

Kort realkreditupdate

Uge 35

Peter Bache

Jacob Skinhøj

Jakob Friis Frand-Madsen

Nykredit



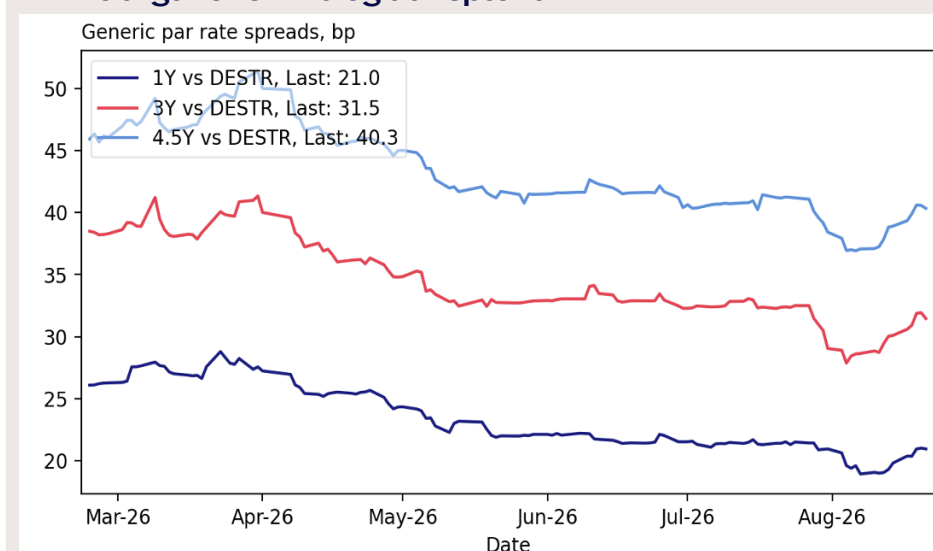
RTL-auktionsuge

- I sidste uge blev FRN-auktionerne overstået, og de gik med 2-3 bp mere til RTL-kurven end forventet.
 - Dette kan dels skyldes, at nogle investorer ikke har CIBOR 3M som deres yndlingsreferencerente, men også at der stadig udestår lidt korrektion i RTL'erne
- Det får vi en fornemmelse af over de næste tre dage, når RTL-refinansieringsauktionerne løber over stablen.
 - Der er forholdsvis begrænsede RTL-udbud på auktionerne (se tabellen)
 - Mens disse mængder ikke i sig selv bør lægge pres på spændende, kan det blive en lejlighed til korrektion sfa. aftagende likviditetsrigelighed og (forventning om) tiltagende udstedelse.
- Overblikket over de kommende dages auktioner (ISINs, mængder, tidspunkter etc.) kan findes i vores [auktionskalender](#)

RTL-udbud på refinansieringsauktioner den 25. til 27. august

	Total	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y
NDA	15,680 (65%)	2,200 (96%)	440 (65%)	4,600 (88%)	240 (67%)	8,200 (53%)
JRK	18,000 (90%)	18,000 (90%)	-	-	-	-
Total	33,680 (76%)	20,200 (90%)	440 (65%)	4,600 (88%)	240 (67%)	8,200 (53%)

