

Kort realkreditupdate

Uge 40

Jacob Skinhøj

Peter Bache

Veronica Bergstrøm

Jakob Friis Frand-Madsen

Nykredit



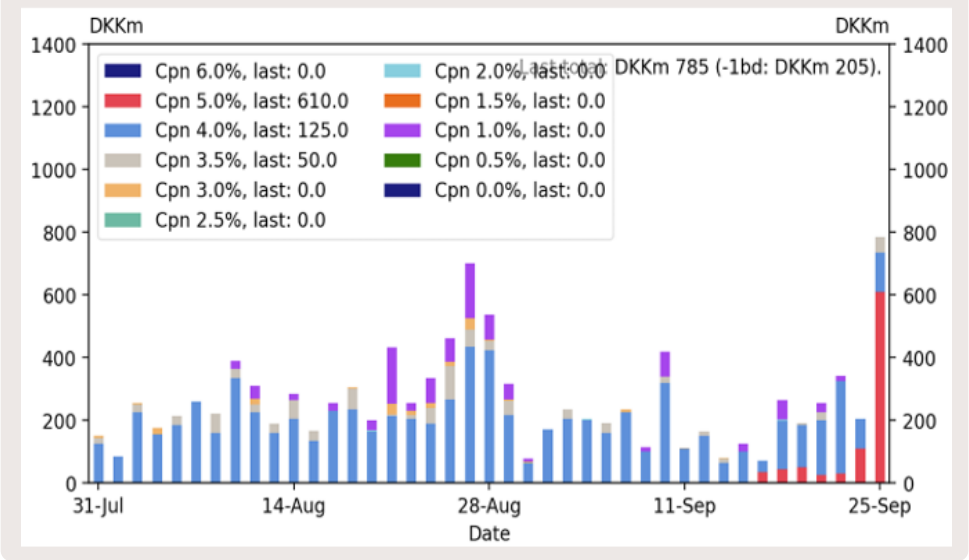
Spring i udstedelsen af konverterbare og ekstra FRN

- I sidste uge udgav vi vores forventning til ultimoudstedelsen, hvor vi lagde op til en relativt lille, men fortsat FRN-domineret omgang (se [her](#))
- Fredagens første ultimoflow var overordnet i tråd med det billede (1,6 mia. kr. FRN, 1,0 mia. kr. RTL og 0,8 mia. kr. konverterbare).
- Den ekstra konverterbare udstedelse tror vi i høj grad er drevet af udskudt aktivitet fra låntagere, der har ventet på muligheden for at optage fast rente til en høj kurs. Vi forventer en normalisering herfra, tilbage mod 200-300 mio. kr. dagligt i konverterbar udstedelse.
- Derudover har Nykredit annonceret ekstra FRN-udstedelse på 6 mia. kr. i morgen relateret til prioritetslån, som ikke er medregnet i vores oprindelige ultimoforventning.
- Medregnes dette i ultimoudstedelse, opjusterer vi vores estimat for FRN-udstedelsen til 10-11 mia. kr.

Opdateret forventning til ultimoudstedelsen

Mia. kr.	Sidste uge	Opdateret
FRN	4-5	10-11
RTL	2-3	2-3
Konverterbare	<1	<1
Samlet	6-8	12-14

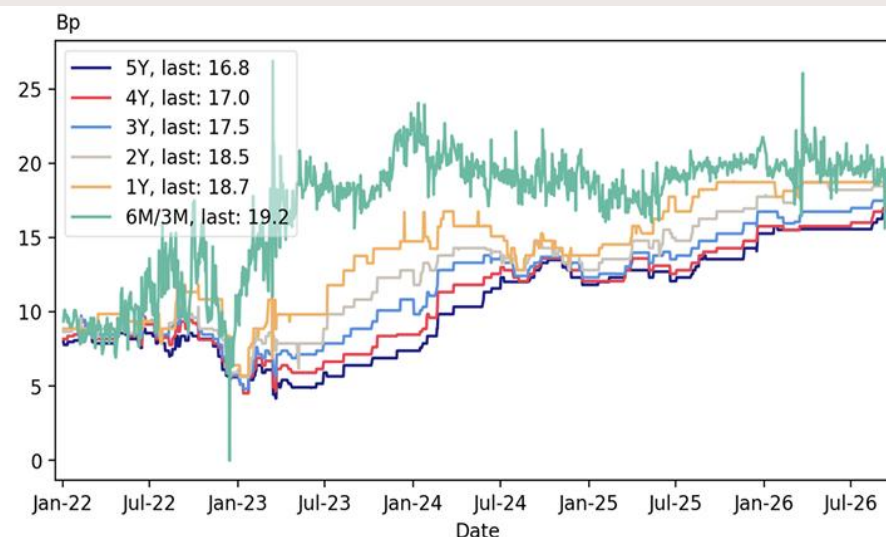
Spring i udstedelsen af konverterbare fredag d. 25/9



