Om vi er auktionsklar?

Spørg EUR covered bonds

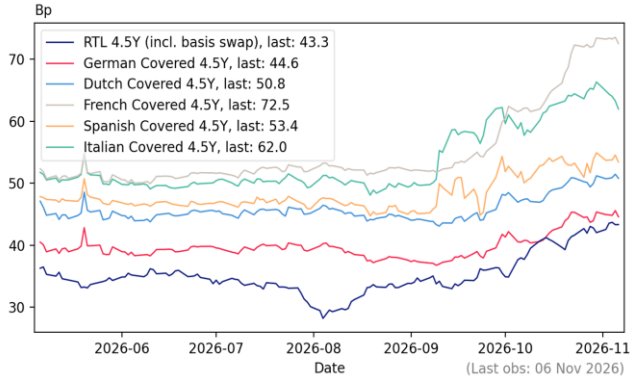
9. november 2026 08:18 Markedsføringsmateriale

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

- Lidt færre RTL5 end ventet kommer på auktion, men stadig pæn daglig udstedelse af RTL5
- Bredere markedstemaer vil forventeligt dominere spændudviklingen i RTL'erne op til og under auktionerne
- Vi foretrækker FRN over RTL'er, men ser bedre værdi i RTL5 relativt til konverterbare på de nuværende niveauer

Efter flere måneders spændudvidelser nærmer årets sidste refinansieringsauktioner sig. Men er RTL'erne og FRN'erne blevet billige nok, eller er der yderligere spændudvidelser i vente? Vi ser nærmere på, hvad der kan drive spændene under auktionerne, og hvor vi aktuelt ser den bedste relative værdi.

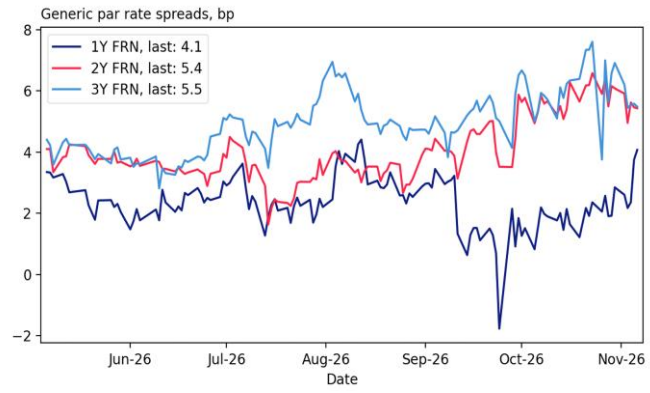
RTL'erne har fulgt bevægelsen i EUR covereds



ESTR spænd på RTL'er og europæiske covered bonds

Kilde: Nykredit Markets

FRN har tabt mod RTL oven på højere udstedelse



FRN-spænd til RTL

Kilde: Nykredit Markets

Spændudvidelser i RTL – slut nu?

Siden starten af august er RTL-spændene (vs. DESTR) kørt én vej – ud. Bevægelsen har været på linje med udviklingen i europæiske covered bonds og kredit (iTraxx Senior Financials). Samtidig har den seneste måneds høje daglige FRN-udstedelse presset FRN-spændet til RTL'erne ud med 2-3 bp.

I starten af ugen modtog vi det endelige udbud til novembers refinansieringsauktioner. RTL5-udbuddet er til den lave side (22 mia. kr. mod forventet 25 mia. kr.), mens RTL1-udbuddet er til den høje side (59 mia. kr.). RTL3-udbuddet er som forventet (21 mia. kr.). Hertil kommer der 56 mia. kr. i FRN, primært i 3-3,5-årige FRN. Det fulde overblik over ISINs, mængder og auktionstidspunkter kan findes i vores auktionskalender her.

Spørgsmålet er nu om RTL'erne og FRN'erne er auktionsklar eller om der er yderligere spændudvidelser på vej?

