

Outlook 2026

Udsigt til god carry eller højere spænd?

15. januar 2026 08:54

Markedsføringsmateriale

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

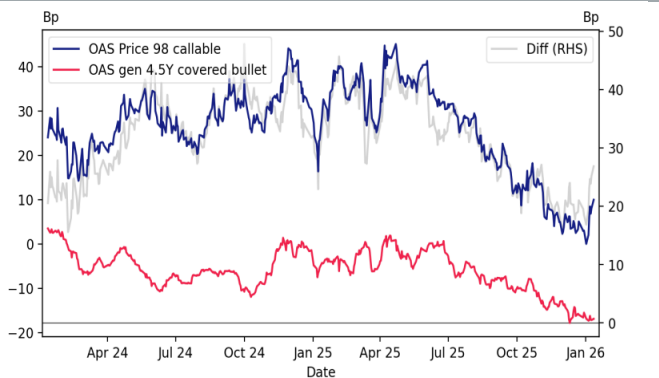
Chefanalytiker Jacob Skinhøj, jsi@nykredit.dk, 44 55 11 27

Analytiker Veronica Bergstrøm, vbm@nykredit.dk, 44 55 22 34

- Performancepotentialiet i de konverterbare er lavt, og de er nu en carry case – tror man på den?
- Geopolitiske risici fylder lige nu – vil de finansielle markeder fortsat være hårdhuede?
- Kronen står svagere – og en ensidig dansk renteforhøjelse er i spil for 2026

Forudsætningerne for et stærkt 2026 er på nogle punkter dårligere end de var for 2025, og de geopolitiske risici er spidset til for Danmarks vedkommende. Vi finder dog grund til behersket optimisme på dansk realkredits vegne, og vi forventer at 2025 vil blive et OK – om end ikke prangende – (carry)år. Vi foretrækker p.t. 4%’ere blandt de konverterbare, RTL5 over RTL3 og RTL over FRN.

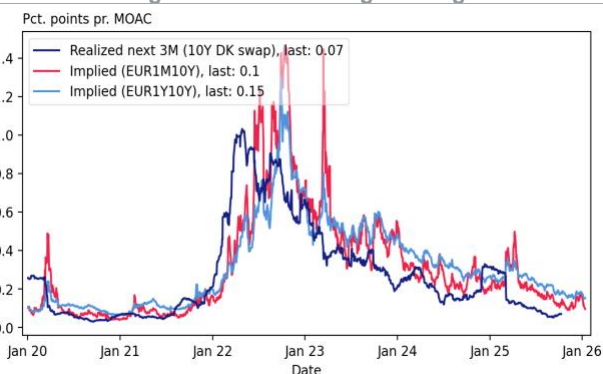
Betydelig OAS-performance i 2025



Viser OAS-swap på OTR konverterbare og generisk RTL-obligation

Kilde: Nykredit Markets

Lav rentevol har givet lav omkostning ved neg. konveksitet



Viser den "forventede" omkostning pr. MOAC-enhed pba. swaptionsvol samt den realiserede omkostning pr. MOAC enhed pba. realiseret 10Y swap rentevol.

Kilde: Nykredit Markets

Et godt år – og et nyt udgangspunkt

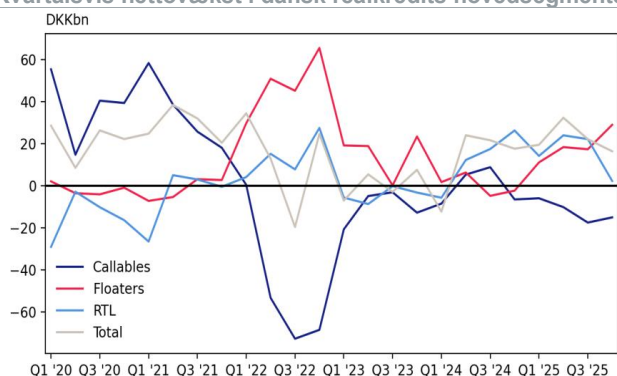
I 2025 har de konverterbare haft medvind på flere fronter. Vi har set markant OAS-performance, faldende implicite volatiliteter og lave realiserede volatiliteter (generelt lavere end de implicite har tilsagt). For outright-investorer har rentestigninger samt en stejling af rentekurven kastet noget malurt i bægeret sidst på året, men har man hedget renterisikoen, er det vanskeligt at være utilfreds.