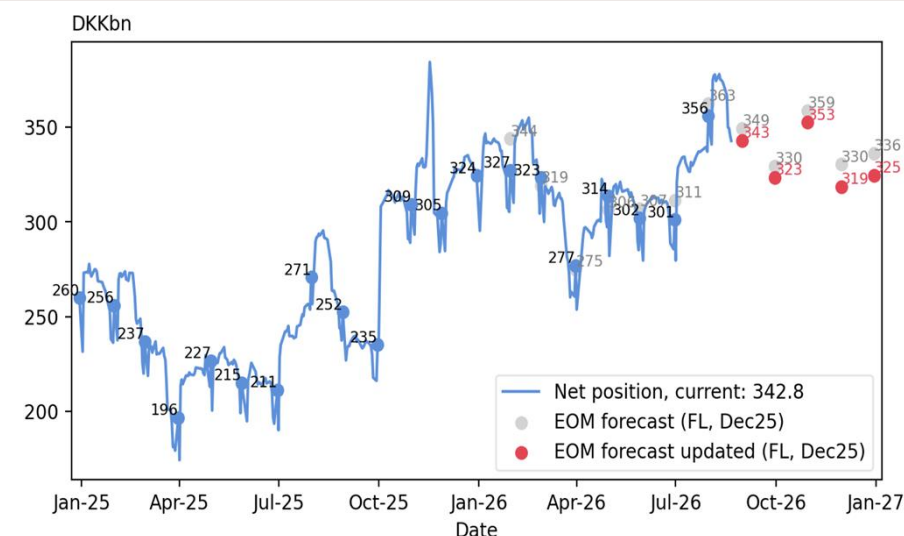
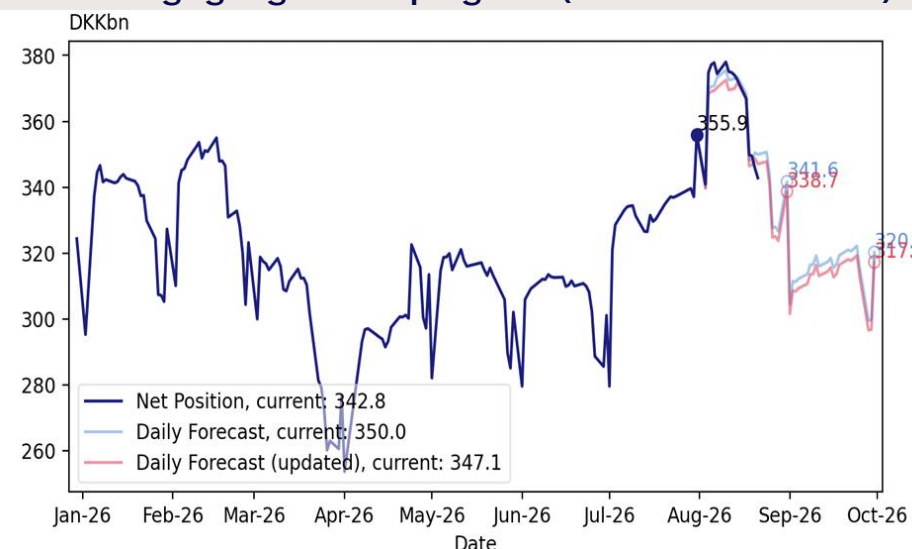
RTL-obligationer: Ind og ud i spænd



Udsigt til let modvind til RTL'erne

- Nettostillingen steg fra 310-320 mia. kr. i juni til 378 mia. kr., da den var højest i første halvdel af august
 - Siden er nettostillingen faldet til aktuelt 343 mia. kr., og den står til at falde tilbage til omkring 310-320 mia. kr. frem mod starten af september
- Selvom der på ingen måde bliver tale om et decideret lavt niveau, må dette forventes at kunne smitte af på spændene på både de kortere og længere RTL-obligationer, som enten direkte eller via de korte FX-forwards påvirkes af likviditetsniveauet
 - Likviditetsudviklingen kan – kombineret med en forventet "normalisering" af det aktuelle meget lave (sommerferie)niveau for RTL-udstedelsen – medvirke til 2-5 bp spændudvidelse på den korte bane
 - Likviditetsmodvinden kan blive forstærket i det omfang august (og de kommende måneder) kommer til at byde på interventioner i valutamarkedet fra Nationalbankens side.
- Ser man lidt længere frem, står nettostillingen p.t. til at slutte 2026 på samme niveau, som den slutte på i 2025 – og dermed kan det almindelige sæsonbetingede fald i nettostillingen i første kvartal 2027 byde på yderligere modvind
- Der kan læses mere om alt dette i vores [analyse](#) fra i fredags

