

Kort realkreditupdate

Uge 34

Peter Bache

Jacob Skinhøj

Jakob Friis Frand-Madsen

Nykredit



Onsdag går det løs!

- På onsdag skydes augusts refinansieringsauktioner i gang med FRN-auktioner, som løber frem til og med fredag
 - FRN-auktionsudbuddet er 100% NYK
 - DKK-FRN udbuddet består af tre SDO-trillinger (CIBOR 3M okt29) samt én RO (CIBOR 3M apr29)
 - EUR-FRN udbuddet består primært af én CIBOR 3M SDO okt29
- For mere om auktionerne:
 - [Auktionskalender](#) med fuldt overblik over alle auktioner
 - [Slides](#) fra vores teamspræsentation om auktionerne
 - [Podcast](#) med vores hovedpointer ift. auktionerne
 - [Analyse](#) om rentetillæg på de nye FRN
- Derudover opdateres vores samlede overblik over auktionsresultaterne løbende under auktionerne, når de er kommet igang
 - Kan findes [her](#) (p.t. fra majauktionerne)

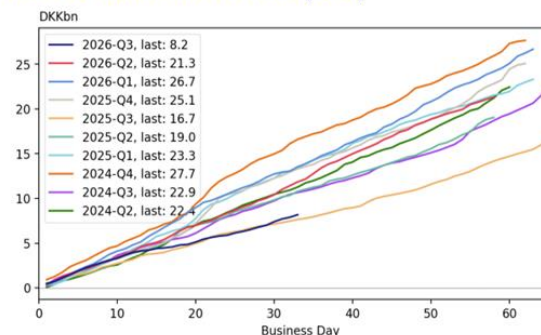
FRN på auktion i denne uge

ISIN	Name	Maturity	Rate cap/floor	Auction Day	Auction Price	Offer (mio)	Maturing (old ISIN)	Refi-rate
<i>DKK FRN</i>								
DK0009553885	NYK SDO CIBOR 3M	Okt 29	-	19-Aug-26	100.20	10,100	11,519	88%
DK0009554180	NYK SDO CIBOR 3M	Okt 29	-	19-Aug-26	100.20	9,100	9,598	95%
DK0009553968	NYK SDO CIBOR 3M	Okt 29	-	20-Aug-26	100.20	9,000	10,258	88%
DK0009554263	NYK RO CIBOR 3M	Apr 29	-	20-Aug-26	100.20	4,900	5,381	91%
<i>EUR FRN</i>								
DK0009554347	NYK SDO EURIBOR 3M	Okt 29	-	21-Aug-26	100.20	1,175	1,254	94%
DK0009554503	NYK RO EURIBOR 3M CALL	Apr 30	-	21-Aug-26	100.20	70	135	52%
DK0009554420	NYK RO EURIBOR 3M	Apr 29	-	21-Aug-26	100.20	60	89	68%

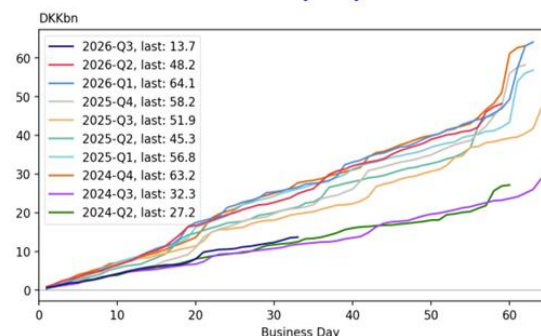
Udstedelsen stadig på sommerferie?

- Udstedelsen af konverterbare (MBB) og RTL-obligationer (MTG) i tredje kvartal er indtil videre fortsat blandt de laveste vi har set de sidste par på, jf. de to øverste figurer til højre
 - Dette kan til dels hænge sammen med, at indfrielsesaktiviteten i 5%-konverterbare har taget et nøk ned – også selvom det er lidt for tidligt at konkludere fsva. januarterminen (se nedenfor)
 - Ikke desto mindre må udstedelsen forventes at komme lidt igen i takt med at den sidste ”sommerferieeffekt” rystes af
- Udstedelsen af FRN (BOLIGX) holder bedre stand, hvilket givetvis medvirkede til, at de ikke kunne følge helt med performance i RTL’erne i løbet af juli
 - Vi forventer en stigning i RTL-udstedelsen relativt til FRN i de kommende måneder (dertil kommer store RTL-udbud på novemberauktionerne, som vi også har omtalt ifm. vores auktionsdækning, jf. ovenfor)

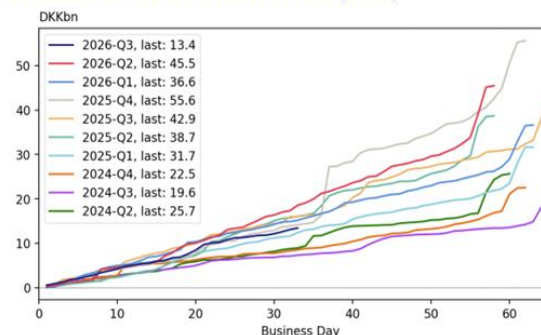
MBB: Iss. Net of Refi Auctions (OMX)



MTG: Iss. Net of Refi Auctions (OMX)