For 5%’erne har rentestigningerne endda forhindret den konverteringsmassakre (og den udstedelsessyndflod i 3,5’56), som markedet frygtede i forlængelse af rentefaldene i sensommeren 2024. Godt nok er den cirkulerende mængde af 5%’erne halveret siden efteråret 2024, men der har været tale om en massakre i god ro og orden, idet udtrækkene har været forholdsvis moderate og stabile – og 5%’erne har leveret et solidt merafkast relativt til varighedsækvivalente RTL-obligationer. Var renterne ikke steget i 2025, ville 3,5’56 med det aktuelle OAS-niveau ligge lige omkring kurs 99 – i så fald ville 5%’erne være kommet noget dårligere ud af 2025!

Derudover har stejlingen af rentekurven bidraget til, at låntagerne – herunder dem, som har nedkonverteret fra 5%-lån – har søgt ind ad kurven mod RTL- og FRN-segmenterne. Udstedelsen af konverterbare er lav, og nettoudstedelsen har været negativ igennem hele 2025 (se øverste figur på næste side). Således skrumpede det konverterbare segment samlet set med knap 50 mia. kr. i 2025, mens FRN- og RTL-segmenterne voksede med hhv. ca. 75 og knap 65 mia. kr.

Disse forhold peger i retning af, at stejlingen af rentekurven i et vist omfang kan have "givet plads" til den OAS-performance vi har set i 2025.

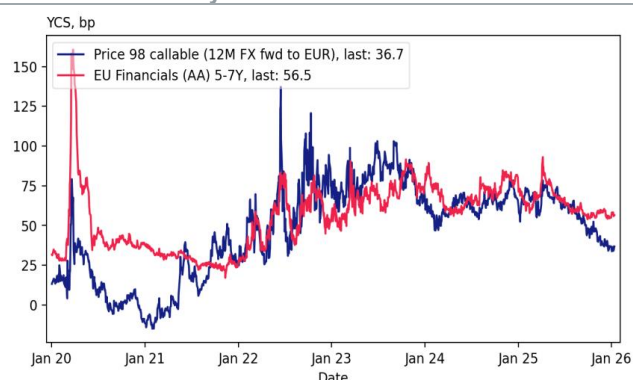
Kvartalsvis nettovækst i dansk realkredits hovedsegmenter



Q4 er påvirket af JRKs refinansiering af 10 mia. kr. F1-lån i ny CITA 12M FRN.

Kilde: Nykredit Markets

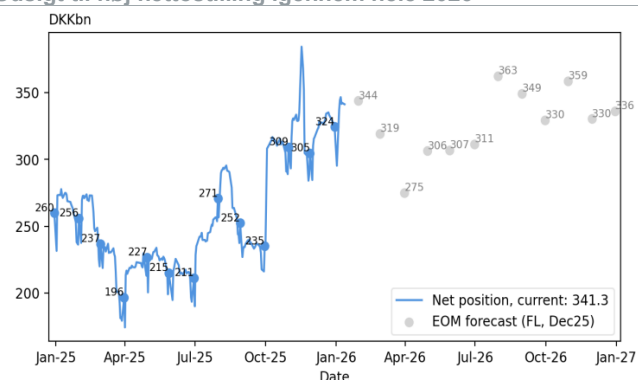
Konverterbare ser dyre ud mod EU financials



Viser swapspænd med 12M FX fwd til EUR (for konverterbare).

Kilde: Nykredit Markets

Udsigt til høj nettostilling igennem hele 2026



Det forventede fald i nettostillingen i første kvartal er en tilbagevendende "sæsoneffekt", som skyldes timingen af skattebetalinger.