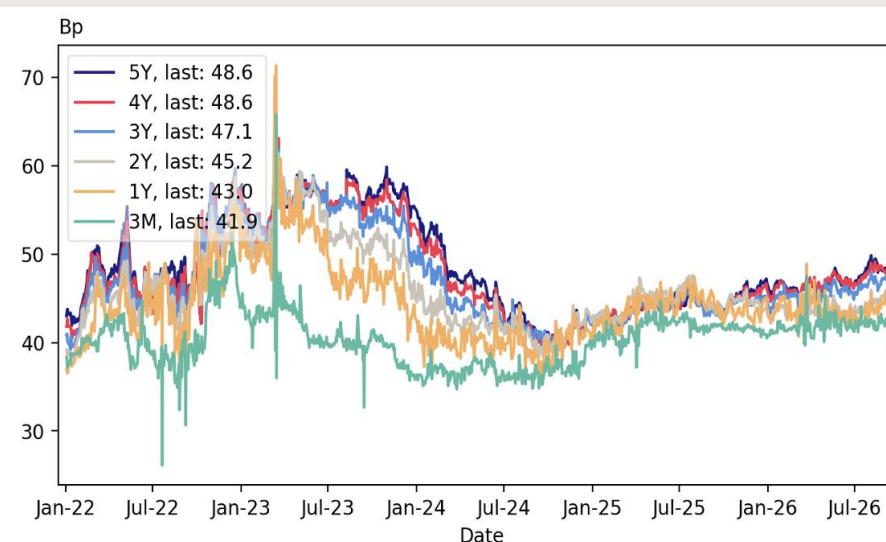
FRN: På hvilken basis?

- Vi har i år set en stigning i CIBOR 6M swaprenter relativt til CIBOR 3M (se øverste figur)
 - Dette kan ses som indprisning af fremtidige højere CIBOR 6M fixinger relativt til CIBOR 3M fixinger, og det har dermed givet medvind til CIBOR 6M FRN relativt til CIBOR 3M FRN
 - Vores anbefaling af CIBOR 6M FRN over CIBOR 3M FRN fra starten af året er således kommet i pengene. Vi ser mindre potentiale i anbefalingen herfra, og tager derfor profit.
- Vi har også set stigninger i CIBOR 3M swaprenter relativt til CITA
 - Dette har ikke ramt vores anbefaling af CITA FRN over CIBOR 3M FRN (som er gået sidelæns), da det primært er sket for længere løbetider end de konkrete FRN, der har indgået i vores anbefaling.
 - Vi foretrækker sådan set fortsat CITA over CIBOR 3M FRN, men er p.t. lidt afventende med at åbne en sådan anbefaling for længere FRN
 - Kommer der mere klarhed over situationen i mellemøsten, navnlig udsigterne for energipriser, inflation og renter, vil vi klart foretrække CITA FRN over CIBOR 3M.
- Det er muligt, at de knap 5,9 mia. kr. CITA 3M okt28 FRN fra NYK, som er på auktion i morgen, kommer til at gå en anelse billigt – og i så fald kan de vise sig at blive et fint køb relativt til NYKs øvrige (CIBOR 3M) okt28 FRN.
 - Men man skal huske at få mindst 5 bp i OAS-rabat for konverterbarhed!

CIBOR 6M vs CIBOR 3M (6M/3M som box mod CITA)



