Kort realkreditupdate
Uge 46



Jacob Skinhøj
Peter Bache
Veronica Bergstrøm

Nykredit

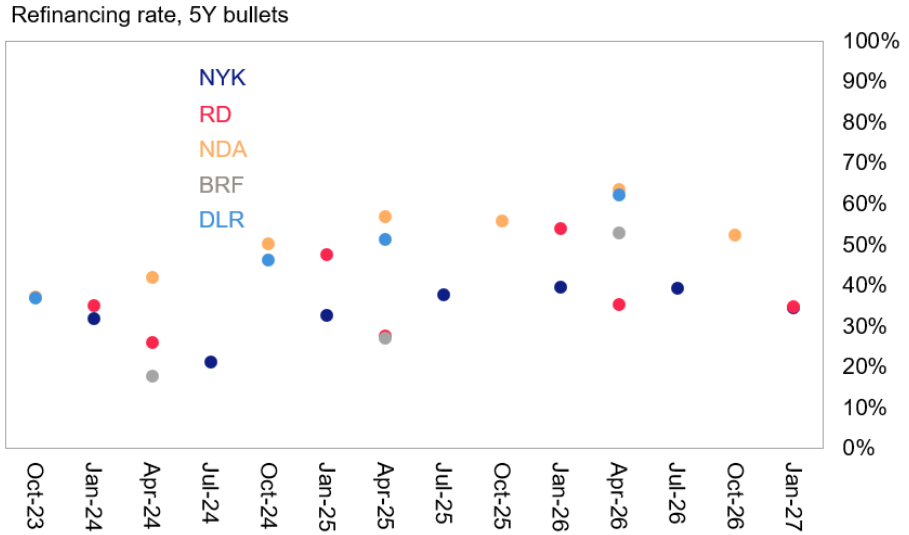
Endeligt auktionsudbud byder på færre RTL5 end ventet!

- Det endelige RTL-auktionsudbud til næste uges refinansieringsauktioner løber op i 106 mia. kr., hvoraf der kommer
  - RTL1: 59 mia. kr.
  - RTL3: 21 mia. kr.
  - RTL5: 22 mia. kr.
- RTL1-udbuddet bliver således højere end forventet, mens RTL5 udbuddet lander en anelse lavere og RTL3-udbuddet er på linje med vores forventninger
- RTL5 refinansieringsgraden er på kun 35% for både RD og NYK
  - Det skyldes formentligt delvist, at RD fortsat refinansierer noget af deres RTL5-udløb uden for auktionerne
- Samlet vil RTL5-udbuddet i dette kvartal formentligt ende lavere end man kunne have forventet givet det store udløb.
- **Lyt ind til vores auktionskald på fredag d. 13 november kl. 9:30, hvor vi gennemgår udbud, udstedelsesudsigter og vores forventninger til auktionsspænd.**

RTL-udbud på novembers refinansieringsauktioner

	Total	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y
NYK	27,800 (54%)	5,000 (545%)	900 (44%)	10,800 (72%)	600 (60%)	10,500 (35%)
RD	59,520 (74%)	35,900 (121%)	2,300 (52%)	9,400 (88%)	450 (19%)	11,400 (35%)
NDA	1,455 (76%)	1,000 (89%)	45 (83%)	350 (75%)	10 (35%)	50 (52%)
JRK	14,400 (76%)	14,400 (76%)	-	-	-	-
DLR	*2,728 (85%)*	*2,291 (85%)*	*370 (81%)*	*19 (109%)*	*41 (709%)*	*7 (40%)*
Total	***106,003 (68%)***	***58,591 (110%)***	***3,615 (51%)***	***20,569 (78%)***	***1,101 (32%)***	***21,957 (35%)***