Det hele kommer an på EUR covered bonds

Inden RTL'erne begyndte at give sig ud i august lå de tydeligt dyrt relativt til til EUR covered bonds (se øverste graf) og den første del af spændudvidelsen i august var også isoleret til danske RTL'er. Siden starten af september har spændudvidelserne dog været på linje med tyske covered bonds. RTL'erne har også haft nogle gode dage på det seneste, i lighed med EUR covered bonds, som har performet oven på demokraternes sejr ved midtvejsvalget i USA. Der er således ikke tydelige tegn på, at realkreditspecifikke forhold, såsom udstedelse, eller DKK-likviditet, er den primære driver af RTL-spændene p.t. Samtidig er danske RTL'er ikke blevet åbenlyst billige trods de pæne spændudvidelser.

Vi vurderer således, at spændet på RTL'er (og FRN) aktuelt primært drives af bredere markedstemaer, herunder situationen i Frankrig, krigen i Iran og en (re)prisning af AI aktier. Det forventer vi også vil være tilfældet op til og under auktionerne, mens auktionsudbud, udstedelse, likviditet og relativ værdi vil spille en mere sekundær rolle. Vi har allerede udsendt en analyse, hvor vi diskuterer likviditetsudsigterne og hvordan de potentielt kan påvirke auktionsspændene, den kan læses her.

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.

Når det så er sagt – udbud og udstedelse

Det lavere end ventede RTL5-auktionsudbud er alt andet lige positivt for RTL5-spændene. Det lavere udbud skyldes dog formentlig delvist, at RD fortsat refinansierer noget udløb uden for auktionerne. RD's RTL5-udstedelse er således taget pænt til i dette kvartal. Den daglige RTL-udstedelse er generelt domineret af RTL5 (se øverste graf), også når der korrigeres for RD's kunstigt høje RTL5-udstedelse. Så mens låntagere ser ud til at flygte fra RTL5 i forbindelse med refinansiering, er dette ikke tilfældet i ny-udlånet. Den daglige RTL5-udstedelse er således indtil videre på niveau med Q4 sidste år.

De lave refinansieringsgrader vil dog formentligt medvirke til at det samlede RTL5-udbud dette kvartal ender 5-8 mia. kr. lavere end Q4 sidste år, hvor der samlet kom godt og vel 62 mia. over kvartalet (36 mia. kr. i løbende + ultimo, 26 mia. kr. på auktioner). Det lidt lavere auktionsudbud er dog næppe nok til at give "RTL5-mangel", eller i sig selv nok til at drive performance.

Relativ værdi er mindre god

Danske RTL'er har nok fulgt EUR covereds ud i spænd, men handler stadig dyrere målt på swapspænd (inkl. maturity matched basis swap, se også øverste figur på side 1) og der kan således være investorer, der har større interesse i euro-land på de nuværende niveauer. Svenske Bostäder har ligeledes tabt relativt mere, og de lange Bostäder tilbyder fortsat mere hedget og fundet HPR end tilsvarende danske RTL'er (se graf i midten). Den bedre relative værdi i svenske Bostäder, tror vi særligt kan medvirke til, at nogle danske hedgefonde, vil være mindre aktive i forbindelse med refinansieringsauktionerne. Argumentet imod skulle være, at de ønsker at fastholde deres DKK repolines og det kan give et incitament til at købe danske RTL'er.