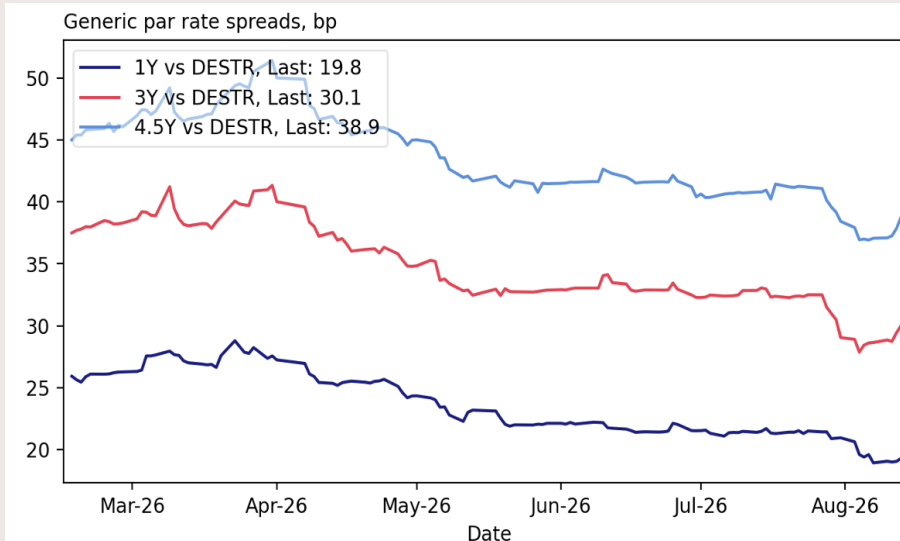
BOLIGX: Iss. Net of Refi Auctions (OMX)



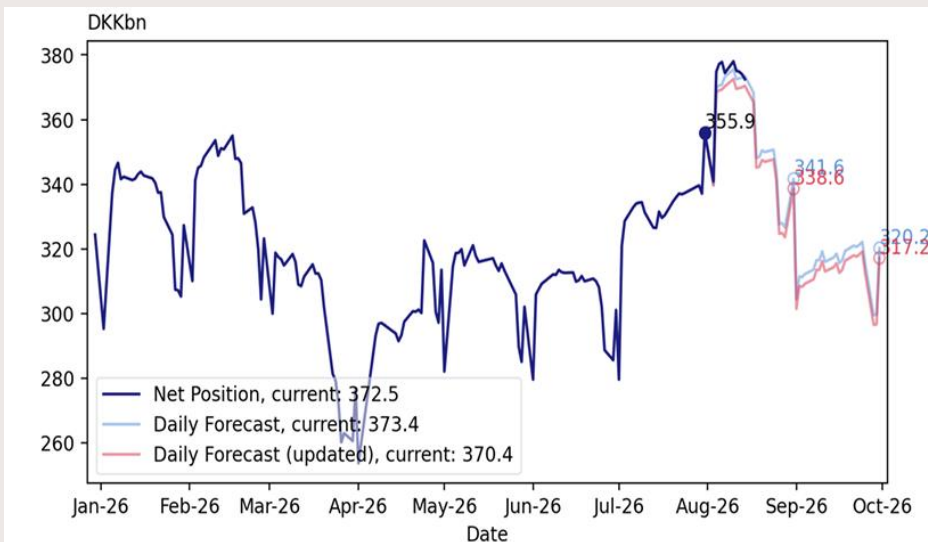
RTL'erne på retræte

- I sidste uge gav RTL-obligationerne sig nogle punkter ud mod DESTR og tabte dermed noget af den performance vi har set henover sommeren
- Udsigten til aftagende likviditetsrigelighed kan have haft en finger med i spillet
 - Nettostillingen står i denne uge til at falde fra det aktuelle niveau på 370-375 mia. kr. til 345-350 mia. kr.
 - Frem mod starten af september står niveauet til at falde yderligere til 310-320 mia. kr.
 - Selvom der ikke på nogen måde er udsigt til likviditetsknaphed, så er der altså udsigt til en let modvind til RTL'erne fra likviditetssituationen i de kommende uger
- Derudover vil udstedelsen formodentlig komme lidt op i gear igen fra det aktuelle niveau, som fortsat er præget af sommerferiestemning
- Vi forventer således, at RTL'erne kan gå yderligere nogle punkter ud i spænd frem mod RTL-auktionerne i næste uge

RTL'erne taber lidt af pusten igen



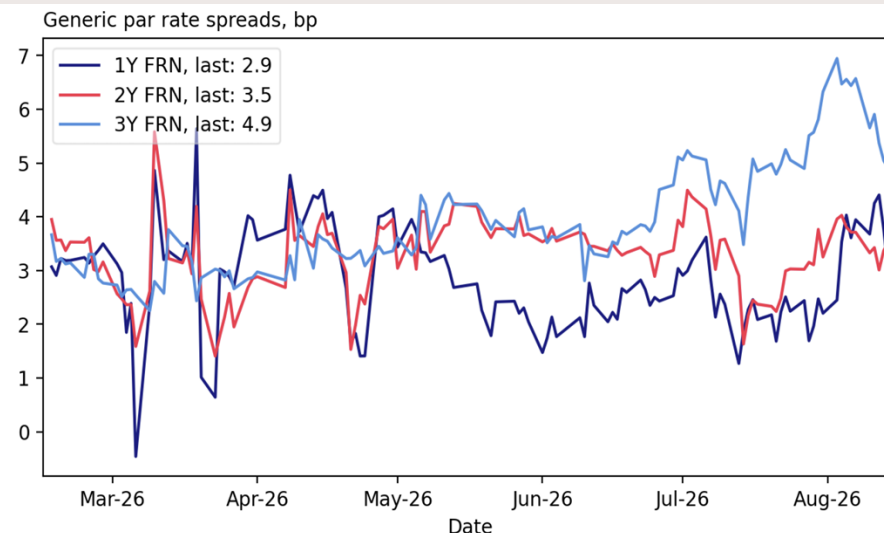
Pil ned for nettostillingen!