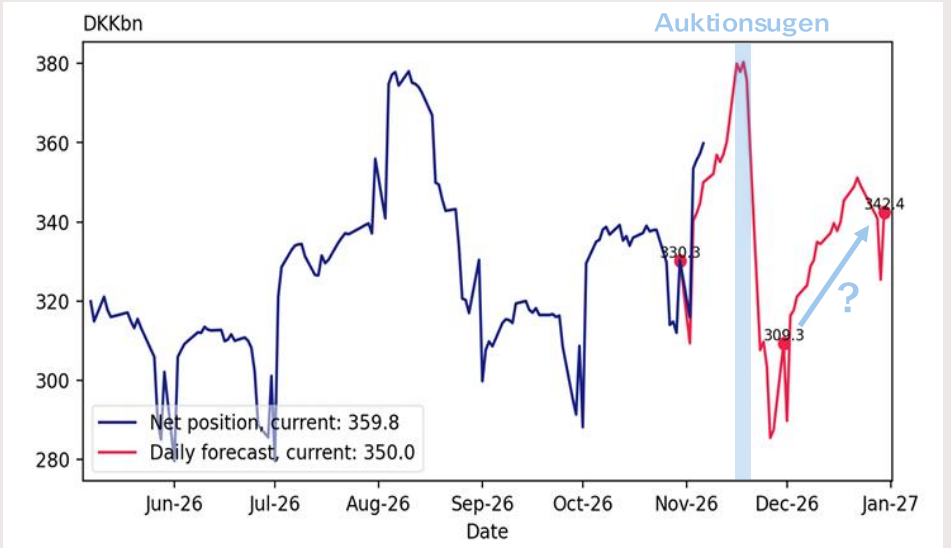
Historiske refinansieringsgrader RTL5



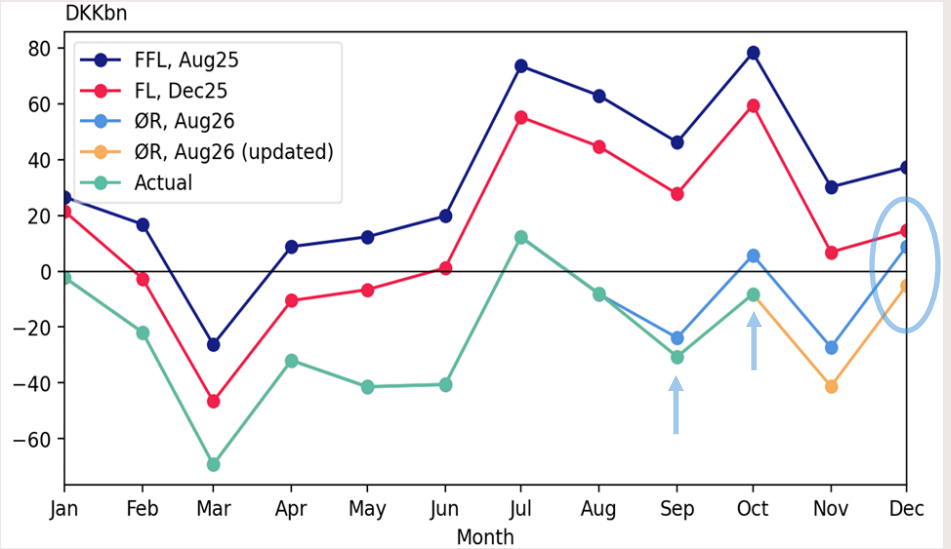
Likviditeten på vej op (for nu)

- Nettostillingen er steget pænt i november – og stiger endnu mere når refinansieringsauktionerne starter i næste uge (pga. udløb af DGB'26)
  - P.t. er nettostillingen steget knap 10 mia. kr. mere i november end der ligger i den seneste dagsfordelte prognose
  - Vi har dog de seneste måneder set et mønster, hvor nettostillingen kommer foran prognosen i starten af måneden for så at falde tilbage mod prognosen senere på måneden. Stigningen i november kan vise sig blot at være en gentagelse af dette mønster.
- Det begynder ellers at blive ekstra spændende at følge nettostillingen for at se, om det "catch up" i statens nettofinansieringsbehov i november og december, der ligger i den seneste månedsfordelte prognose (ØR aug26), rent faktisk materialiserer sig.
  - Siden den seneste månedsfordelte prognose er nettofinansierings-behovet blot sakket yderligere bagud (september og oktober), se den nederste figur.
  - Hvis ikke vi får det prognosticerede "catch up" i nettofinansierings-behovet frem mod udgangen af året, får vi et dårligere udgangspunkt for det sæsonbetingede fald i første kvartal af 2027
  - Dette har vi skrevet mere om i en analyse fra i torsdags