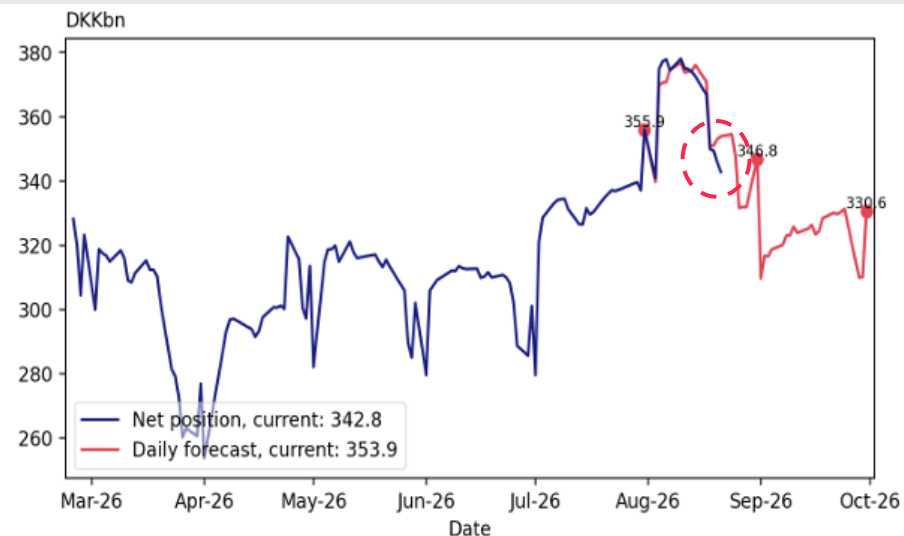
Nettostilling og dagsfordelt prognose (inkl. forv. udstedelse)



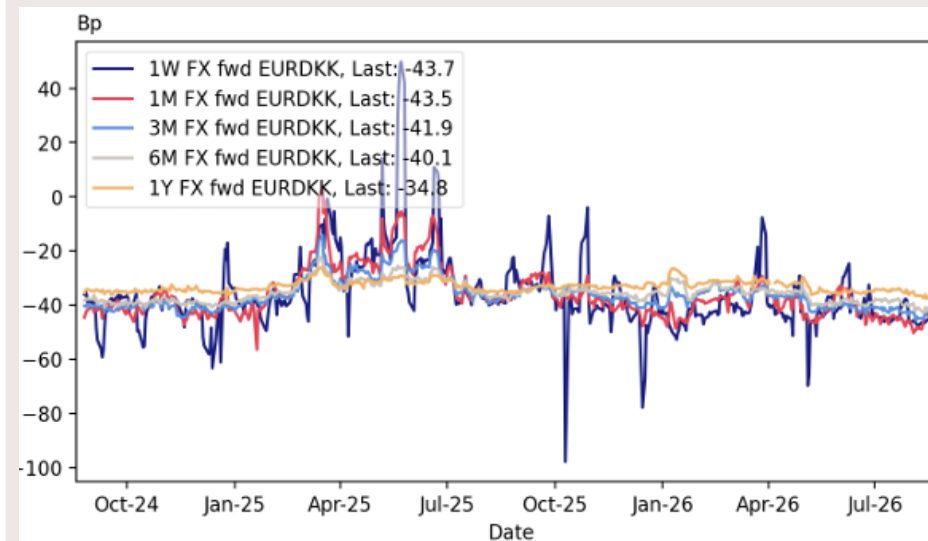
Novo og Nettostillingen?

- Et uventet fald i nettostillingen i torsdags (den 20. & 21. august) kan måske indirekte hænge sammen med Novo Nordisks udbyttebetaling tirsdag den 18. august.
- Udbyttebetalingen i sig selv giver ikke anledning til ændringer i nettostillingen, men Nationalbanken kan have følt behov for intervention den 18. august (vil slå igennem på nettostillingen på valørdagen, dvs. den 20. august) i forbindelse med eventuelle udenlandske aktionærers omveksling fra DKK til egen valuta.
- Markedet priser fortsat ca. 10 bp ensidig dansk renteforhøjelse i løbet af de næste 6 måneder.
- Den meget beskedne valutaintervention i juni sendte et beroligende signal til markedet om risikoen for en ensidig dansk renteforhøjelse.
- Et højere interventionstal for august vil alt andet lige rykke en ensidig dansk renteforhøjelse tættere på. Men hvis interventionen derimod primært skyldes en one-off-begivenhed i forbindelse med Novos udbyttebetaling, bør signalværdien være mere begrænset.