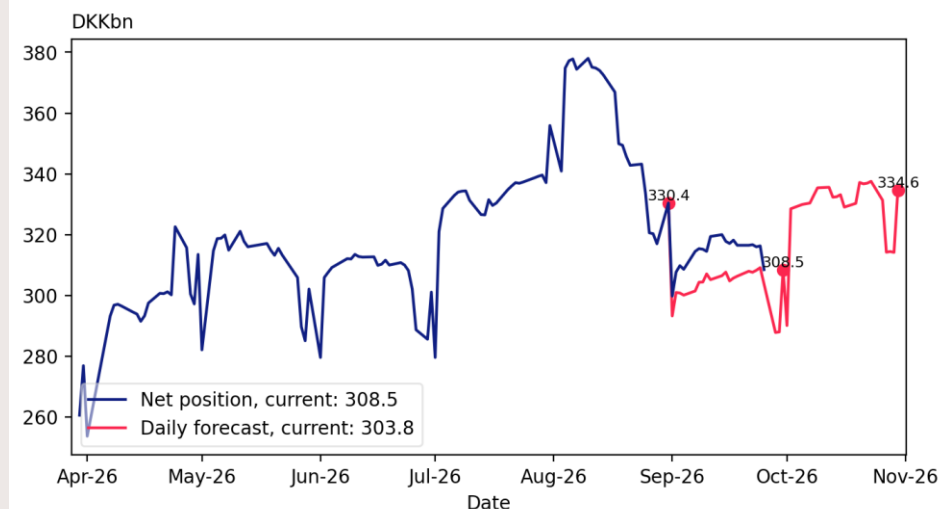
CIBOR 3M vs CITA (justeret for 19bp før 1/1/2026)



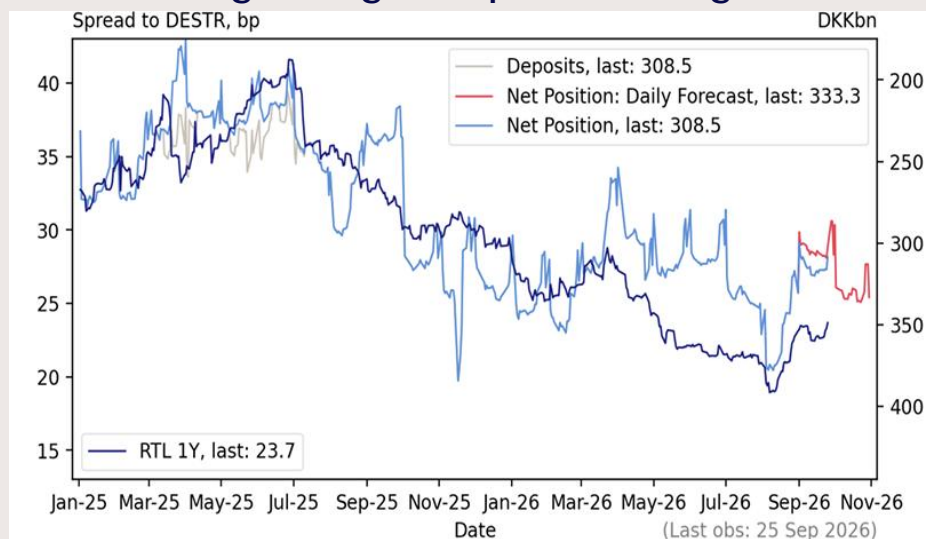
Likviditeten: Tilbage på sporet

- Nettostillingen lå fredag eftermiddag på 308,5 mia. kr.
 - Dette er 4,7 mia. kr. mere end den dagsfordelte prognose for september tilsiger (korrigeret for faktisk udstedelse af statsobligationer og skatkammerbeviser)
 - De 4,7 mia. kr. er noget mere ned de godt 14 mia. kr., som nettostillingen lå over den dagsfordelte prognose to uger tidligere. Det mønster vi har set de seneste måneder, hvor nettostillingen ligger højere relativt til den dagsfordelte prognose i første halvdel af måneden end den gør i den sidste halvdel af måneden, ser således ud til at gentage sig.
- I september udviser nettostillingen endnu ikke klare tegn på hverken interventioner i valutamarkedet fra nationalbankens side eller et "catch up" i statens nettofinansieringsbehov (læs mere [her](#)).
- I oktober står nettostillingen til at stige til omkring 335 mia. kr.
 - Det forventes at give en pause i den likviditetsmodvind, som de korte RTL-obligationer har mødt den sidste måneds tid.
 - Med mindre vi får det omtalte "catch up" i statens nettofinansieringsbehov i november og (navnlig) december, så står stigningen i oktober dog til at fordampe igen i november/december.