Nettostilling inkl. dagsfordelt prognose



Statens nettofinansieringsbehov: Skøn og faktisk udvikling

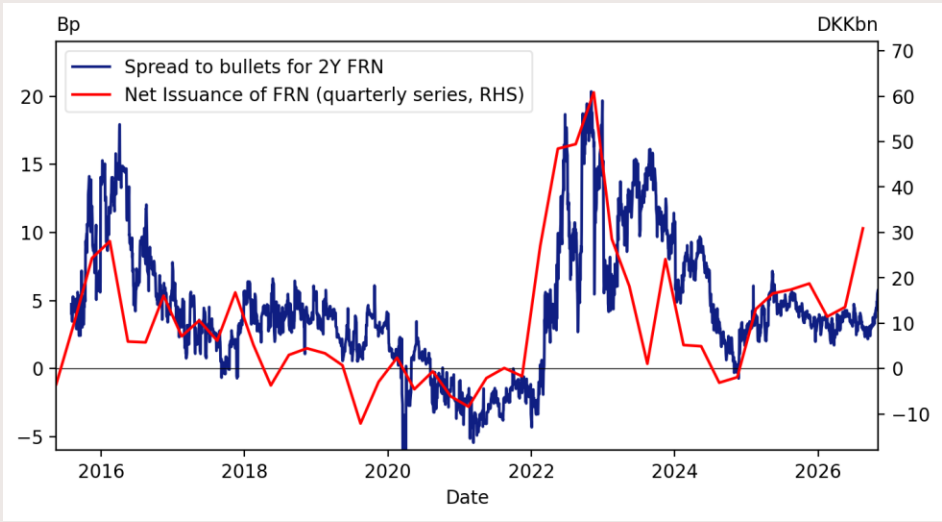


FRN – auktionsklar?

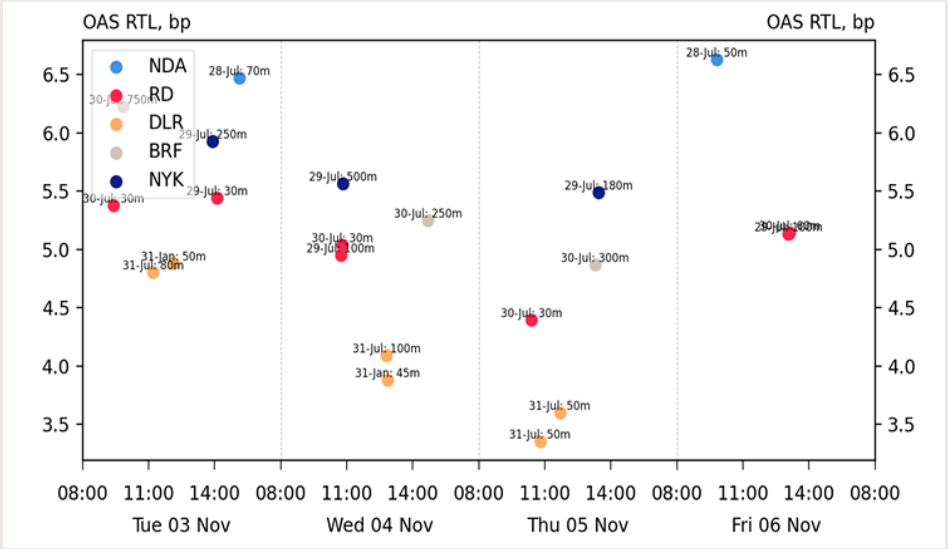
- FRN-spændene til RTL-kurven virker stabiliserede efter den øgede FRN-udstedelse har presset dem ca. 2 bp ud
  - Der er en mulighed for, at FRN kan gå til den svage side på auktionerne, men vi forventer ikke at det vil dreje sig om mere end 1 eller højst 2 bp ift. de aktuelle tap-niveauer
- FRN-spændene til RTL ligger – på trods af spændudvidelsen – til den lave side set i forhold til den historiske sammenhæng med nettovæksten i FRN-segmentet.
  - Givet at FRN-udstedelsen formodentlig vi blive dæmpet af højere fixinger fra årsskiftet, tror vi ikke at FRN-spændene skal længere ud.
  - Indtil videre er FRN-udstedelsen også taget en anelse af i november sammenlignet med oktober (hvor den lå særligt højt).
  - Derudover forventer vi også at se appetit på FRN, hvis de skulle give sig en anelse mere ud – så en større udstedelsesdrevet spændudvidelse ligger ikke i kortene.