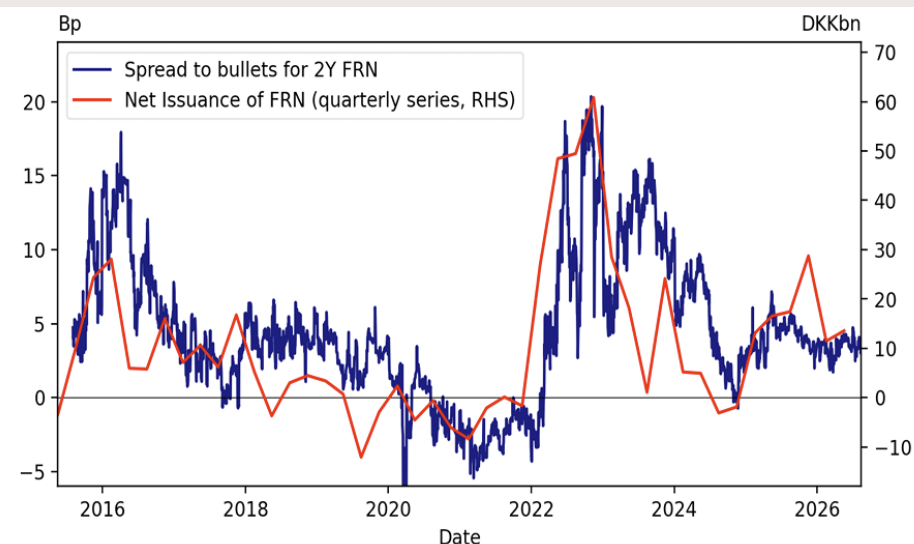
FRN holder bedre stand!

- 3Y FRN-RTL spænd havde – helt som forventet – nået toppen i starten af august og er siden faldet tilbage til omkring 5 bp
 - Ligesom FRN ikke helt kunne følge med RTL'ernes performance mod DESTR i juli, fulgte de heller ikke med ud igen i august
- Vi ser 3-5 bp som et fair FRN-RTL spænd givet det aktuelle udstedelsesniveau mv. og forventer således ikke, at FRN skal tabe relativt til RTL herfra
 - Det skal også ses i lyset af forventningen til stigende RTL-udstedelse (relativt til FRN-udstedelsen)
 - Vi forventer, at de treårige FRN kommer til at gå med omkring 5bp til RTL-kurven på auktionerne i denne uge
- Indsnævringen af FRN-RTL spændene har givet lidt medvind til den anbefaling af 3Y FRN mod RTL, vi åbnende i starten af august
 - Vi foretrækker fortsat FRN over RTL (hedget), men da det mest åbenlyse performancepotentiale er indfriet, lukker vi den konkrete anbefaling

