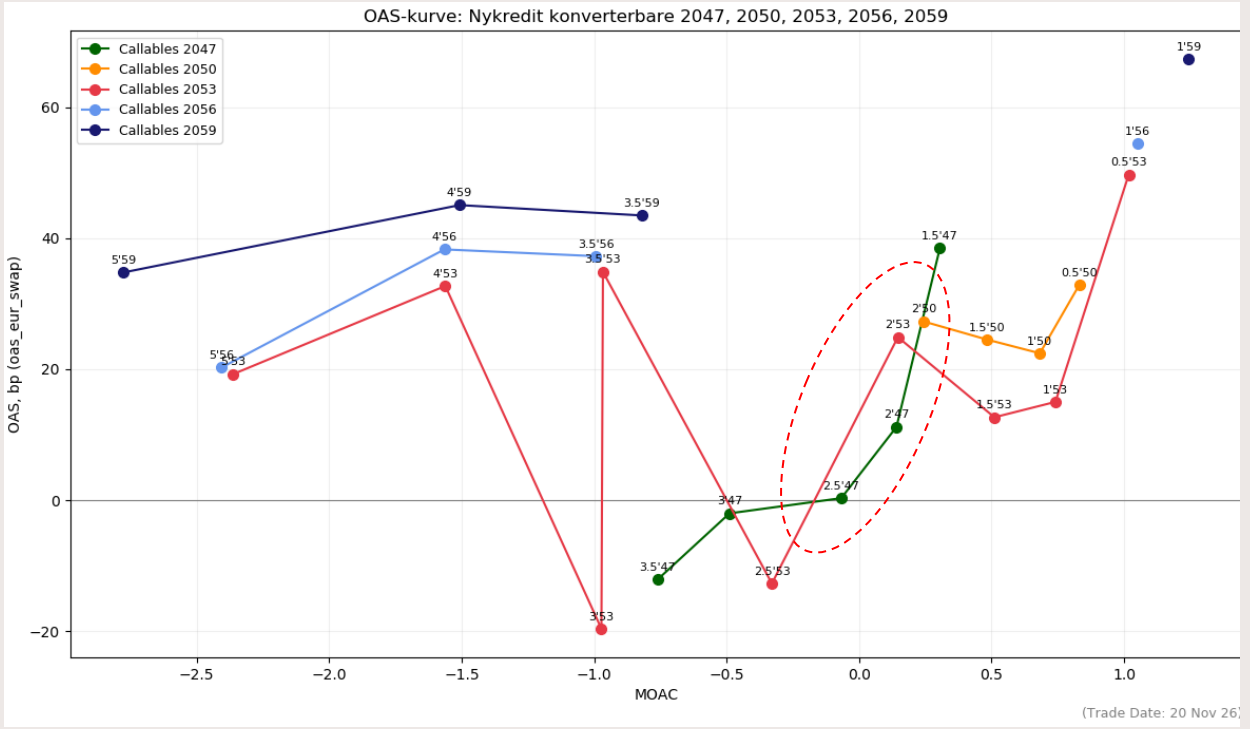
		Kursspænd 4'59-4'56 (DKK) hvis OAS-spændet er:				
Udsteder	Kursspænd nu	5 bp	4 bp	3 bp	2 bp	1 bp
NYK	-0.93	-0.87	-0.80	-0.73	-0.66	-0.59
RD	-1.03	-0.91	-0.84	-0.77	-0.70	-0.64
NDA	-1.01	-0.92	-0.85	-0.78	-0.71	-0.64
JRK	-1.03	-0.96	-0.89	-0.82	-0.76	-0.69
DLR	-1.06	-0.90	-0.83	-0.76	-0.69	-0.62

(Last obs: 20 Nov 2026)

Øget omsætning i lavkuponer

- Nedlukning af mandater har medført øget omsætning i lavkuponobligationer.
- Særligt 2,5% 2047, 2,5% 2047 IO og 2% 2050 IO har oplevet betydelige spændudvidelser på 10-22 bp over den seneste måned.
- Der er en tydelig sammenhæng mellem den øgede omsætning og spændudvidelserne i dette segment.
- Tilbagekøbene i segmentet er meget begrænsede, og der er således blevet omsat obligationer svarende til adskillige års tilbagekøb alene i den seneste måned.
- Spørgsmålet er naturligvis, om nedlukningen af mandater fortsætter, og dermed om den øgede omsætning i lavkuponobligationer også vil fortsætte.
- Vores vurdering er, at det værste er overstået for nu, og at vi ikke vil se yderligere større mandatnedlukninger i år.
- Udstedelsesvarerne er dog heller ikke gået fri og har oplevet spændudvidelser på 6-8 bp over de seneste uger.