- I dag skifter Nykredit fra at give lånetilbud i deres jul29 FRN (955469) til at give lånetilbud i en jan30 FRN (955582)

FRN: Nettoudstedelse og RTL-spænd



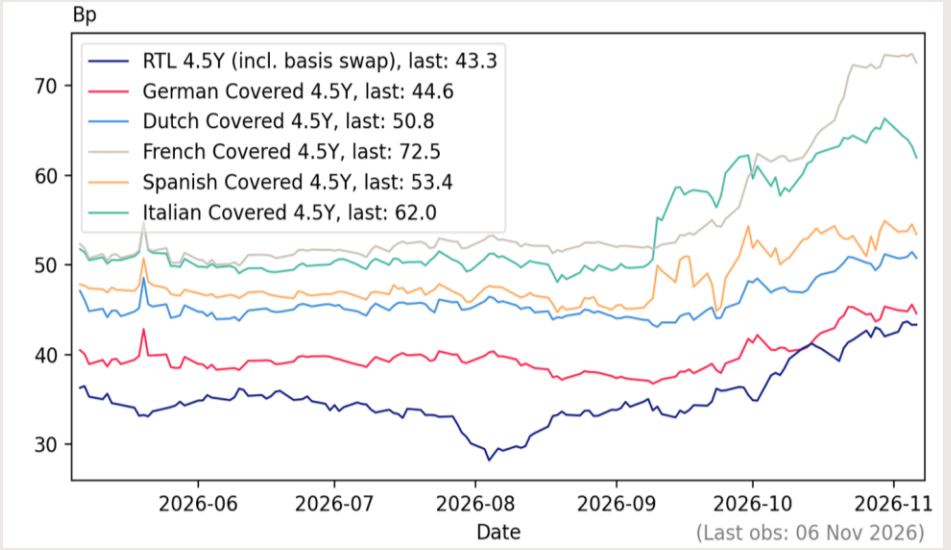
FRN: Spænd til RTL på seneste taps



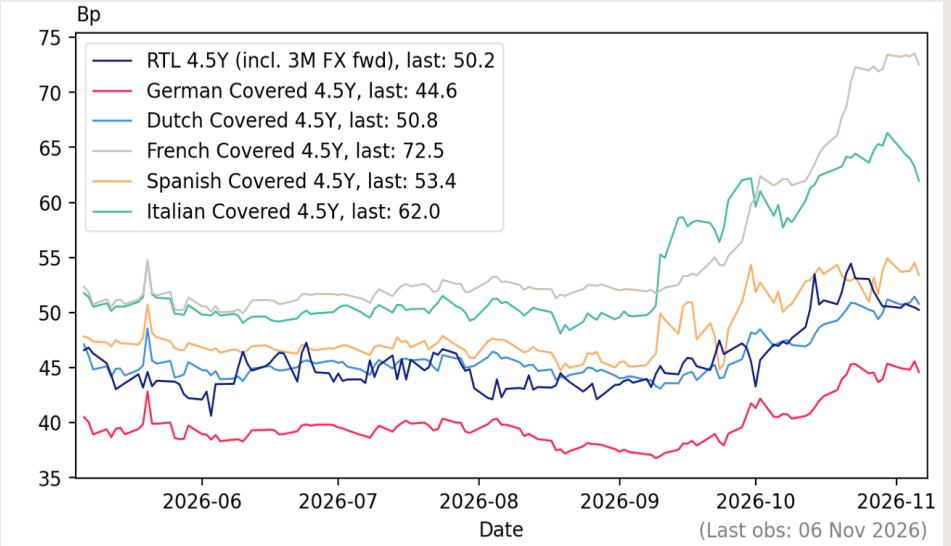
Spænd på længere RTL'er – det hele afhænger af EUR covered bonds

