

Lukkeeffekter

En myte fra gamle dage?

12. maj 2026 15:16

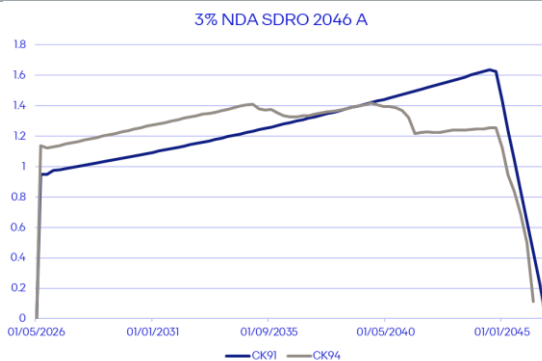
Markedsføringsmateriale

Analytiker Veronica Bergstrøm, vbm@nykredit.dk, 44 55 13 63

- Lukkeeffekt findes ikke i Nykredits realkreditmodel, men kan stadig være relevant i andre modeller.
- Lukkeeffekten er begrænset denne gang, da der er blevet udstedt i de fleste obligationer gennem hele åbningsperioden.
- De obligationer, der står til størst potentiel lukkeeffekt, kan vinde omkring 50 øre på lukningen.

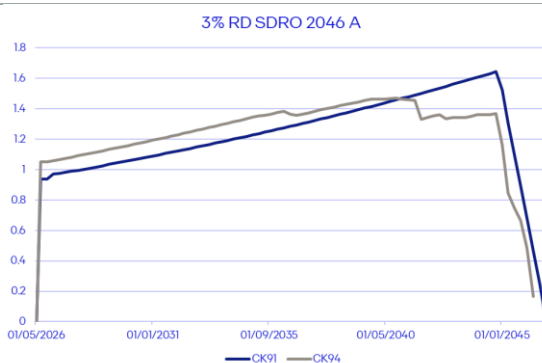
Obligationer, hvor det faktiske cashflow er kortere end hvad CK91 antager, vil i forbindelse med lukningen få højere OAS og disse har historisk haft en tendens til at vinde i kurs op mod lukningen. De største potentielle lukkeeffekter er denne gang at finde i de 20-årige, og man bør være opmærksom på at lav likviditet kan gøre det svært at realisere en eventuel "lukkegevinst". Givet det begrænsede omfang er lukkeeffekter næppe værd at jage, men skal man alligevel købe 20-årige konverterbare, kan man med fordel vælge dem, hvor der kan være nogle ekstra øre at hente på lukningen.

Størst potentiel lukkeeffekt i NDA 3'46 alm.



Kilde: Nykredit Markets

Mere likviditet i RD 3'46 som også står til lukkeeffekt



Kilde: Nykredit Markets

Overgang fra CK91 til CK94 kan give lukkeeffekt

Årgangsskifte har førhen været ensbetydende med lukkeeffekter som følge af overgangen fra OAS beregnet pba. CK91-cashflow, som antager jævn udstedelse over hele åbningsperioden til OAS beregnet på baggrund af det faktiske cash flow (CK94)

Nykredits realkreditmodel anvender dog CKNYK, som er baseret på en kombination af CK94 og fremtidige udstedelser som estimeres vha. Nykredits Markets prismodel for fastforrentede obligationer. Der er således praktisk talt ikke nogen lukkeeffekt i Nykredits realkreditmodel (se også OAS CKNYK og OAS CK94 i tabellen)

Ikke desto mindre kan lukkeeffekter være relevante i andre realkreditmodeller.

Lukkeeffekt kan give kursperformance op til lukningen

Vi har før vist, at de obligationer, som står til de største lukkeeffekter, i forbindelse med overgangen fra CK91 til CK94 (altså får et kortere cashflow) performer i kurs op mod lukningen.

Til gengæld er der ikke meget at se i tiden efter lukningen. Med andre ord, indprisen lukkeeffekten ikke fuldt ud inden lukningen, bliver obligationen blot billigere i OAS som følge af lukningen og forbliver billig herefter.

I tabellen på næste side ses de 20 obligationer – med minimum 1 mia. i cirkulerende mængde – som står til størst lukkeeffekt. De fleste obligationer har dog i det store og hele oplevet udstedelse gennem hele åbningsperioden og har derfor ingen lukkeeffekt. Forskellen mellem CK91 og CK94 er derfor mindre denne gang, og tilsvarende er de potentielle lukkegevinster til den lave side.

