Auktionerne går af H.... til

Status på de igangværende auktioner

18. november 2026 10:27 Markedsføringsmateriale

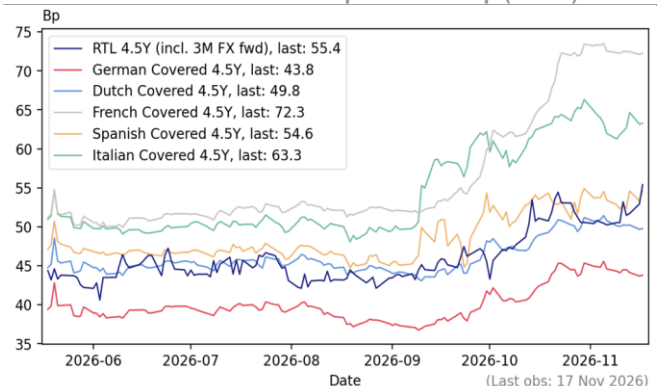
Chefanalytiker Jacob Skinhøj, jsi@nykredit.dk, 44 55 11 27

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

- Danske RTL billigere end Spanske Covered Bonds!?
- Vi troede, at vi var auktionsklar – det var vi så ikke!
- Hvad skal spænd herfra?

Danske RTL'er har tabt 4-5 bp i denne uge, trods stabile til stærkere europæiske covered bonds, da auktionsinteressen har været svagere end forventet. Udsigten til stor ultimoudstedelse i december, endnu en stor auktion i februar, en faldende nettostilling og fyldte repo-linjer kan forklare den beherskede investorinteresse. FRN følger omtrent RTL ud i spænd mod swap, og vi har således ikke set tegn på en udvidelse af FRN-RTL spændet på auktionerne.

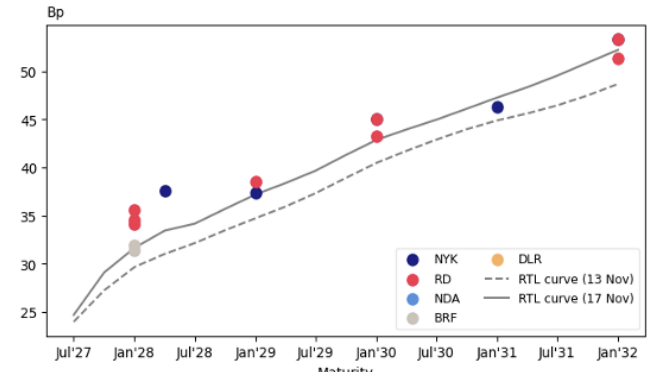
RTL and EUR covered bonds: Spread to swap (ESTR)



Inkl. 3M FX-hedge til EUR er danske RTL nu billigere end tilsvarende spanske covered bonds.

Kilde: Nykredit Markets

RTL auctions: Spreads to DESTR (at the time of auction)



Auktioner er gået billigere end forventet og det har også fået den eksisterende kurve til at give sig ud.

Kilde: Nykredit Markets

Auktionsklar? Ikke alligevel!

I sidste uge meldte vi ud, at vi – givet at EUR covered bonds ikke gav sig yderligere ud – troede, at de danske RTL'er var auktionsklar.

Det har vist sig ikke at være tilfældet, og RTL har tabt 4-5 bp i denne uge, på trods af at europæiske covered bonds ikke har givet sig yderligere ud – tværtimod.

Så selvom danske RTL'er har tabt på niveau med hollandske og tyske covered bonds i september og oktober, var dette altså ikke tilstrækkeligt til at absorbere de mængder, der er på auktion denne gang.

Dertil kommer at der er udsigt til pæn ultimoudstedelse i december (forventeligt 20-25 mia. kr. – dog hovedsageligt FRN) og til endnu en stor auktion i februar: Hvorfor købe RTL (for) dyrt nu, når der kommer endnu en mulighed om et par måneder?

Samtidig synes alle markedsdeltagere nu at være opmærksomme på likviditetssituationen, navnlig udsigterne til en forværring af nettostillingen året ud, samt det sædvanlige fald i 1. kvartal 2027.

Også begrænset kapacitet på repo-linjer nævnes som en mulig forklaring på den beherskede investorinteresse.

Selvom auktionsresultaterne har været svagere end forventet, har der været ganske pæne budmængder på auktionerne. Bid-to-cover har typisk ligget mellem 2 og 4, hvilket indikerer, at problemet ikke så meget er manglende investorinteresse, men snarere den pris, investorerne er villige til at betale.

Bid-to-cover fortæller dog ikke i sig selv, hvor stærk den reelle efterspørgsel er, da mange bud kan være afgivet på meget billige niveauer.

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.

RTL-kurven prøver at følge med

Auktionerne er dagligt gået et 1-2 bp billigere end forventet, og det har fået market makerne til også at lægge de eksisterende RTL'er ud, se også nederste figur på foregående side.

Det er ellers ikke en selvfølge, og vi har ved tidligere auktioner set, at den eksisterende RTL-kurve og auktionsniveauerne ikke nødvendigvis behøver at være identisk. Men ved denne auktion er RTL-kurven blevet lagt et par bp ud dagligt, i takt med at RTL'erne på auktionerne – indtil videre – er gået blødere og blødere.

FRN følger omtrent RTL ud i spænd

FRN-auktionerne har vist fornuftigt efterspørgsel – i hvert fald målt på spænd til RTL'erne, som indtil videre har haft det forventede niveau. I går gik NDA's grønne jan30 med 6 bp til RTL-kurven, mens NDA's konventionelle jul30 gik med 8 bp til RTL-kurven. Tager man højde for, at RTL-auktionerne også gik med et par punkter til RTL-kurven, var "FRN-RTL auktionsspændene" dog snarere 4-6 bp, hvilket er omtrent som forventet forud for auktionen.

FRN har således omtrent fulgt RTL ud, og de har ikke tabt selvstændigt til RTL i denne omgang.

Hvorhen herfra?

De billigere niveauer og dagens fald i iTraxx vil forventeligt give flere investorer blod på tanden, og vi forventer ikke, at RTL skal tabe så meget yderligere herfra – dog med det forbehold, at vi sagde noget næsten tilsvarende i sidste uge.

De spændudvidelser vi har fået indtil videre på auktionerne betyder dog, at RTL'erne begynder at se interessante ud sammenlignet med fx EUR covered bonds – frem for blot at være priset fair. Og vi forventer ikke umiddelbart, at RTL'erne vil kunne fås på samme niveauer, når auktionerne først er overstået.

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 market 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 – Sundkrogsgade 25 - 2150 Nordhavn - Tlf. 44 55 10 00 - Fax 33 12 04 34