FRN-RTL spænd



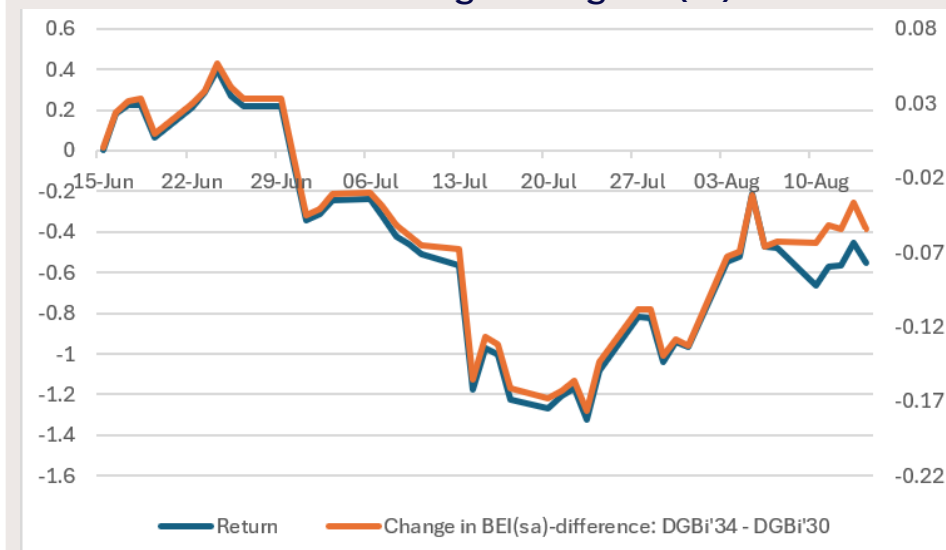
FRN: Nettoudstedelse og spænd til RTL



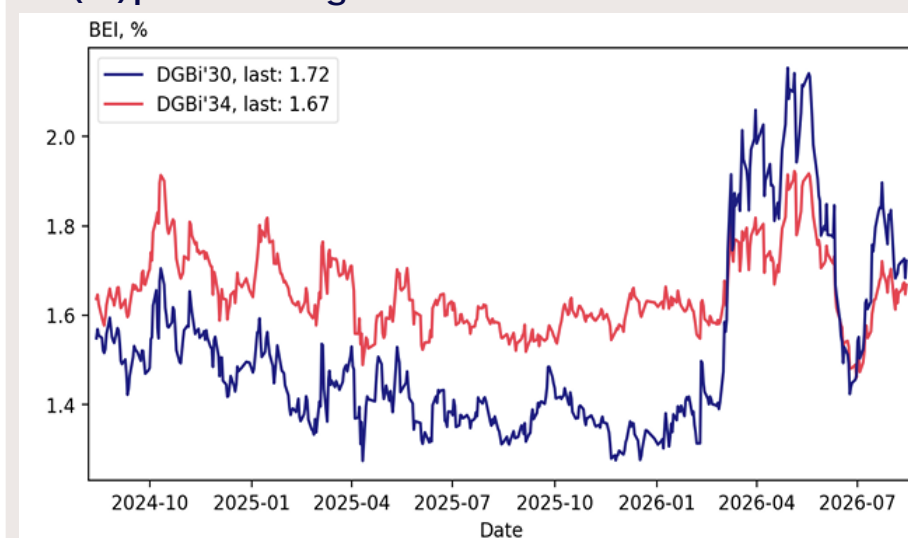
DGBi

- Vi åbnede i midten af juni en anbefaling af DGBi'34 mod DGBi'30 (som en "boks" mod tilsvarende nominelle stater for at fjerne rentefølsomhed)
 - Dette byggede på en betragtning om, at BEI(sa) på DGBi'34 i forlængelse af fredsaftalen lå relativt lavt set i lyset af, at den var faldet tilbage til sit niveau fra februar (før Irankrigen) – i modsætning til DGBi'30 samt europæiske inflationsindekserede swaps og statsobligationer (for begge relevante løbetider), hvor BEI stadig var pænt forhøjede. Se evt. nærmere [her](#).
- Anbefalingen nåede at få lidt medvind indtil fredsaftalen brød sammen og konflikten blussede op igen i starten af juli, hvilket førte til en stigning i BEI på DGBi'30 relativt til DGBi'34 (et fald i forskellen mellem BEI på DGBi'34 og DGBi'30, jf. figuren)
 - Siden midten af juli er anbefalingen kommet et godt stykke af vejen tilbage i takt med, at BEI på DGBi'30 er faldet tilbage igen relativt til BEI på DGBi'34
- Fra det aktuelle udgangspunkt holder den oprindelige betragtning fortsat, og dermed er baggrunden for anbefalingen intakt – med mindre man forventer en fornyet opblusning af konflikten
 - Vi forventer, at BEI på DGBi'30 vil falde relativt til DGBi'34 i løbet af efteråret (selvom der kan komme bump på vejen) og fastholder anbefalingen!