Danish Central Bank, Net Position forecast



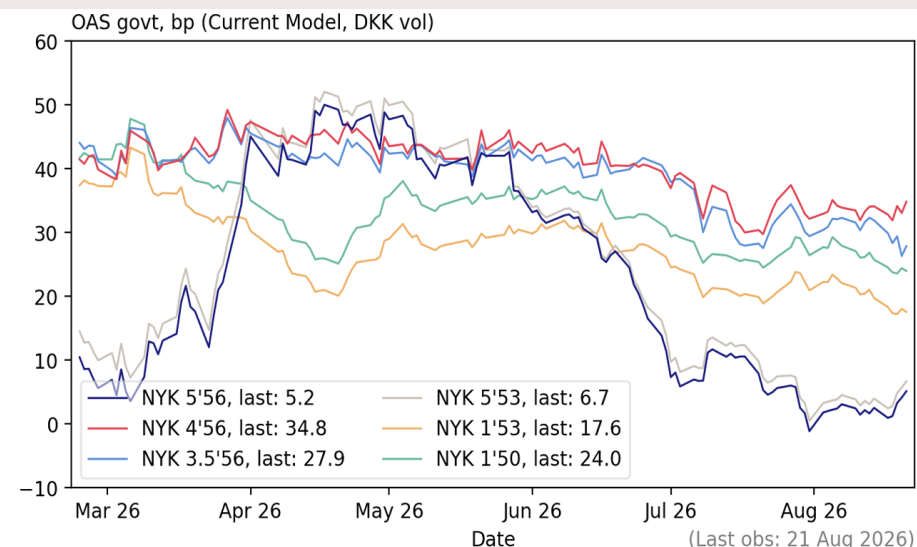
FX forward EURDKK (annualized)