Den obligation, der står til størst lukkegevinst er NDA 3'46 alm. som står til en gevinst på 60 øre. Toppen af listen er generelt – bortset fra RD's 1'56 – domineret af 20-årige, som følge af mindre udstedelse i slutningen af åbningsperioden, samt deres i

forvejen kortere cashflow, som øger følsomheden overfor yderligere reduktion af længden på cashflowet.

RD's 1'56 ender i toppen af listen, trods den åbnede senere end de resterende institutters 1% 2056 obligationer. Det skyldes, at RD ved åbningen flyttede eksisterende alment byggeri fra 4'56 ned i deres 1'56. Dermed er størstedelen af udstedelsen kommet i starten af åbningsperioden, hvorved cashflowet blev kortere.

Pas på likviditeten

Selvom vi her har ekskluderet serier med en cirkulerende mængde under 1 mia. kr., er den cirkulerende mængde i de obligationer der står til størst lukkeeffekt (i kurs) generelt begrænset til 1-2 mia. kr. Det kan således være svært at realisere en eventuel lukkegevinst og med potentielle lukkegevinster på under 50 øre i næsten alle obligationer er det næppe værd at jagte. Står man og skal købe eksempelvis 20-årige konverterbare kan man med fordel vælge NDA 3'46 eller RD 3'46 og potentielt tjene det ekstra.

Top-20 obligationer der står til størst potentiel kurseffekt fra lukningen (cirmil > 1 mia. kr.)

Obligation	OAS CKNYK	OAS CK94	OAS CK91	Potentiel "lukkeeffekt" (bp)	OAS risk	Potentiel kurseffekt	Cirkulerende mængde
3% NDA 2046 A	17.9	7.8	17.6	10.1	6.1	0.6	1070
3% RD 2046 A	15.2	7.8	14.9	7.4	6.0	0.4	1564
1% RD 2056 A	46.5	41.5	46.5	5.1	7.4	0.4	2192
4% NDA 2046 A	9.1	1.6	9.1	7.5	4.7	0.4	1358
4% RD 2056 DA	3.6	-1.3	3.6	4.9	7.0	0.3	16915
3.5% NDA 2056 DA	3.4	-0.1	3.3	3.5	8.6	0.3	2184
3.5% RD 2056 DA	2.2	-1.3	2.1	3.5	8.4	0.3	1338
3.5% DLR 2056 A	8.0	4.2	7.9	3.8	7.4	0.3	1201
3.5% BRF 2046 A	17.8	12.8	17.7	5.1	5.4	0.3	2376
3.5% NYK 2056 DA	2.0	-1.0	1.9	3.0	8.5	0.3	3783
4% RD 2046 A	6.2	1.1	6.3	5.1	4.6	0.2	2055
4% BRF 2056 DA	4.4	1.2	4.4	3.3	7.0	0.2	7993
4% RD 2056 DA30	-8.2	-10.9	-8.2	2.7	8.4	0.2	4461
5% BRF 2056 DA	16.2	10.8	16.3	5.4	4.1	0.2	1841
3.5% NYK 2046 A	14.8	11.1	14.7	3.7	5.7	0.2	8322
4% NYK 2056 DA	4.3	1.4	4.3	2.9	7.2	0.2	47784
4% NYK 2046 A	7.5	3.2	7.5	4.3	4.7	0.2	7121
5% NYK 2056 DA	8.8	4.1	9.0	4.7	4.2	0.2	4609
3.5% NDA 2056 A	7.6	5.3	7.6	2.4	7.7	0.2	6060
5% RD 2056 DA	12.6	7.7	12.6	4.8	3.7	0.2	1926

A = alm., DA = IO10, DA30 = IOIO

Kilde: Nykredit Markets

DISCLOSURE

Dette materiale er udarbejdet af Fixed Income Research, der er en del af Nykredit Bank A/S (herefter Nykredit Bank eller banken). Nykredit Bank er en finansiel virksomhed, der er under tilsyn af Finanstilsynet.

Nykredit Bank deltager i 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 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.

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 medarbejderne 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 investeringsrådgivningsydelser 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