DGBi'34 vs DGBi'30: Afkast og ændring i BEI(sa) forskel



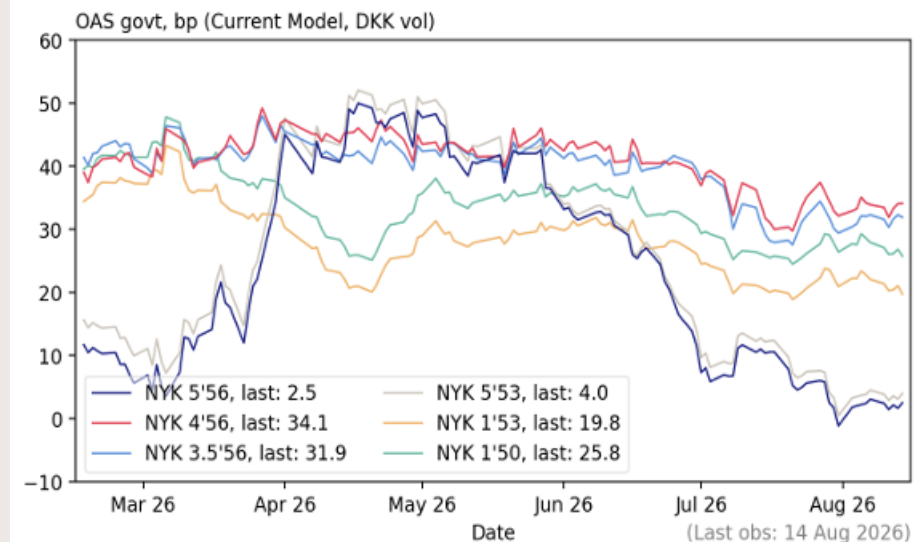
BEI(sa) på DGBi'30 og DGBi'34



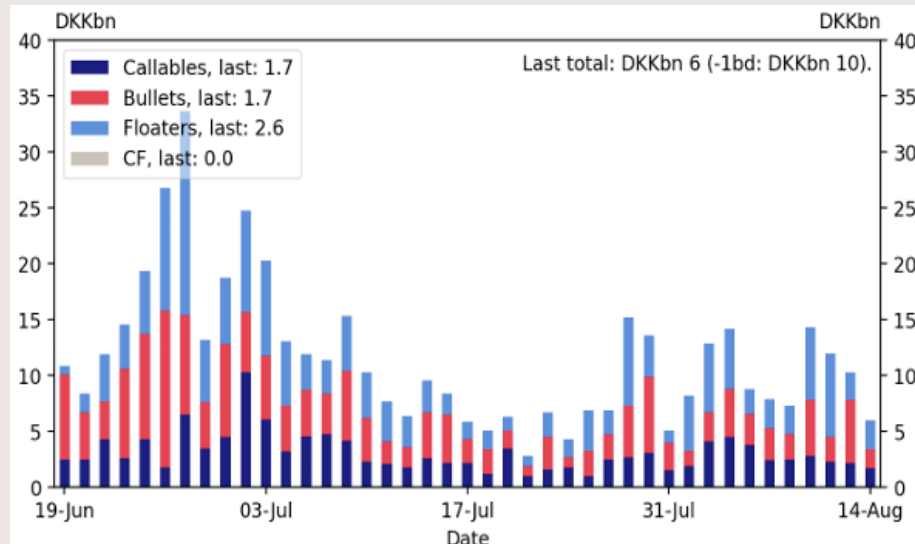
Fladt efter en stærk sommer

- OAS har ligget relativt fladt gennem den seneste uge efter en sommer med betydelig performance.
- Indsnævringen har især været koncentreret i de høje kuponer, hvor 5'56 og 5'53 har performet mere end 30 bp siden starten af juni, mens 4'56 og 3,5'56 har performet omkring 10 bp i samme periode.
- Efter en stille sommerferie begyndte omsætningen igen at røre på sig i starten af sidste uge, men gik tidligt på weekend med lave niveauer torsdag og fredag.

30Y Callables: OAS Govt



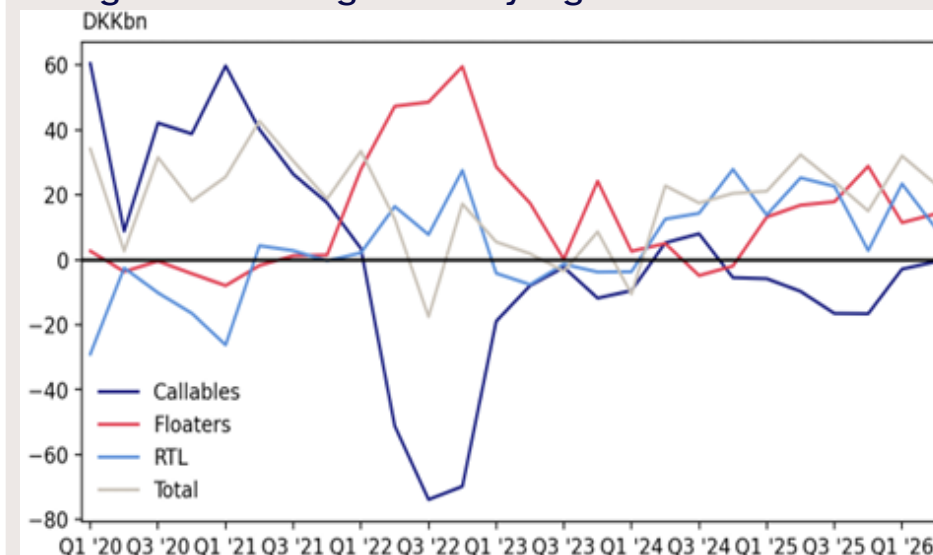
Daily turnover



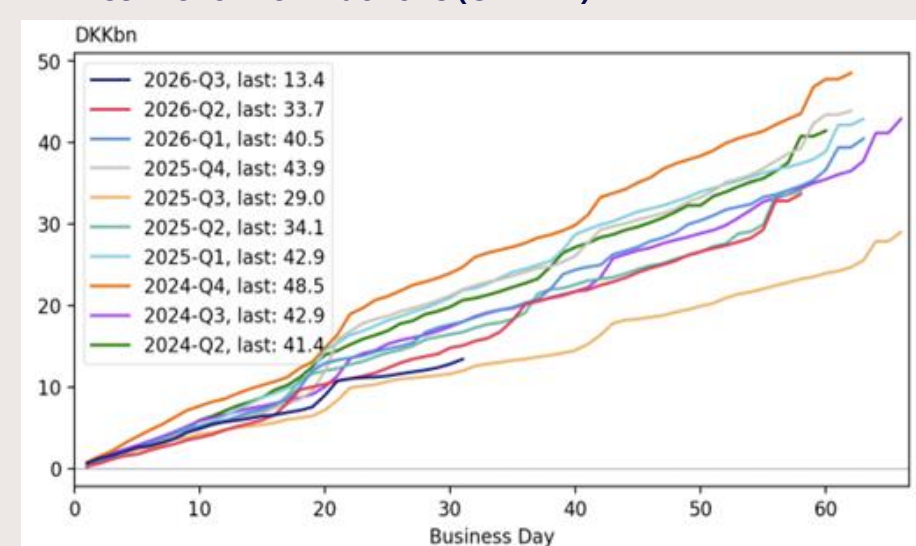
Lavere udtræk, ikke mere udstedelse

- Nettoudstedelsen af konverterbare er tilbage omkring nul efter to år med fald i de cirkulerende mængder.
- Det til trods fremgår det af den nederste figur, at udstedelsen fortsat er på et meget beskedent niveau.
- Det vil sige, at det alene er de lavere nominelle udtræk, som driver udviklingen mod positiv nettoudstedelse.
- Tilvæksten i realkreditgælden er dermed fortsat drevet af positivt nettoudstedelse i FRN og RTL.
- Selvom det endnu er tidligt at spå om januarterminen, forventer vi udtræk omkring 10% i 5%-segmentet, svarende til ca. 5 mia. DKK.