Kilde: Finansministeriet, Danmarks Nationalbank og Nykredit Markets

RTL-obligationerne har ligeledes haft et fornuftigt år med betydelig OAS-performance, og FRN har opretholdt lave spænd til RTL-kurven, på trods af større udstedelse i begge segmenter. Både RTL og FRN-obligationerne lagde også året ud med at handle billigt, efter at de – ligesom fx EUR covered bonds – have tabt de sidste par måneder af 2024, som en konsekvens af Tysklands afskaffelse af gældsbremsen og udsigten til øgede investeringer i forsvar og infrastruktur. Siden da er bekymringen for dette udstedelsespres taget af, og RTL'erne har fulgt spændindsnævringen i EUR covered bonds i 2025.

Der har naturligvis været større og mindre bump på vejen i 2025, herunder i forbindelse med "Liberation Day" i starten af april samt likviditetsknaphed i særligt første kvartal, men som helhed har dette ikke forhindret et godt 2025.

Den pæne performance i 2025 betyder imidlertid også, at OAS'erne på OTR konverterbare samt femårige RTL-obligationer her i starten af 2026 ligger på (tæt på) det laveste niveau siden hhv. starten af 2021 og starten af 2022. Samtidig er de implicite volatiliteter i swaptionsmarkedet tilbage på primo 2022-niveau. På den måde er forudsætningerne for et godt 2026 ikke nær så gode som de var for 2025. Men betyder det, at der er grund til pessimisme?

I basisscenariet ser 2026 OK ud!

Vi forventer som udgangspunkt ikke betydelig performance i de konverterbare, men ser tværtimod en risiko for, at OAS skal give sig lidt ud pga. den aktuelle dyre relative prissætning (se fx figuren i midten) og aftagende medvind fra udbudssituationen (se nedenfor). I 2026 skal de konverterbare for os at se altså betragtes som en carry-case, der skal kunne tåle en smule OAS-udvidelse!

I et basisscenarie, hvor renterne og vol-niveauet ikke ændrer sig markant, har de konverterbare imidlertid også en fornuftig buffer mod OAS-udvidelser. Tager man eksempelvis en 4'56, skal der 20bp OAS-udvidelse til før mer-carry'en på 1 års sigt relativt til RTL5'ere er spist op (for uændret OAS på RTL5). Dette svarer omtrent til, at hele den OAS-performance, vi har set i konverterbare relativt til RTL5 siden foråret 2025, bliver rullet tilbage. Det ser vi trods alt ikke for os!

I basisscenariet uden rentefald af betydning – og potentielt med lidt spændudvidelser – kommer 3,5%-konverterbare ikke i tilstrækkelig høj kurs til at udløse større lodrette nedkonverteringer fra 5%-konverterbare. I den forbindelse skal man også huske, at årgangsskiftet fra 2056 til 2059 vil hæve barren for at få 3,5%'eren i en attraktiv kurs sidst på året (kursen på 3,5'59 vil være omtrent 90 øre lavere end de aktuelle 3,5'56'ere). Den primære konverteringstrafik vil derfor fortsat komme fra skrå nedkonverteringer.

Omfanget af de skrå nedkonverteringer vil dog tage af i nominelle termer, både fordi mængden af tilbageværende 5%-låntagere skrumper termin for termin, og fordi vi alt andet lige forventer gradvist lavere indfrielsesprocenter (udbrændthed i de skrå nedkonverteringer). Da de skrå nedkonverteringer vil udgøre et gradvist mindre dræn på det konverterbare segment, vil tendensen til negative nettovækst løje af henover året. I basisscenariet

kommer nettovæksten i det konverterbare segment dog højt op omkring nul.

Det aftagende omfang af skrå nedkonverteringer vil også isoleret set trække ned i udstedelsen af 3-5 årige RTL-obligationer sammenlignet med 2025. Dertil kommer, at det først er i 2027, at der er udsigt til nævneværdigt højere refinansierungsgrader på RTL5-obligationer på refinansierungsauktionerne (indtil da er de F5-lån der skal refinansieres oprindeligt optaget på noget lavere renteniveauer end de aktuelle). Bundlinjen er, at udbudssituationen forventeligt vil give RTL-obligationerne medvind.

RTL'erne har klaret starten på 2026 i fin stil, understøttet af genplaceringer fra investorer, der anså de konverterbare som dyrt prissat. RTL-spændene har derudover også været understøttet af fortsat performance i europæiske covered bonds i starten af i år. Endelig har den relative prisfastsættelse til konverterbare siden starten af efteråret ligget til den billige side. Så eventuelle yderligere OAS-udvidelser i konverterbare behøver ikke smitte direkte af på RTL'erne.