Nettostillingen nærmer sig den dagsfordelte prognose



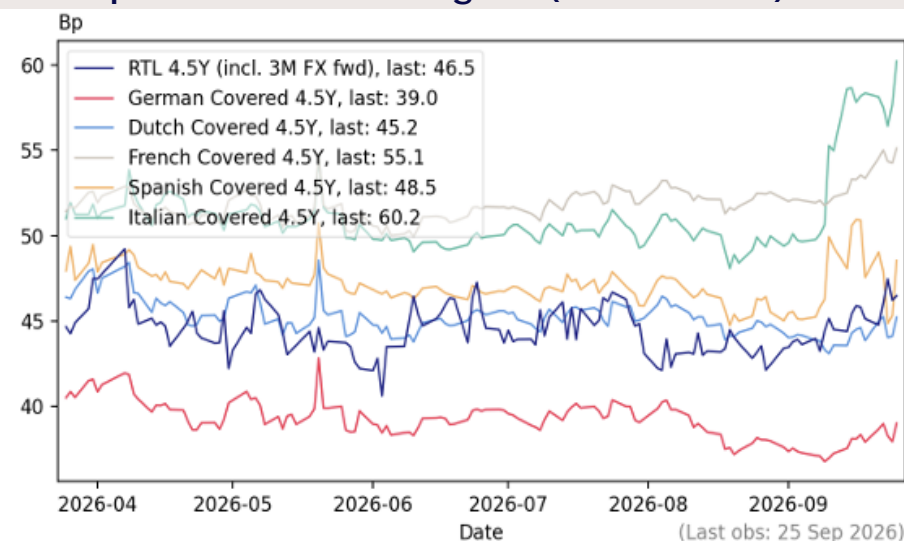
Korte RTL-obligationer gik ud i spænd i sidste uge



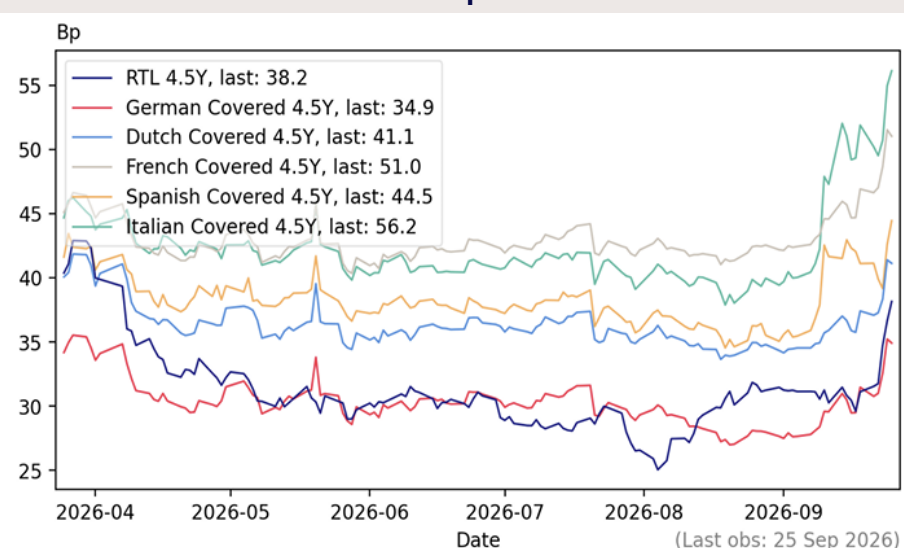
RTL vs EUR covereds: Følges ad

- De 4,5 årige RTL-obligationer har tabt mod ESTR siden starten af september (i figuren er spændet opgjort vha. 3M FX fwd)
 - Vi har set noget omtrent tilsvarende for EUR covered bonds, og udviklingen har ikke påvirket den relative værdi afgørende
 - RTL'erne ligger fortsat til den dyre side, når spændet til ESTR opgøres pba. en maturity-matched basisswap, men vi skal formodentlig ind i første kvartal 2027 – hvor faldende likviditet kan presse de korte FX forwards – før dette "retter sig"
- RTL'erne og EUR covered bonds tabte i sidste uge mod henholdsvis danske og tyske statsobligationer
 - Dette afspejler hovedsageligt den performance i statsobligationer mod swap, som fornyede stigninger i oliepriserne og en søgen mod sikkerhed gav anledning til (se også nedenfor)
- RTL'erne (og FRN) kan få en lidt tung uge i denne uge, da ultimoudstedelsen i den aktuelle situation kan lægge lidt pres på spændene
 - Vi forventer dog ikke, at dette vil give varige spændudvidelser relativt til fx EUR-covereds.