Change in outstanding amount by segment



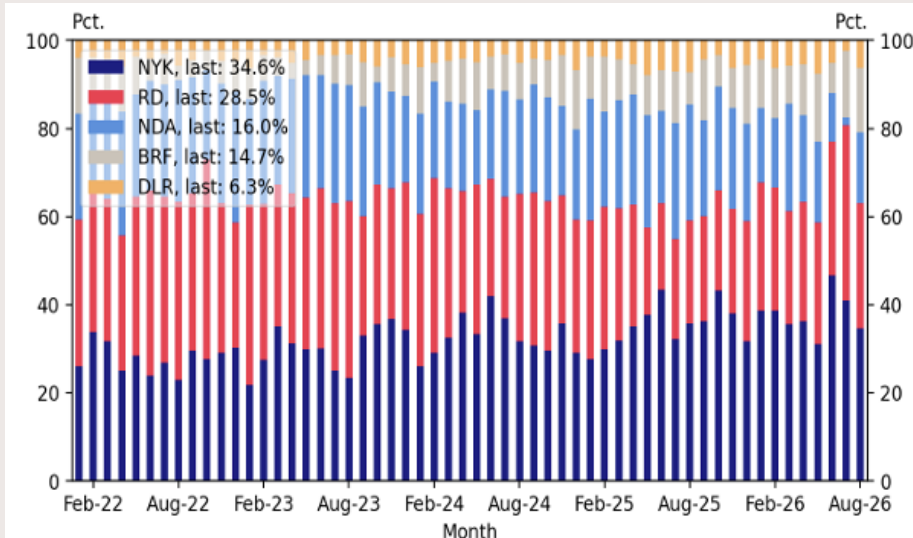
MBB: Iss. Net of Refi Auctions (CIRMIL)



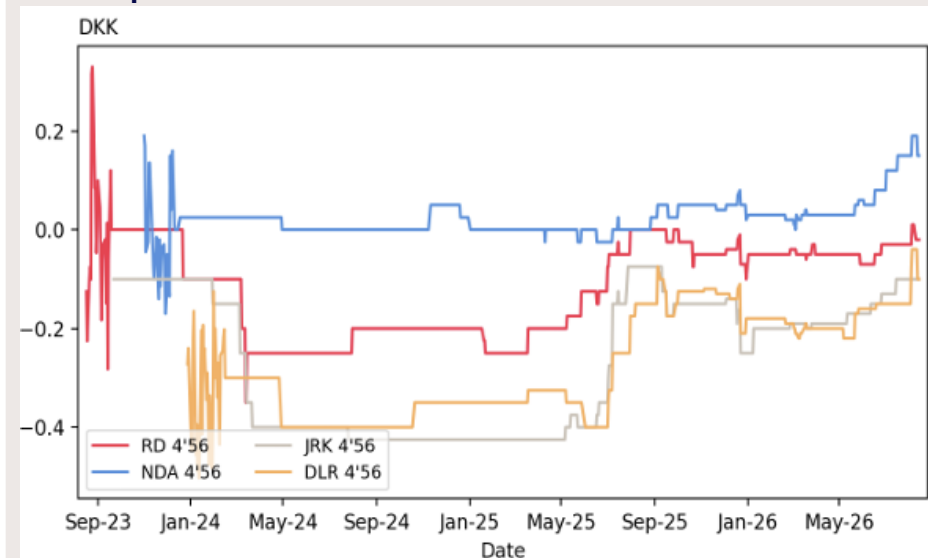
OAS flytter farvebilledet

- Udstedelsen af konverterbare er stort set uændret hen over sommeren og på linje med de seneste kvartaler.
- Farveforskellen i udstedelsesvaren har imidlertid flyttet sig, hvor især NDA er blevet dyrere relativt til Nykredit.
- Aktuelt handler NDA 4'56 omkring 18 øre dyrere end NYK 4'56, mens de øvrige institutter fortsat handler billigere, men nu tættere på NYK end før sommerferien.
- Ifølge vores pris-dekomponering skyldes bevægelsen hen over sommeren ikke ændringer i debitorfordelingerne, som har ligget stabilt, men derimod udviklingen i OAS'erne.