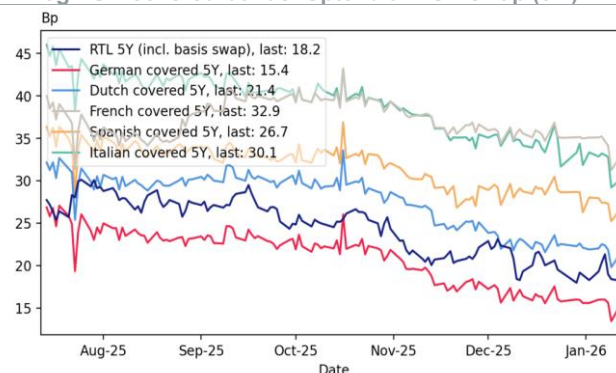
Samlet set synes vi, at de længere RTL'er ser fair prisfastsat ud på aktuelle niveauer, både relativt til europæiske covered bonds og til konverterbare, og vi ser heller ikke her et stort performance potentiale (men til gengæld større robusthed overfor spændudvidelser).

Udbudsudsigterne taler dog for, at RTL5 kan komme til at outperforme RTL3. Forsat lave refinansierungsgrader i RTL5 og færre skrå nedkonverteringer, vil alt andet lige give anledning til færre RTL5-obligationer. De låntagere der fravælger F5-lån i forbindelse med refinansiering har tendens til at vælge F3-lån i stedet, og der er således ikke udsigt til samme "mangel" på RTL3-obligationer.

Den performance, der har været i de korte RTL'er i januar, er for os at se et udtryk for den likviditetsrigelighed, der gør sig gældende for tiden. Nettostillingen vil dog aftage pænt i løbet af første kvartal – og selvom der som udgangspunkt ikke bliver tale om fornyet likviditetsknaphed, og nettostillingen efterfølgende vil stige igen – vil dette formodentlig modvirke yderligere performance i de kommende måneder. Det samme vil den forøgede usikkerhed omkring Nationalbankens ageren, og en evt. offentliggørelse af intervention vil få spændene til at gå ud.

Et mindre fald i FRN-kuponerne på CITA-FRN som følge af bortfaldet af tillægget på 19 bp i CITA-fixingerne, kan trække en anelse op i FRN-udstedelsen (slår dog først fuldt igennem fra medio 2026). Dette forventes dog ikke at blive af en størrelsesorden, som påvirker FRN-spændene nævneværdigt. Det skal også ses i lyset af, at FRN-segmentet (ligesom de korte RTL-obligationer) som udgangspunkt vil være understøttet af rigelig likviditet – idet der umiddelbart er udsigt til høj nettostilling igennem hele 2026. Vi ser dog ikke det store performance potentiale i FRN på de aktuelle niveauer.

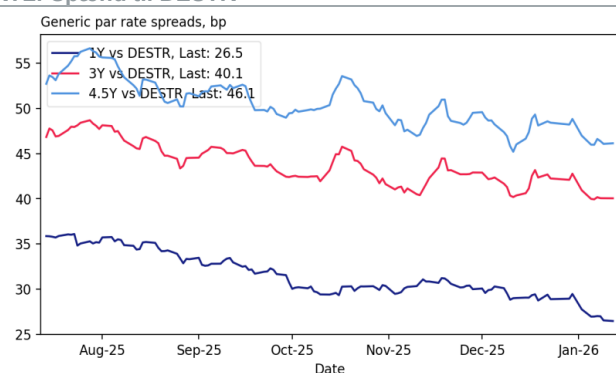
RTL og EUR covered bonds: Spænd til EUR swap (6M)



For RTL'erne er spændet til EUR swap incl. basiswap

Kilde: Bloomberg og Nykredit Markets

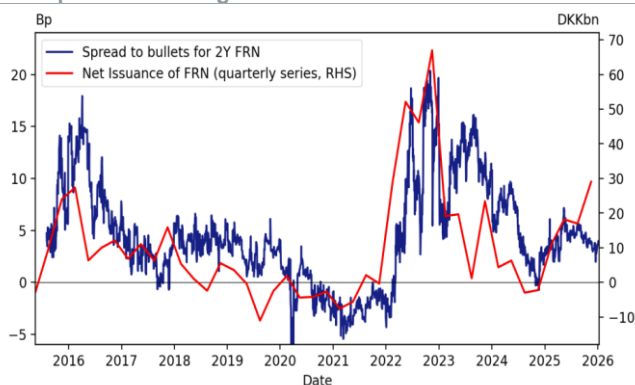
RTL: Spænd til DESTR



Korte RTL-obligationer har på det seneste fået medvind fra likviditetsrigelighed.