ESTR-spænd: EUR covereds og RTL (via 3M FX fwd)



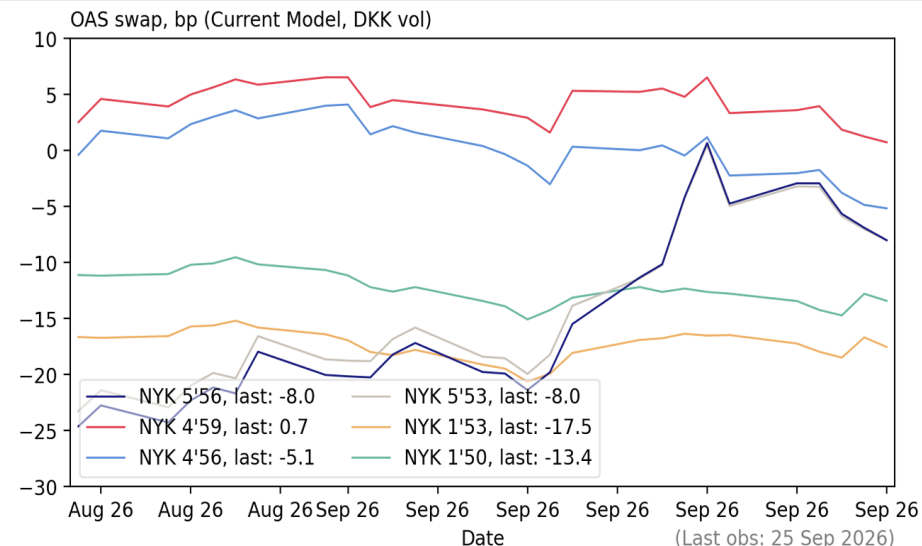
RTL and EUR covered bonds: Spread to DGB/DBR



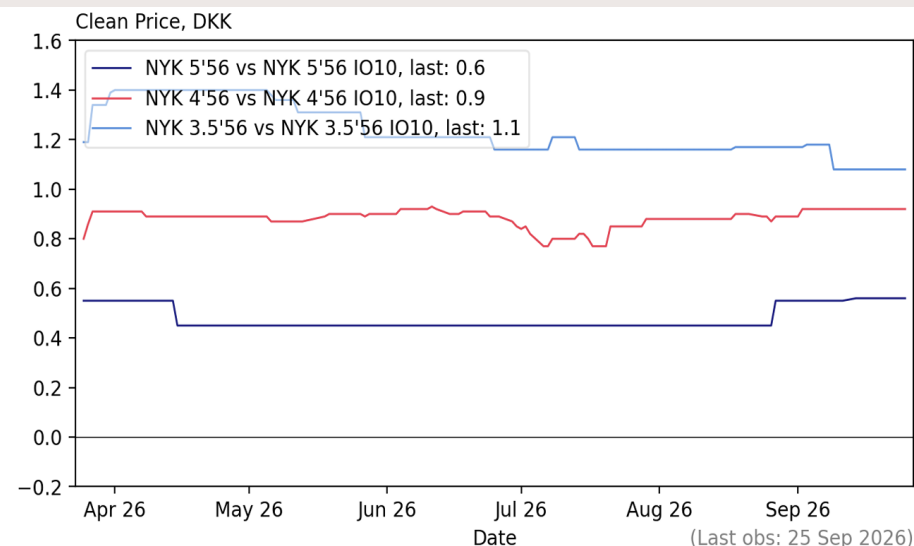
5'59 tid til at købe?

- Udstedelsen af konverterbare skal nu i 5'59 A/IO og der var pænt udstedelse i fredags.
- Vi har tidligere skrevet, at såfremt 5'59 kan fås på et højere OAS end de tilsvarende 4'59 serier, ser vi dem som et fornuftigt køb.
- 5'59 A har pt. et OAS på omkring 6-7 bp, og dermed noget højere end 4'59 A, som har OAS omkring 0.
- Vi ser derfor 5'59 A, som et fornuftigt køb på de aktuelle niveauer og når NYK's 5'59 A begynder at komme på tap, vil vi anbefale køb.
- Vi er mere bekymrede for 5'59 IO serierne. Kursspændet mellem A og IO serierne ligger pt. omkring 50 øre – hvilket er identisk med kursspændet mellem 5'56 A og IO – og dette forekommer for lavt.
 - Når kursspændet mellem A og IO blev reduceret i de gamle 5%'ere, var dette i høj grad et resultat af, at de var så langt over kurs 100, at udtræksrisiko blev den primære driver af prisingen.
 - I de nye 5%'ere bør prisingen i højere grad afspejle cashflowet, og kursspændet mellem A vs. IO bør være højere, tilsvarende hvad der gør sig gældende for 4'56 A vs. IO.
 - Samtidig, viser erfaringen fra 5%'erne at de store træk primært kom i IO serierne, hvilket ligeledes taler for at spændet mellem A og IO bør være højere.