EUR Swap OAS – udvalgte konverterbare fra Nykredit

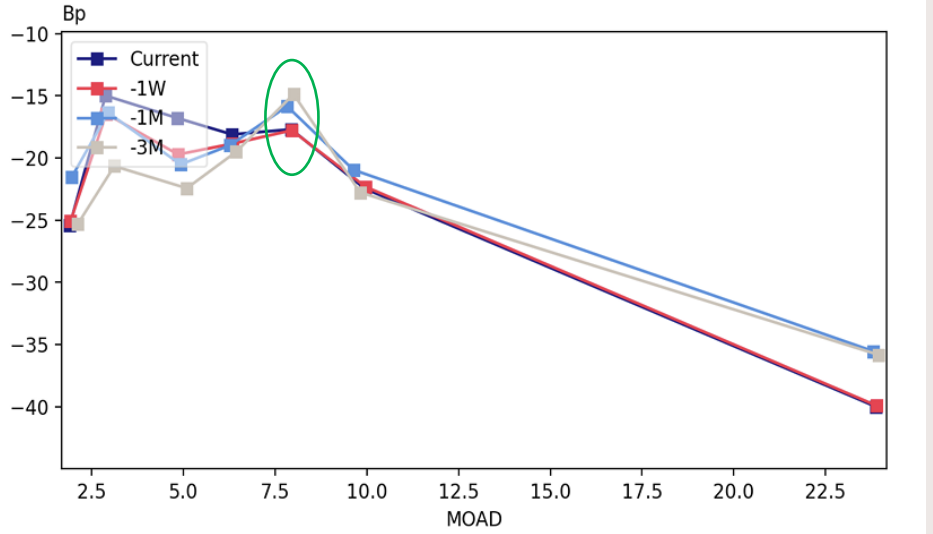


DGB(i)

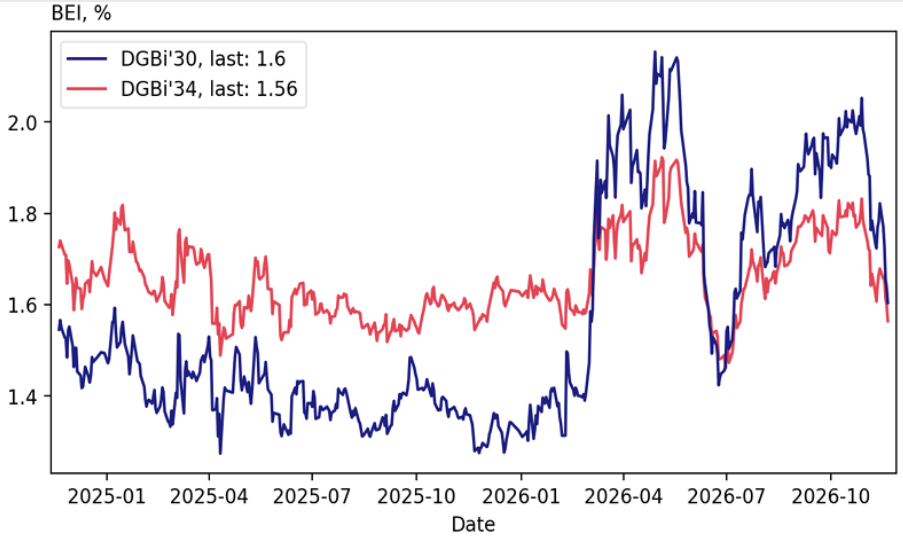
- Relativt til de omkringliggende danske stater har DGB'35 performet mod tyske i den seneste måned (øverste figur)
  - Set mod DESTR har DGB'35 holdt niveauet den seneste måned, mens de omkringliggende har tabt
  - Det betyder også umiddelbart, at man nu skal længere ud på kurven for at finde det højeste hedgede og fundede afkast (korrigeret for spændrisiko)
  - Udstedelsespræmien i DGB'35 er således blevet mindre, og vi ser derfor lidt mindre værdi i DGB'35 p.t.