- Spændudvidelsen i længere RTL'er har siden starten af september været i overensstemmelse med bevægelsen i EUR covered bonds.
- RTL-spændet til swap afhænger p.t. primært af bredere markedstemaer, herunder situationen i Frankrig, krigen i Iran og appetitten på AI-aktier.
  - Danmarks- og realkreditspecifikke forhold spiller således aktuelt en mindre rolle for spændudviklingen
  - Vi forventer, at dette også vil være tilfældet op til og under refinansieringsauktionerne.
- Aktuelt ser vi ikke stor relativ værdi i de længere RTL'er.
  - Danske RTL'er ligger fortsat til den dyre side relativt til EUR covered bonds når dette måles på swapspænd til ESTR (hvor RTL'en swappes til EUR via en maturity matched basis swap).
  - Anvendes i stedet en 3M fx forward, ser de omtrent fair ud på de nuværende niveauer. Set på denne måde, kan RTL'erne dog blive ramt af et fald i DKK-likviditeten frem mod udgangen af Q1 2027 (se ovenfor).
- De pæne spændudvidelser i EUR covered bonds kan muligvis få nogle investorer til at kigge den vej i stedet og mindske efterspørgslen på RTL5 til auktionerne

RTL and EUR covered bonds: Spread to ESTR



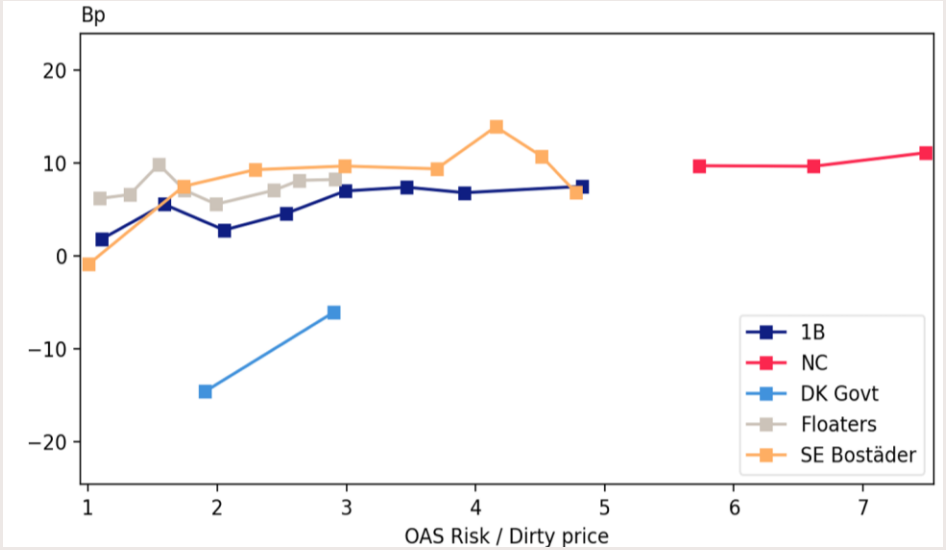
RTL and EUR covered bonds: Spread to ESTR (FX fwd)