30Y Callables: OAS Swap



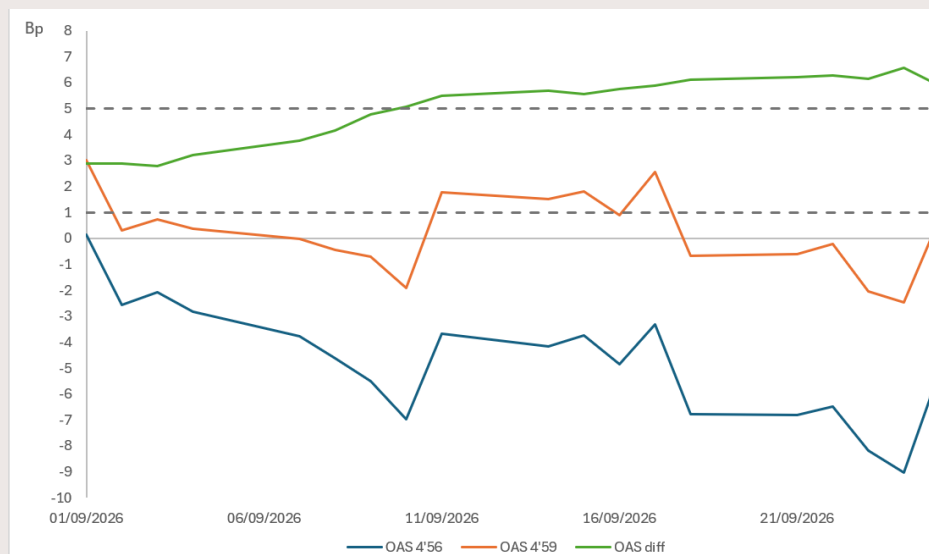
Kursspænd A vs. IO



4'59 vs. 4'56

- Vi fastsatte i starten af september et fair OAS spænd mellem 4'59 og 4'56 på 1-5 bp. Såfremt spændet blev højere end de 5 bp, anbefalede vi køb af 4'59 vs. 4'56 og vice versa.
- Spændet er p.t. knap 6 OAS punkter, så spørgsmålet er om man skal købe 4'59 mod 4'56 nu.
- I og med udstedelsen er flyttet til 5'59, er vi tilbøjelige til at sige nej.
- Det der kan tale for at spændet aktuelt er for højt, er at vi har set pæn performance i 4'56, hvilket vi tilskriver forventninger om at genplacering vil sker her.
- Følger terminen det sædvanlige mønster skal 4'56 tabe igen, når vi er på den anden side af genplaceringen.
- 4'59'erne er fortsat meget små serier, og når udstedelsen aktuelt er i 5'59, er det blevet sværere at skaffe disse.
- Samtidig betyder skiftet i udstedelsen alt andet lige, at det vil tage længere tid at opbygge 4'59, og at en evt. indeksrepræsentation er rykket længere væk.
- Det synes vi taler for, at årgangsspændet aktuelt skal være højere end hvad der var tilfældet i starten af september.
- Grundet den begrænsede serie størrelse i 4'59, vil vi generelt være påpasselige med at købe dem, før de bliver udstedelsesvare igen.