Kilde: Nykredit Markets

FRN spænd til RTL og nettoudstedelse af FRN



Stigningen i FRN-udstedelsen i 2025Q4 kan tilskrives JRK's refinansiering af 10 mia. kr. F1-lån i en ny CITA 12M FRN.

Kilde: Nykredit Markets

På den korte bane er der mulighed for, at FRN skal give sig lidt ud til RTL'erne. For det første er FRN-spændene til RTL en anelse til den lave side sammenlignet med udstedelsesniveauet (det er dog mindre udtalt end figuren nederst på foregående side indikerer, hvis man korrigerer for JRKs refinansiering af 10 mia. kr. F1-lån i en ny CITA 12M FRN). For det andet aftager likviditetsrigeligheden i de kommende måneder (jf. ovenfor). For det tredje har der de seneste år været en tendens til, at FRN-spænd til RTL har givet sig ud frem mod de store FRN-refinansieringsauktioner i maj. Selvom FRN-auktionerne i år bliver mindre (FRN-udløbet til juliterminen 2026 er på godt 90 mia. kr. mod 115-130 mia. kr. de seneste år), finder vi en gentagelse af denne tendens sandsynlig givet de aktuelle niveauer. Vi foretrækker derfor aktuelt RTL over FRN.

Hvor står udlandet?

I sidste halvdel af 2025 har udlandets beholdning og ejerandel af konverterbare været svagt stigende, blandt andet understøttet af, at danske konverterbare i 2025 er begyndt at se mere attraktive ud relativt til US MBS.

På den ene side er den relative attraktivitet af danske konverterbare styrket yderligere af, at den amerikanske præsident Donald Trump beordret Fannie Mae og Freddie Mac til at købe for 200 mia. USD i MBS for at reducere husholdningernes renteudgifter. Nyheden har medført et markant fald i amerikanske MBS-renter på knap 0,2 procentpoint. Det er på nuværende tidspunkt uklart om (og i givet fald hvor hurtigt) denne effekt vil aftage igen.

I december så vi på den anden side japanske investorer udnytte flotte afkast på især amerikanske aktier til at realisere tab danske lavkupon-konverterbare. Vi vurderer, at denne trafik kan fortsætte frem mod det japanske finansielle nytår 31 marts. Derudover har flere udenlandske investorer givet udtryk for, at usikkerheden omkring Grønland gør, at de er på sidelinjen indtil der (forhåbentlig) falder mere ro på situationen.

Samlet set forventer vi, at udlandets interesse for danske obligationer på den korte bane vil være begrænset. Kommer der ro på den geopolitiske situation er det imidlertid sandsynligt, at vi igen kommer til at se et udenlandsk (netto)køb af konverterbare svarende til hvad vi har set siden midten af 2025 og frem til december (her købte udlandet for 11 mia. kr. højkupon konverterbare og solgte 3,5 mia. kr. lavkuponer).

Hvad kan gå galt?