Callables: Composition of issuance by month (OMX)



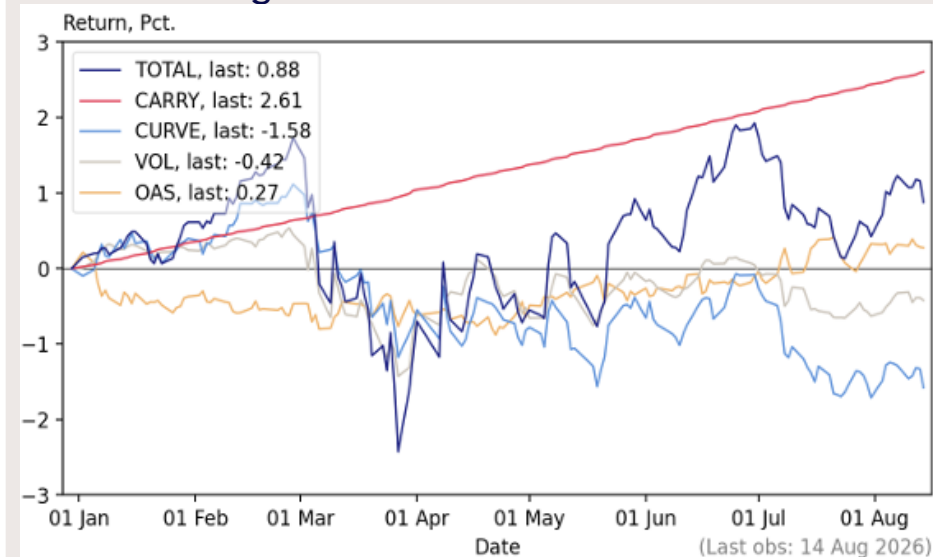
Decomposition of Price Difference to NYK



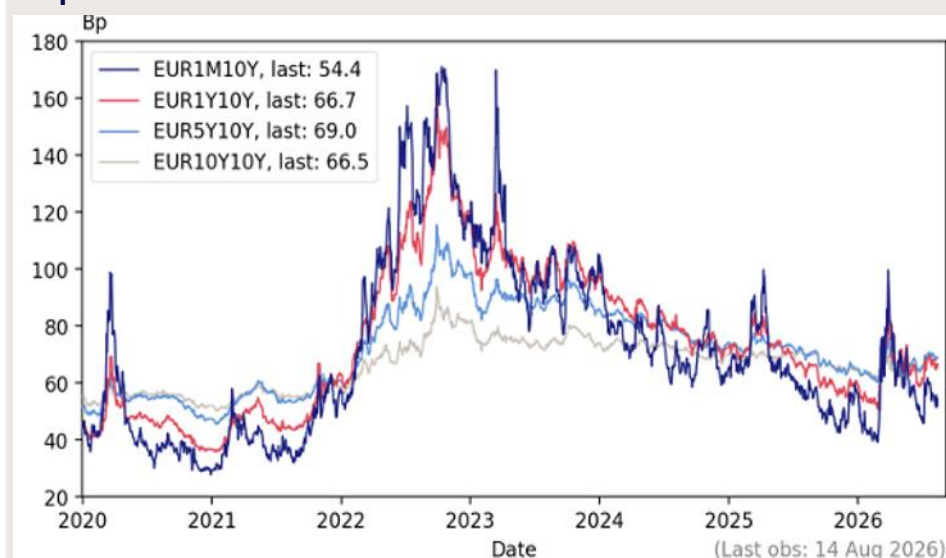
Carry bærer året

- For 4'56 har carry været årets bærende afkastbidrag med +2,61%.
- Modsat har rentestigninger trukket 1,58%-point fra og volstigninger yderligere 0,42%, mens OAS-performance har bidraget positivt med +0,27%.
- Samlet har 4'56 præsteret et ÅTD-afkast på 0,88%.
- Det negative bidrag fra rente- og volstigninger er hovedsageligt opstået hen over juli og august, hvor begge er steget fra meget lave niveauer ultimo juni.