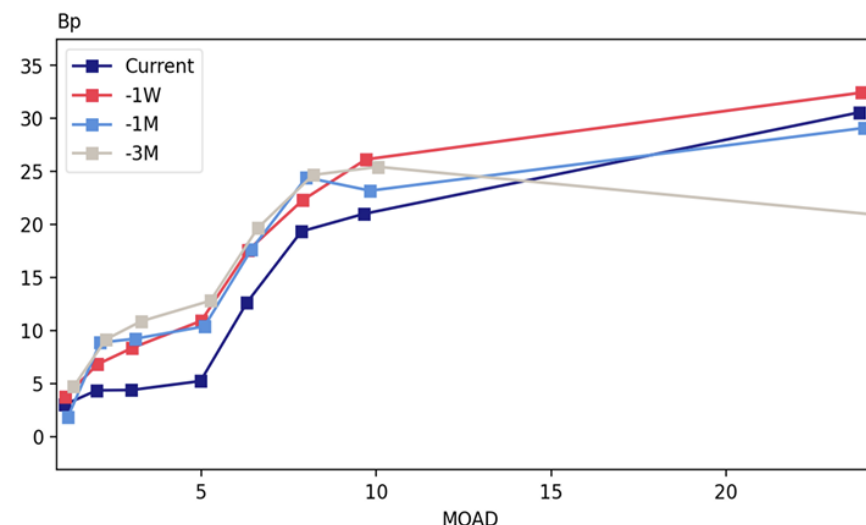
OAS og OAS forskel 4'56 vs. 4'59



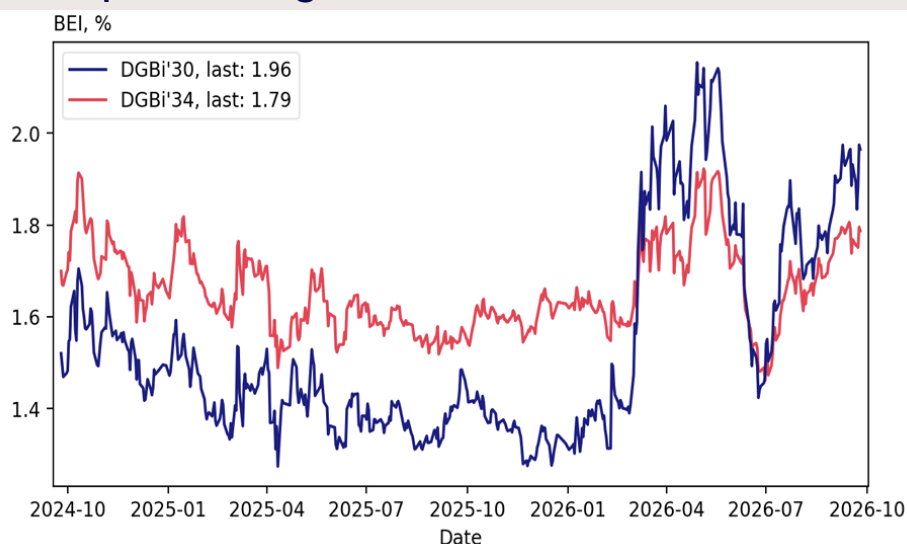
DGB(i)

- I sidste uge så vi pæne indsnævninger af DGB-spænd til DESTR
 - Et brud med forrige uges tendens til faldende oliepriser betød, at sidste uge bød på pæne rentestigninger og en generelt øget præference for sikre aktiver
 - Således steg bobl-swap spændet godt 5 bp onsdag og torsdag i sidste uge (dvs. performance i tyske stater mod swap), sideløbende med at olieprisen steg igen til niveauet fra midt i september. For ugen som helhed steg bobl-swap spændet omkring 2,2 bp.
 - Spændindsnævringen for DGB følger i vid udstrækning den udvikling vi har set for tyske stater
- Sidste uges udvikling bidrager også til at holde BEI på DGBi'30 højere end på DGBi'34
 - Det betyder, at vores anbefaling af DGBi'34 vs DGBi'30 (som box mod nominelle stater) fortsat er godt ude af pengene.
 - Vi forventer dog, at den vil komme igen i de kommende måneder og fastholder anbefalingen.