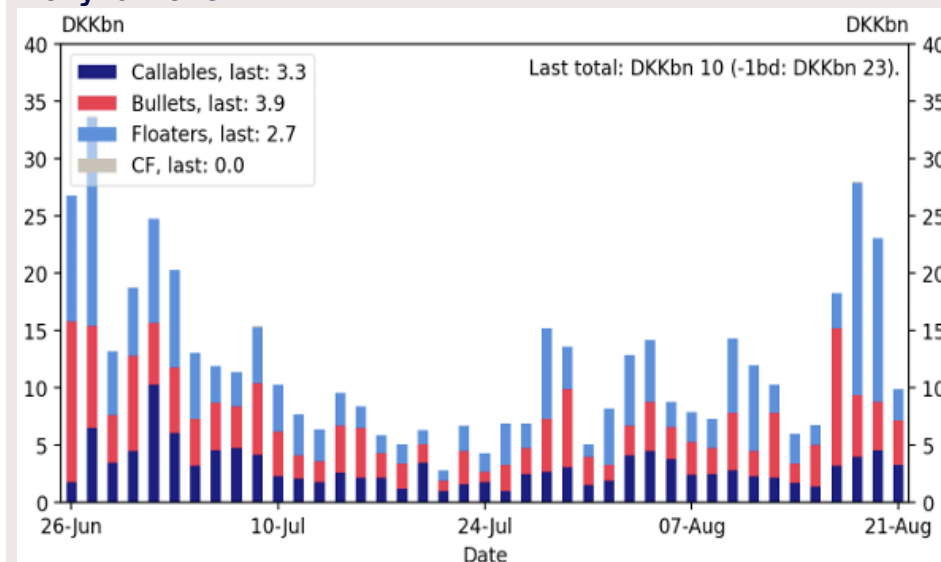
Konverterbare

- Frem og tilbage: Sidste uge var præget af relativt store OAS-bevægelser, hvor spændene på 4'56 kørte ud i lidt af en zig-zag-bevægelse
- Samlet set endte 4%- og 5%-kuponerne ugen nogle bp længere ude, mens 3,5%-kuponerne kørte tilsvarende lidt ind.
- Spredningen imellem kuponerne har ligeledes ligget relativt stabilt, og samlet ligner udviklingen i de forgange par uger en opbremsning i den store OAS-performance henover sommeren i særligt 5%-kuponer.
- Omsætningen viser et entydigt billede i form af øget aktivitet. Ud over refinansieringsauktionerne (som naturligvis giver et boost), er stigningen sandsynligvis først og fremmest et udtryk for, at investorerne er tilbage fra sommerferie, men kan også være delvist drevet af gevinsthjemtagning i 5%-kuponerne, som oplevede OAS-udvidelser.
- De konverterbare "levede" i sidste uge i skyggen af FRN-auktionerne og i denne uge bliver det nok RTL'erne som kommer til at løbe med det meste af opmærksomheden.