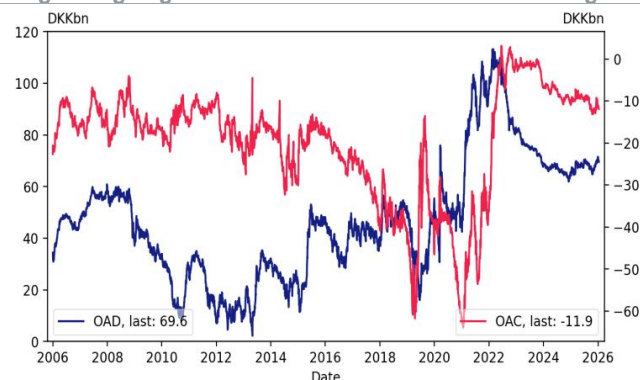
I et baselinescenarie, hvor der ikke sker alverden i form af renteændringer, vol-stigninger, udvidelser af kreditspænd/risk-off, vil det ofte se nogenlunde fornuftigt ud – særligt for de konverterbare. Spørgsmålet er således i lige så høj grad, hvad der kan være af risikofaktorer, som kan ændre på situationen ift. det fine – om end lidt kedelige – baselinescenarie. Og medvirker et udgangspunkt med lave OAS-niveauer samt lav (implicit og realiseret) vol til, at risici er mere til nedsiden end op siden!

Inden vi diskuterer risikoscenarier, er det værd at bemærke, at i hvert fald to forhold trækker i retning af, at risici for det konverterbare segment er mindre end de kunne have været. For det første, er den samlede negative konveksitet fortsat forholdsvis

lav – særligt sammenlignet med situationen i starten af 2021 (se figuren i midten). Så pludselige varighedsstigninger bør ikke blive et stort problem for markedet som helhed.

For det andet skal man ud i nogle ekstreme scenarier, før situationen med forholdsvis lav underliggende udstedelse i det konverterbare segment ændrer sig afgørende. For os at se vil et nævneværdigt skift i låntagerpræferencer fra RTL/FRN mod konverterbare kræve, at udstedelsen rykker ned i en 3% (eller lavere) konverterbar i en fornuftig kurs. Det ser vi som højt usandsynligt. Det er lettere at se et midlertidigt udbudspres fra lodrette nedkonverteringer for sig (kan formodentlig udløses af "blot" en 3,5% i en attraktiv kurs), men et sådant forbigående udbudspres vil formodentlig være en begrænset udfordring for markedet, så længe den underliggende udstedelse forbliver lav – og udbudspres fra nedkonverteringer fra 5%'erne er i øvrigt blevet en noget mindre bekymring efter den cirkulerende mængde af 5%'erne er halveret i størrelse.

Varighed og negativ konveksitet i det konverterbare segment



Den negative konveksitet er langt fra rekordniveauet i 2021.

Kilde: Nykredit Markets

Risiko I: Geopolitisk situation

De finansielle markeder er igennem 2025 blevet mere hårdhuede med hensyn til reaktioner på de geopolitiske begivenheder og udmeldinger (herunder fra Trumps' side). Den geopolitiske udvikling udgør dog fortsat en risikofaktor – og for Danmarks vedkommende særligt spørgsmålet om, hvorvidt USA kan finde på at agere på ønsket om kontrol over Grønland (og i givet fald hvordan).

For så vidt angår Grønland er den primære risiko for os at se, at Trump for at lægge pres på Danmark, vil forsøge at ramme Danmark økonomisk gennem toldbarrierer eller på andre måder gøre livet surt for danske virksomheder. Dette kan i værste fald føre til betydeligt (udenlandsk) frasal og højere risikopræmier på danske aktiver samt en (yderligere) svækkelse af kronen, som øger behovet for ensidige danske renteforhøjelser (jf. også nedenfor). Situationen indebærer bestemt en risiko for at gøre 2026 til et dårligt år – også for dansk realkredit.

Vi finder det imidlertid mest sandsynligt, at vi om et års tid vil komme til at se tilbage på et 2026, hvor situationen vedrørende Grønland har haft en begrænset og forbigående effekt på de

danske obligationsmarkeder. Situationen er dog et argument for at være en smule afventende på den helt korte bane.

Risiko II: Ensidig dansk renteforhøjelse

Efter en periode i 2021 og 2022, hvor høje fragtrater og derefter Novo Nordisks eksportsucces sikrede en meget stærk kronkurs, som ledte til ensidige rentenedsættelser fra Nationalbankens side, er situationen nu ændret, og kronen handler relativt svagt over for EUR.

Dette har øget sandsynligheden for, at en ensidig dansk renteforhøjelse kan komme på tale i første halvdel af 2026, hvilket også er afspejlet i DEST/ESTR-spændene.