DGB vs DESTR



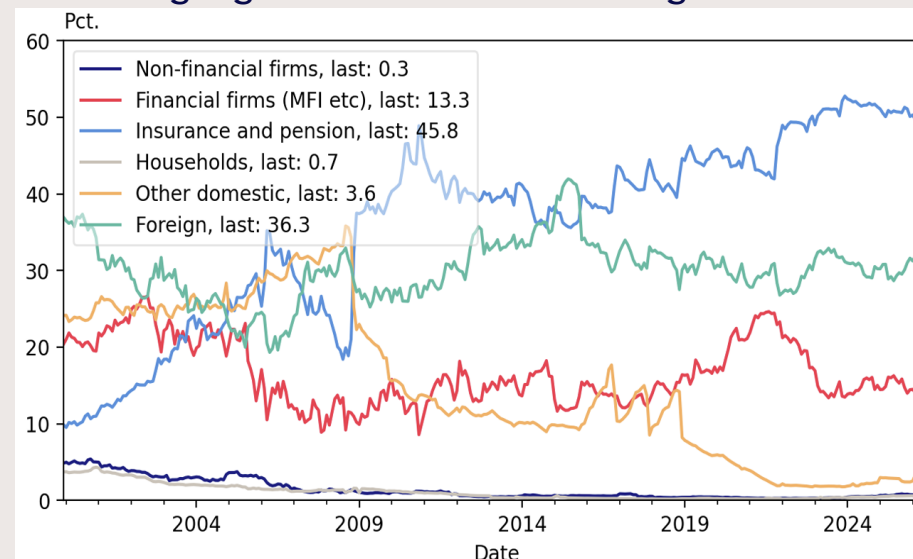
BEI(sa) på DGBi'30 og DGBi'34



Ny ejerfordeling for august - samme mønster

- Udviklingen i ejerfordelingen for dansk realkredit fortsætter overordnet i samme spor som i juli.
- Udlandets ejerandel ligger fortsat omkring 27% i konverterbare og 20% i FRN'er, mens udlandet igen reducerede deres RTL-beholdning med ca. 2 mia. kr. i august, så de nu kun ejer 13,5% af det samlede udestående.
- Ligeledes fortsætter trenden i DGB, hvor udlandet opkøbte for yderligere 5 mia. kr. i august og holder nu en samlet beholdning på ca. 211 mia. kr. svarende til knap 40% af markedet på bekostning af F&P og MFI.
- Udlandets fortsatte køb af DGB'er tyder på øget efterspørgsel efter højkvalitetsaktiver, understøttet af Danmarks lave statsgæld relativt til mange andre lande.

Udlandet øger igen andel af danske statsobligationer



Anbefalinger

- Vi lukker vores anbefaling af CIBOR 6M vs. CIBOR 3M FRN (se ovenfor)
- Vi åbnede for et par uger siden en anbefaling af 4'59 vs. RTL5, da 4'59 var primært udstedelses papir. Vi fastholder anbefalingen, da vi forsat ser performance potentiale i konverterbare vs. længere RTL'er. Skal man lave handlen i dag, vil vi dog foretrække at gøre det i 4'56 i stedet og vil derudover anbefale at hedge vol eksponeringen i anbefalingen.
- Vi fastholder vores resterende anbefalinger

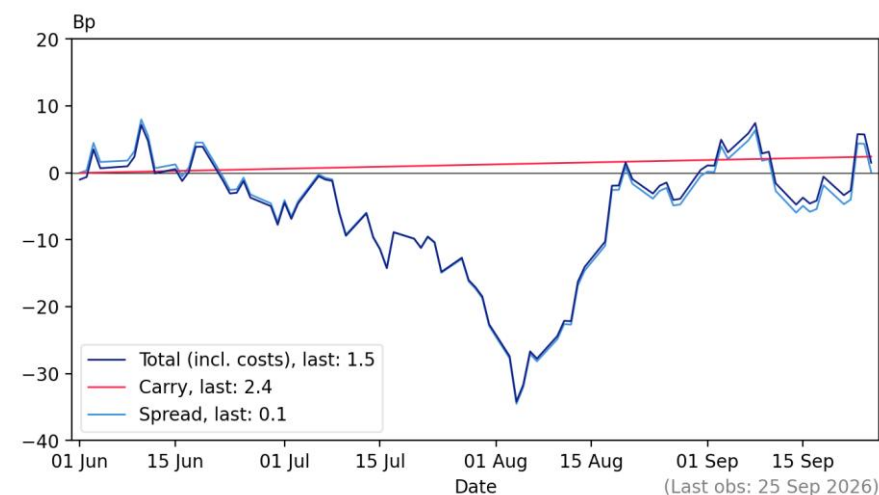
Aktuelle anbefalinger

Opening date	Name	Return 1bd	Return 5bd	Total (incl. costs)
2026-06-01	RD 4'56IO vs NYK 4'56IO	-0.01	-0.01	0.06
2026-06-15	DGBI'34 vs DGBI'30 (BOX)	0.03	-0.07	-1.62
2026-08-21	3Y FRN vs RTL	-0.00	0.01	0.01
2026-09-03	RTL5 vs RTL1 (hedged)	0.01	-0.02	-0.02
2026-09-02	1'59 vs 4'59	0.18	0.21	-0.25
2026-09-10	4'59 vs. RTL5	-0.26	-0.18	0.32

Outlook anbefalinger

Opening date	Name	Return 1bd	Return 5bd	Total (incl. costs)
2025-08-25	CITA vs CIBOR 3M FRN	0.03	0.01	0.01
2025-11-27	CIBOR 6M vs CIBOR 3M FRN	0.01	0.00	0.13
2026-01-15	NYK 4'56 vs RD 5'56 + JRK 1.5'53 IO	-0.16	-0.20	-1.09
2026-01-26	4'56 vs RTL5	-0.34	-0.50	-0.02

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



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 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