30Y Callables: OAS Govt



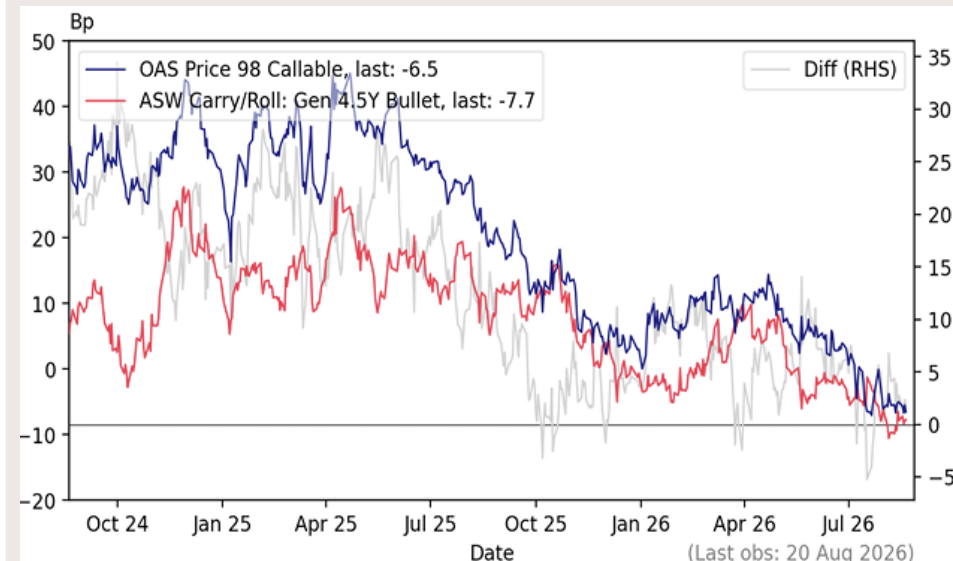
Daily turnover



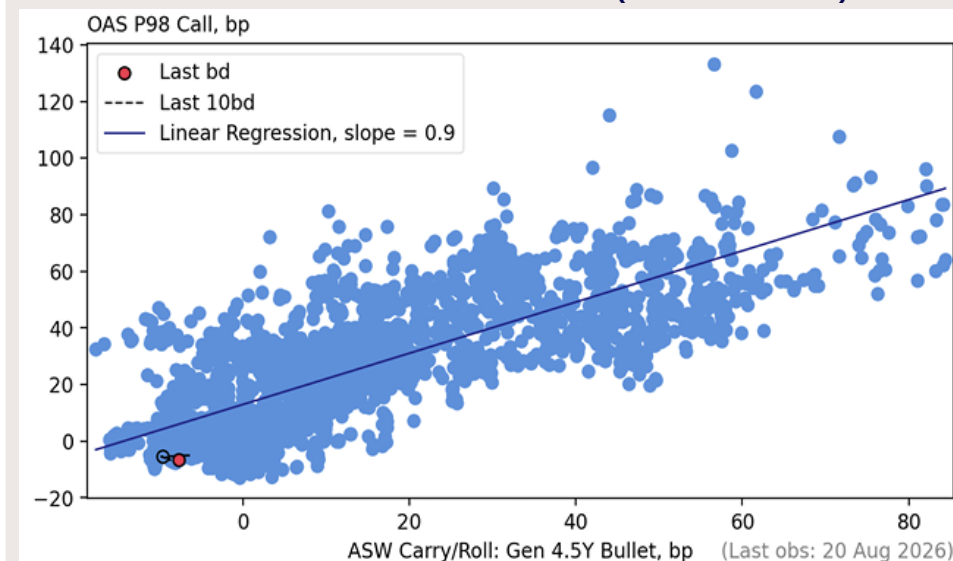
Konverterbare

- På trods af den overordnede stilstand kørte den generiske konverterbare et par bp ind i sidste uge, mens carry/roll-niveauet på en generisk 4,5-årig RTL lå helt fladt.
- Merværdien i de konverterbare var i forvejen skrumpet gennem sommeren, og med ugens bevægelse er der stort set ikke noget tilbage — de to handler reelt på samme niveau.
- Set i historisk lys får man derfor nu for lav betaling for den negative konveksitet. Ved det nuværende carry/roll-niveau i RTL'erne ligger OAS på de konverterbare under, hvad sammenhængen tilbage fra 2014 tilsiger.
- Både RTL'er og konverterbare handler desuden i bunden af 12 års observationer, og herfra er der umiddelbart mere plads til udvidelse end til yderligere indsnævring.

OAS Price 98 Callable vs. Gen 5Y Bullet



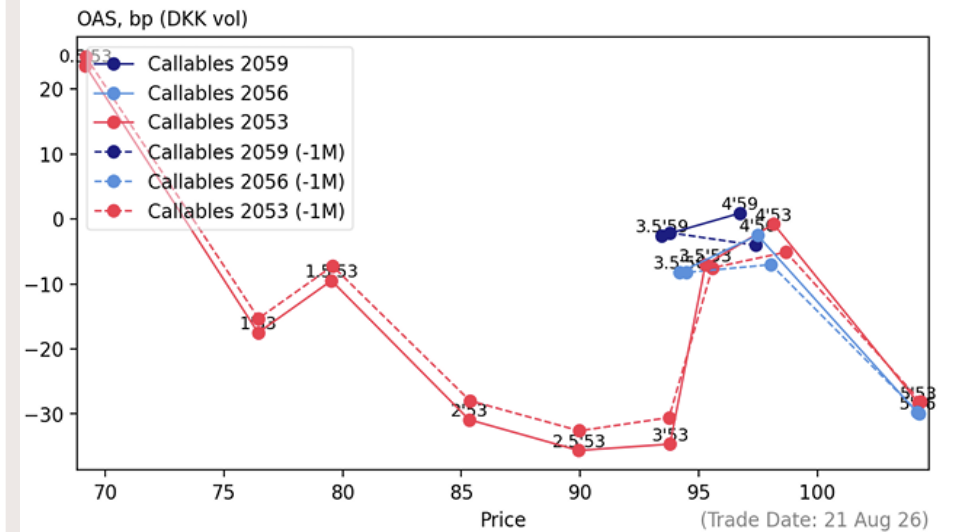
OAS Price 98 Callable vs. Gen 5Y bullet (Start 01 Jan 14)



5'59IO – ny pige i klassen?

- Kursfaldet på 30-årige konverterbare obligationer hen over sommeren har bragt åbningen af 5'59 IO tættere på.
- Med 4'59 IO aktuelt i kurs 95,75 er der dog fortsat et stykke vej.
- Med et forventet OAS-niveau omkring 0 og en debitorfordeling identisk med 4'56 IO vil 5'59 IO aktuelt have en kurs omkring 101,10 til 101,25.
- Det vil dermed kræve en yderligere rentestigning på ca. 30 bp og/eller en tilsvarende OAS-udvidelse, før udstedelsen flytter fra 4'59'ere til 5'59IO.