Forud for en dansk renteforhøjelse vil der gå en periode med valutaintervention fra Nationalbanken. En ensidig dansk renteforhøjelse vil gøre danske obligationer – hvad enten det er starter, RTL/FRN eller konverterbare – mindre attraktive for udenlandske investorer og må forventes at resultere i spændudvidelser. De investorer, der har valgt at betale DEST/ESTR og modtage €STR i forventning om, at rentespændet fastholdes, vil opleve et tab.

Mens en ensidig dansk renteforhøjelse langt fra er givet, er risikoen blevet overhængende – og et scenarie man bør forholde sig til. Vi forventer dog ikke, at en eventuel ensidig renteforhøjelse i sig selv vil blive afgørende for, om 2026 bliver et godt eller dårligt år for dansk realkredit.

Risiko III: Højere (eller lavere) lange renter

Den hollandske pensionsreform indebærer en gradvis overgang fra ydelsesbaserede pensioner til markedsrente, præcis som vi har været igennem herhjemme for en årrække siden. Overgangen reducerer pensionskassernes behov for at afdække lang rente. Dette har allerede i 2025 betydet en stejlere EUR-rentekurve, og det er en mulighed, at vi kommer til at se yderligere stejling i 2026.

En yderligere stejling af rentekurven vil naturligvis kunne ramme outrightafkastet på konverterbare relativt til de øvrige segmenter – og navnlig på lavkupon konverterbare, som har størst følsomhed langt ud af kurven. Kurvestejling vil også kunne ramme afkastet på konverterbare, hvis varigheden alene er hedget vha. 10-årige swaps eller bunds. Dette kan tale for at overveje i højere grad at hedge hele deltavektoren.

En stejlere kurve vil dog i et vist omfang gøre konverterbare mindre attraktive relativt til øvrige låntyper fra låntagers perspektiv (reducerer udbuddet) samt gøre dem mere attraktive for outright-investorer (øger efterspørgslen). Begge dele kan medvirke til at en stejlere kurve kan være forbundet med OAS-performance – sådan som vi også så det i 2025. Dertil kommer, at en stejlere kurve historisk har været korreleret med lavere vol. Bundlinjen er, at det muligvis kan være fornuftigt at hedge kurvestejling i mindre grad end deltavektoren på obligationerne umiddelbart tilsiger, hvilket vi også har skrevet om i [denne analyse](#).

Dette vil naturligvis også indebære, at lavere lange renter – som kan føre til større udbud af og lavere efterspørgsel efter

konverterbare – hedges i mindre grad end deltavektoren tilsiger. Som nævnt ovenfor skal der meget til for at rykke afgørende på det underliggende udbud af konverterbare. Det kan dog alligevel være fornuftigt at være hedget mod OAS-udvidelser i forbindelse med et midlertidigt udstedelsespres fra nedkonverteringer i et scenarie med fald i de længere renter.

Risiko IV: Fornyet likviditetsknaphed

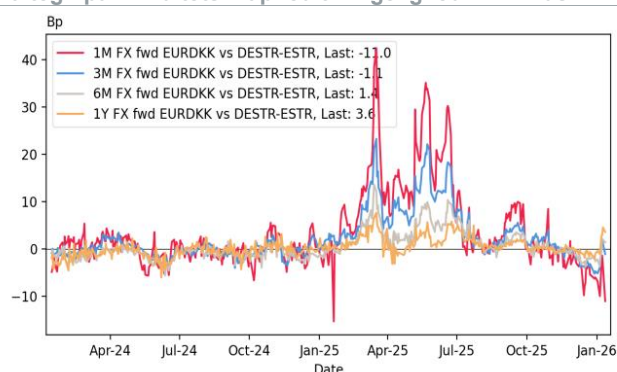
Den tilspidsede likviditetssituation i foråret 2025 – der navnlig viste sig ved at FX-forwards kørte helt skævt omkring måneds- og terminsskift – er efterfølgende afløst af likviditetsrigelighed.

Nettostillingen var i et historisk perspektiv ikke decideret lav i 2025, men behovet for likviditet er også forøget. En analyse fra Nationalbanken fra medio 2025 viser, at der repo-finansieres ca. 100 mia. kr. flere realkreditobligationer i dag end for blot et par år siden. Hvis væksten i den udestående mængde af realkreditobligationer (som forventet) fortsat sker i FRN- og RTL-segmenterne, kan det øge behovet for repo-finansiering yderligere.