NYK 4'56: Outright



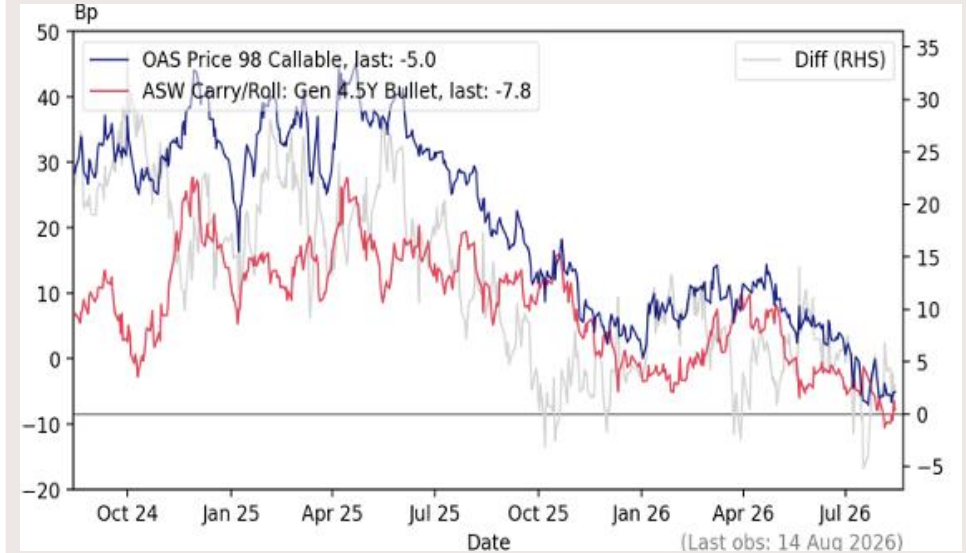
Implied Volatilities



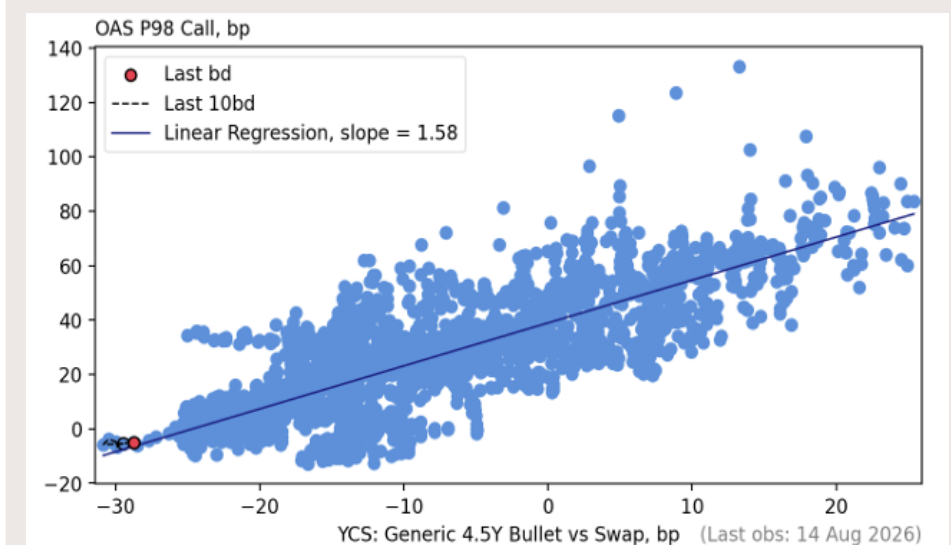
Merværdien mod RTL er væk

- Merværdien i de konverterbare relativt til RTL'erne er gradvist forsvundet hen over sommeren.
- Mere præcist er de konverterbare gået fra at handle 5-10 bp billigere end RTL'er til at handle på omtrent samme niveau.
- En eventuel overvægt af konverterbare bør derfor være motiveret af carry eller en forventning om aftagende vol.

OAS Price 98 Callable vs. Gen 5Y Bullet (Start 14 Aug 24)



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



Anbefalinger

- På nær 3Y FRN vs 3Y RTL, havde flere af vores anbefalinger en lidt sløj uge i sidste uge
 - Navnlig tabte vores barbell af 4% konverterbare mod 5% og 1%
- På trods af at det gik lidt den forkerte vej i sidste uge, er anbefalingen af DGBi'34 vs. DGBi'30 dog kommet pænt igen på det sidste – og vi ser fortsat værdi (jf. ovenfor)
- Vores anbefaling af 4-5Y tyske covered bonds mod RTL (begge mod ESTR, for RTL'ens vedkommende inkl. basisswap) har imidlertid haft en god ude, og er kommet delvist igen efter en skæv start
 - Afkastet på anbefalingen er gået fra -0.28 til -0.14 over den seneste uge
 - Vi ser fortsat positivt på anbefalingen – idet sandsynligheden for en korrektion af prisningen af RTL vs EUR covered bonds (set på denne måde) forekommer større end sandsynligheden for at det skal køre yderligere skævt – og vi fastholder derfor anbefalingen.

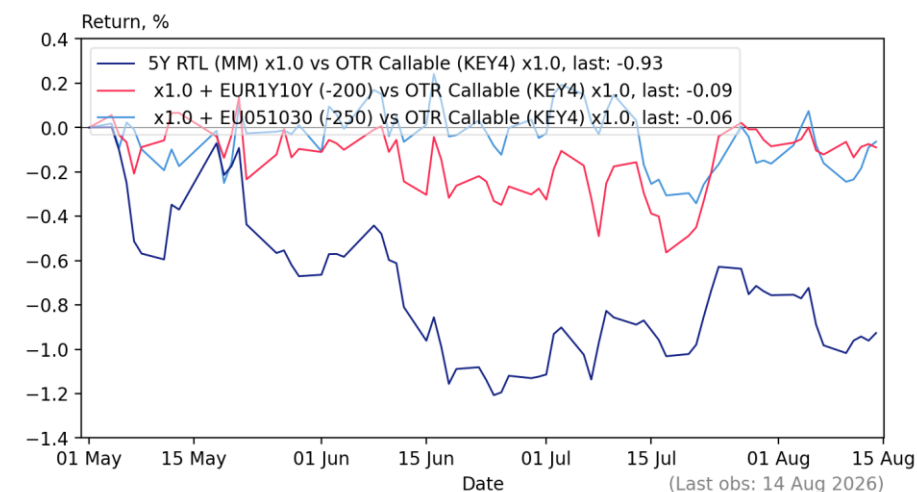
Aktuelle anbefalinger

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)	-0.07	-0.54
2026-06-26	RTL5 vs RTL3	-0.01	-0.02
2026-07-07	4'56 vs 1'50 & 5'53	-0.21	-0.40
2026-08-03	3Y FRN vs. 3Y RTL	0.05	0.06

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	-0.01	0.12
2026-01-15	NYK 4'56 vs RD 5'56 + JRK 1.5'53 IO	-0.33	-0.94
2026-01-26	4'56 vs RTL5	-0.14	0.59

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