OAS vs Price (DKK vol)



CK93 – early days

- Der er stadig lang tid til fristen for opsigelser til januarterminen (ultimo oktober), men de ugentlige førtidige indfrielse begynder så småt at give en fornemmelse for, hvilken sti vi er på
- De første indikationer peger i retning af, at det bliver endnu en termin med begrænsede indfrielse – de samlede indfrielse er i hvert fald indtil videre snarere på niveau med oktoberterminen (2026) end de foregående, større terminer
 - Det skyldes naturligvis til dels, at den udestående mængde af 5%-konverterbare er kraftigt reduceret
- I givet fald er det sandsynligt, at tredje kvartal ender med en nettovækst i det konverterbare segment tæt på nul
 - Den aftagende udstedelse betyder således, at det lavere indfrielsesomfang ikke er tilstrækkeligt til at gøre nettovæksten nævneværdigt positiv

Anbefalinger

- Spændudvidelser i 4'56 gjorde, at sidste uge var hård for flere af vores anbefalinger
 - Vi åbnede [i fredags](#) en anbefaling af 3Y FRN vs RTL (hedget)
 - Øvrige anbefalinger fastholdes
- Vores anbefaling af RTL5 (inkl. swap-/swaptionoverlays) vs 4'56 havde imidlertid en god uge (se figuren nederst)
 - RTL5 + overlays har samlet set fungeret som en relativt fornuftig replikation af konverterbare
- Vores anbefaling af 4-5Y tyske covered bonds mod RTL (begge mod ESTR, for RTL'ens vedkommende inkl. basisswap) har også haft endnu en god ude, og er nu kommet helt igen efter en skæv start
 - Afkastet på anbefalingen har været 0,13 den sidste uge, og anbefalingen er tilbage i nul før handelsomkostninger (indgår ikke i tabellen)
 - Vi ser fortsat positivt på anbefalingen, idet yderligere korrektion af prisningen af RTL vs EUR covered bonds (set på denne måde) forekommer mere sandsynligt end det modsatte. Se evt. nærmere [her](#)
 - Vi fastholder derfor anbefalingen.

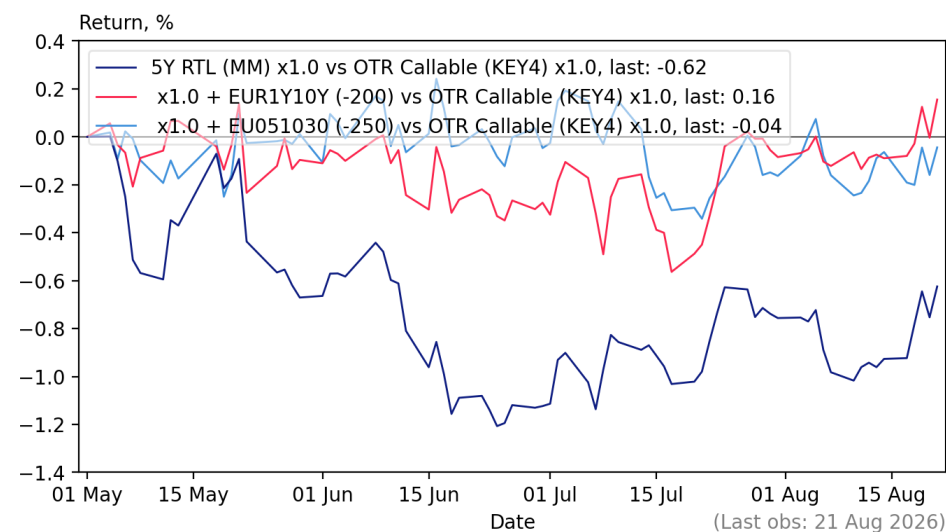
Aktuelle anbefalinger

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)	-0.26	-0.81
2026-06-26	RTL5 vs RTL3	-0.00	-0.02
2026-07-07	4'56 vs 1'50 & 5'53	-0.27	-0.67
2026-08-21	3Y FRN vs RTL	N/A	-0.01

Outlook anbefalinger

Opening date	Name	Return 5bd	Total return
2025-08-25	CITA vs CIBOR 3M FRN	-0.00	-0.01
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	-0.32	-1.26
2026-01-26	4'56 vs RTL5	-0.37	0.22

Anbefaling: RTL5 vs. OTR-konvertebare inkl. swapoverlays



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