På baggrund af bl.a. prognoser for statens nettofinansieringsbehov fra Finansministeriet og Nationalbanken, strategien for statens låntagning etc. er der aktuelt udsigt til, at Nettostillingen bundner ud omkring 275 mia. kr. i slutningen af første kvartal 2025 (se figuren på side 2). Det er omtrent på niveau med, hvad vi så i slutningen af juli 2025 – og her var dette niveau tilstrækkeligt til at forårets tegn på likviditetsknaphed fortog sig. Men der skal ikke voldsomt meget yderligere nedjustering af udsigterne for nettostillingen til, førend likviditetsknaphed igen kan blive et tema – og vi har i tidligere år set en tendens til løbende nedjustering af statens nettofinansieringsbehov (hvilket alt andet lige trækker ned i nettostillingen). Vi følger i hvert fald dette tæt!

Fornyet likviditetsknaphed vil navnlig gå ud over korte RTL-obligationer, men vil også kunne lægge lidt opadgående pres på FRN-RTL spændene.

Fra tegn på likviditetsknaphed til -rigelighed i FX fwrds



Figuren viser implicit renteforskel i FX fwd vs DEST/ESTR

Kilde: Nykredit Markets

Risiko V: Højere vol og kreditspænd

Uro på de finansielle markeder, som giver anledning til højere volatilitet og risikopræmier, er naturligvis altid en risikofaktor. Det er i den henseende i lige så høj grad kendte som ubekendte risikofaktorer, der kan blive afgørende her. Grundlæggende ser vi dog ikke risikoen for episoder med uro – eller deciderede kriser – på de finansielle markeder som afgørende anderledes end i de seneste år.

Hvad skal man ellers holde øje med?

I 2026 skal man ud over ovenstående holde øje med CIBOR-transitionen – ikke fordi den kan forventes at ske i 2026, men fordi vi forventeligt vil få et klarere billede af tidshorizonten samt muligvis indikationer af, hvad transitionen mere konkret vil indebære. Umiddelbart forventes transitionen at kunne blive til ugunst for CIBOR 3M FRN og CIBOR 3M payer swaps, jf. også [denne analyse](#).

Hold derudover øje med om vi – fx i forbindelse med det kommende årgangsskifte – bliver klogere på modellen og tidshorizonten for de potentielle nye 40-årige lån, som regeringen annoncerede i forbindelse med kommunalvalgkampen (men som vi ikke har hørt så meget om siden). For de eksisterende obligationer forventer vi, at den primære effekt af nye 40-årige lån vil være i form af flere nedkonverteringer fra 5%’ere og evt. via øget tilbagekøb af kuponer under par med henblik på omlægning til et 40 årigt lån.

Konklusion

Vi er samlet set behersket optimistiske på dansk realkredits vegne i 2026, og opfatter det som mest sandsynligt, at vi kommer igennem året uden store spændudvidelser og vol-stigninger. Vores forventning er dermed også, at der er udsigt til et OK om end ikke prangende (carry) år. Men det kan som altid være fornuftigt at holde sig klar til at udnytte eventuelle episoder med spændudvidelser.

Mere konkret har vi følgende handelsanbefalinger:

- 4%’erne er vores yndlingskonverterbare. Vi tror 5%’erne vil klare sig fornuftigt (men ikke prangende), og 3,5%’erne kan ende med at lide under begrænsede seriestørrelser (relativt til 4%’erne). Vi tror lavkuponerne vil få det sværest, blandt andet pga. fortsat udenlandsk frasalg. Vi åbner derfor en ”2026-anbefaling” af NYK 4’56 mod RD 5’56 og JY-SKE 1.5’53IO. Men anbefalingen kan også laves i andre farver og en andre lavkupon obligationer.
- Som nævnt ovenfor foretrækker vi RTL5 over RTL3, og vi har allerede en åben anbefaling heraf.
- Vi foretrækker RTL over FRN og åbner en anbefaling af RTL over FRN (navnlig omkring treårspunktet, hvor auktionsuddet forventes at komme).

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 investeringservices 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.

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.