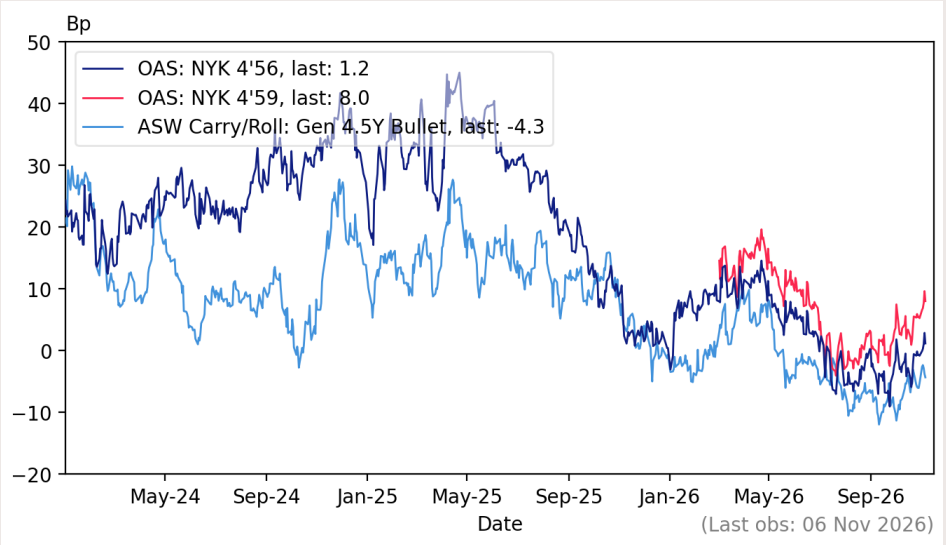
Begrænset relativ værdi i RTL5

- Længere RTL'er har tabt mere relativt til kortere RTL'er, og det har forbedret rullet omkring 3-årspunktet.
  - Vi foretrækker derfor RTL3 over RTL5 på de nuværende niveauer.
- Svenske bostäder giver ligeledes fortsat et bedre hedget og fundet HPR end tilsvarende danske RTL'er.
  - Vi tror især det vil påvirke hedgefondenes efterspørgsel på de længere RTL'er.
- Et modargument kan være at hedgefondene vil købe længere RTL'er på auktionerne for at fastholde deres repolines.
  - Givet den seneste måneds udvidelse i FRN-RTL spændet forventer vi, at hedgefondene overvejende vil købe FRN enten på auktionerne eller i den daglige udstedelse, i det omfang det gælder om at fastholde repolines
- Relativt til konverterbare ser de længere RTL'er en anelse mere fornuftige ud, som følge af at de konverterbare er blevet dyre oven på endnu et fald i udstedelsen.
  - Vi foretrækker fortsat RTL5 over 4'56 (inkl. swapoverlays for at hedge vol-eksponeringen)

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



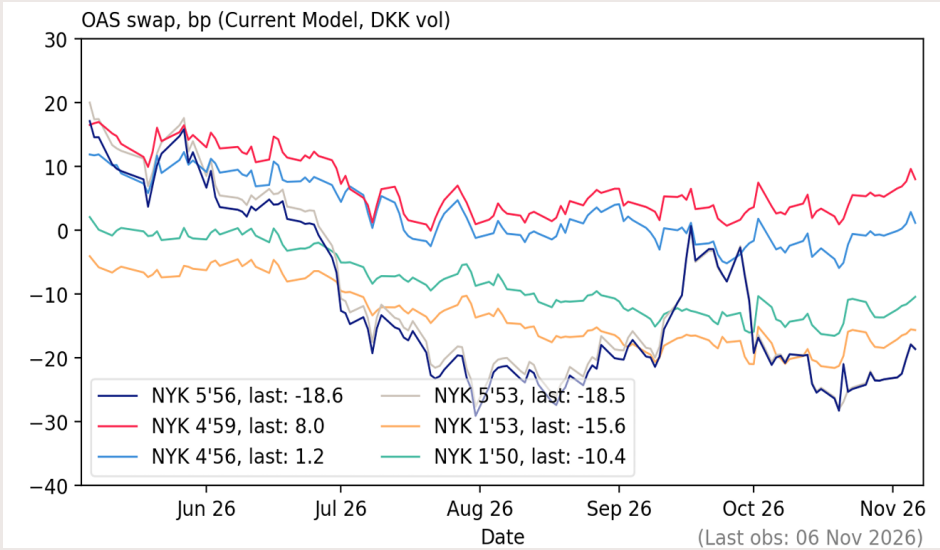
OAS 4'59 & 4'56 vs. ASW carry/rul RTL4.5 (CIBOR6M)