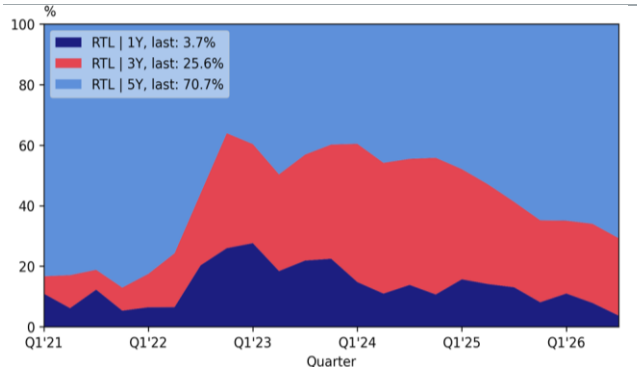
Omvendt har FRN'erne tabt mod RTL, som følge af den p.t. høje daglige udstedelse. Vi forventer, at den høje FRN-udstedelse kan fortsætte året ud, da den aktuelt lave fixing på FRN-lån får dem til at fremstå kunstigt billige for låntagere. Efter nytår forventer vi dog, at FRN-udstedelsen vil aftage igen og på den lidt længere bane foretrækker vi derfor FRN over RTL. Inden da kan det fortsatte udstedelsespres meget vel få FRN-RTL-spændet til at give sig en anelse yderligere ud.

Er det alene et spørgsmål om at fastholde repolines, vil vi forvente, at hedgefondene overvejende gør dette i FRN. Enten i forbindelse med auktionerne eller i den løbende udstedelse.

Men mod konverterbare – der er det mere fornuftigt!

Måles den relative værdi i stedet mod konverterbare, ser de længere RTL'er mere fornuftige ud. Mens RTL5 har tabt, har de konverterbare holdt sig overraskende pænt, formentlig endnu engang understøttet af meget lav udstedelse. Set i et historisk perspektiv har en 4'56 givet væsentlig mere i OAS end det ASW carry/rul man får i en RTL5 (mod CIBOR 6M), aktuelt er reduceret til 5-6 et par bp (se nederste graf). Ses der på udstedelsesvaren 4'59, ser det ved første øjekast mere fornuftigt ud her med en forskel på 12bp. Investor bør dog kompenseres for 4'59'ernes forsat begrænsede seriestørrelse og usikkerheden om debitorfordelinger og cashflow – og i det lys, synes vi også at 4'59'erne ligger en anelse for dyrt relativt til RTL5.

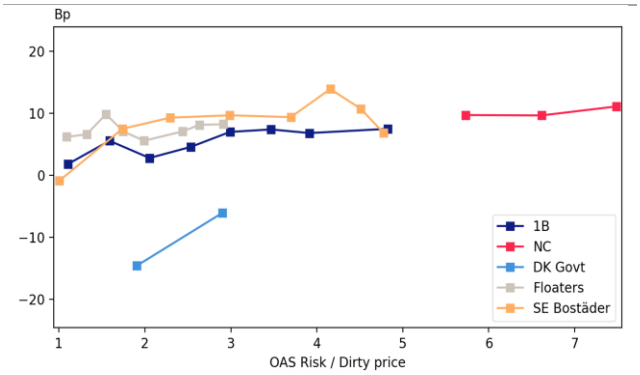
Flest RTL5 i den daglige udstedelse



Fordeling af RTL i daglig udstedelse, ekskl. ultimo og auktioner

Kilde: Nykredit Markets

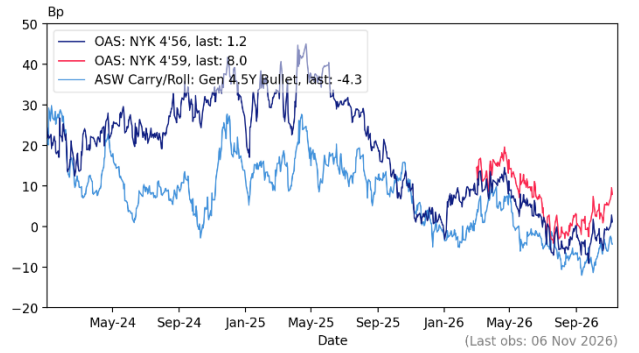
Mere hedget og fundet HPR at hente i Bostäder og FRN



Hedged og funded HPR/spread risk (vs. 3M swap)

Kilde: Nykredit Markets

RTL5 attraktive mod konverterbare



OAS på 4'56/4'59 vs. ASW carry/rull på 4,5-årige RTL'er (CIBOR 6M)

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 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