- Faldende inflationsforventninger har siden slutningen af oktober fået BEI (break even inflationen) på DGBi'30 og DGBi'34 til at falde markant – på linje med, hvad vi har set i europæiske linkers og inflationsswaps
  - BEI er faldet kraftigere for DGBi'30 end for DGBi'34, hvilket har givet vores anbefaling af DGBi'34 vs. DGBi'30 noget hårdt tiltrængt medvind
  - BEI på DGBi'34 ligger fortsat lavere end på europæiske inflationsswaps og linkers end det er tilfældet for DGBi'30. Vi ser derfor fortsat værdi i DGBi'34'eren herfra.

DGB: Spænd til DBR



Break even inflation (sæsonkorrigeret)



Anbefalinger

- Vi har flyttet vores anbefaling af 4'59 vs. RTL5 til 4'56 vs. RTL5 (varighedsneutralt og inkl. swapoverlays til at hedge vol eksponeringen) se også side s.6
- Vores nye anbefaling af 4'59 vs. 4'56 er gået sidelæns og har indtil videre blot kostet os transaktionsomkostninger.
- Vi fastholder alle vores anbefalinger i denne uge.

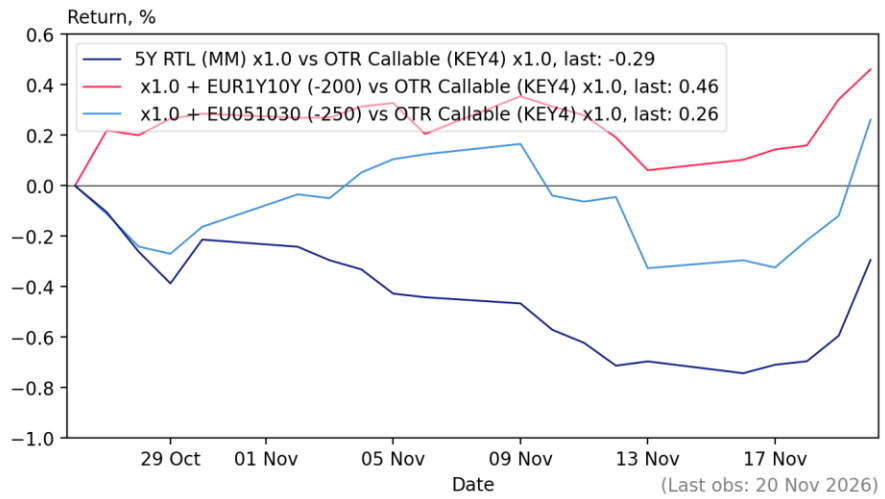
Aktuelle anbefalinger

Opening date	Name	Return 1bd	Return 5bd	Total (incl. costs)
2026-06-15	DGBi'34 vs DGBi'30 (BOX)	-0.05	0.63	-0.64
2026-08-21	3Y FRN vs RTL	-0.00	-0.00	0.00
2026-11-02	RTL jul30 vs jan32	0.00	-0.02	0.03
2026-11-18	4'59 vs. 4'56	0.00		-0.05
2026-11-20	Jan28/apr28 vs jul27/jan29 RTL			-0.01
2026-11-20	Jan28/apr28 vs jul27/jan29 RTL			-0.01

Outlook anbefalinger

Opening date	Name	Return 1bd	Return 5bd	Total (incl. costs)
2026-01-15	NYK 4'56 vs RD 5'56 + JRK 1.5'53 IO	-0.03	-0.20	-1.70
2026-01-26	4'56 vs RTL5	-0.17	-0.31	0.43

RTL5 + overlay vs OTR callable



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.

<u>Anvendte finansielle modeller og metoder</u>

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.

<u>Anbefalings- og risikovurderingsstruktur for statsobligationer og realkreditobligationer (inkl. covered bonds)</u>

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