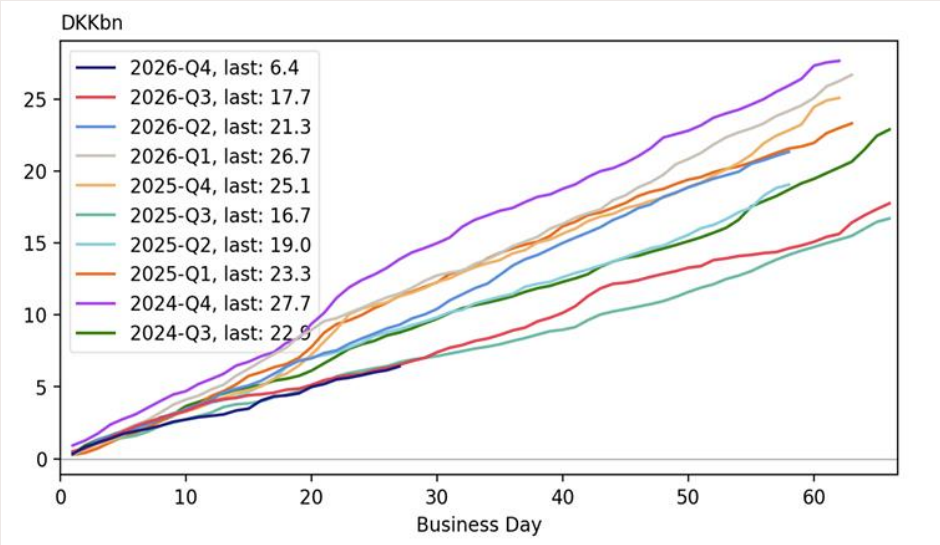
Urørlige konverterbare

- I mens RTL'er og FRN'er har tabt henover efteråret har de konverterbare holdt sig overraskende pænt i OAS-termer
  - De taber en anelse henover sidste uge, og ender ugen ude med et par bp fra ugen før
- Det er vores vurdering, at de konverterbare endnu engang understøttes af er (yderligere) fald i udstedelsen
  - De seneste rentestigninger har medvirket til, at den konverterbare udstedelse ikke er kommet igen efter (endnu) et svagt tredje kvartal
  - Der er ingen udsigt til, at udstedelsen af konverterbare vil komme tilbage igen foreløbigt
- Selvom konverterbare ligger til den dyre side – særligt de gamle 4'56'ere – relativt til RTL5, tror vi ikke, der er større spændudvidelser på vej i de konverterbare foreløbigt
- 4'59 handler pt. 7 OAS punkter over 4'56'erne.
  - Selvom investor skal kompenseres for den mindre seriestørrelse, usikkerhed om debitorfordelinger og cashflows, virker det til den høje side.
  - Vi foretrækker derfor 4'59 over 4'56 på de nuværende niveauer.

30Y Callables: OAS Swap



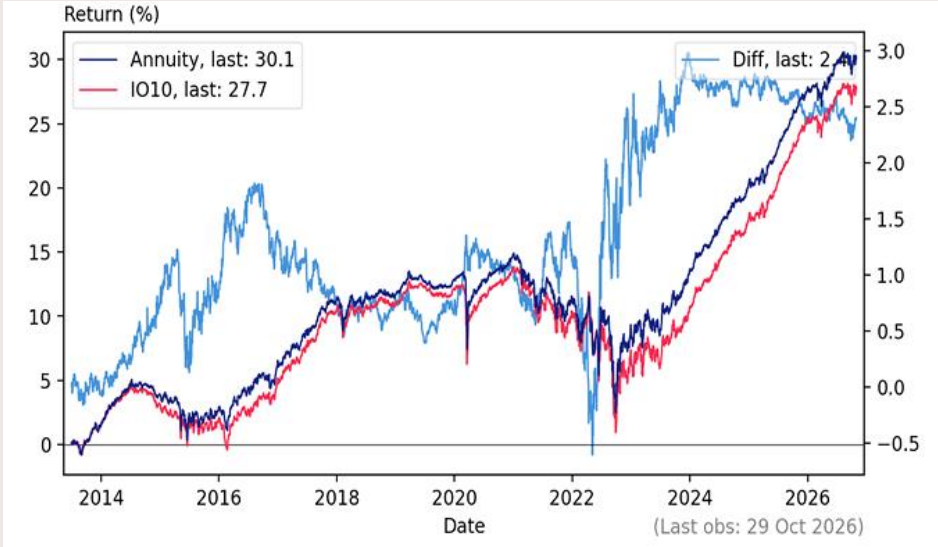
Kvartalsvis udstedelse af konverterbare (OMX)



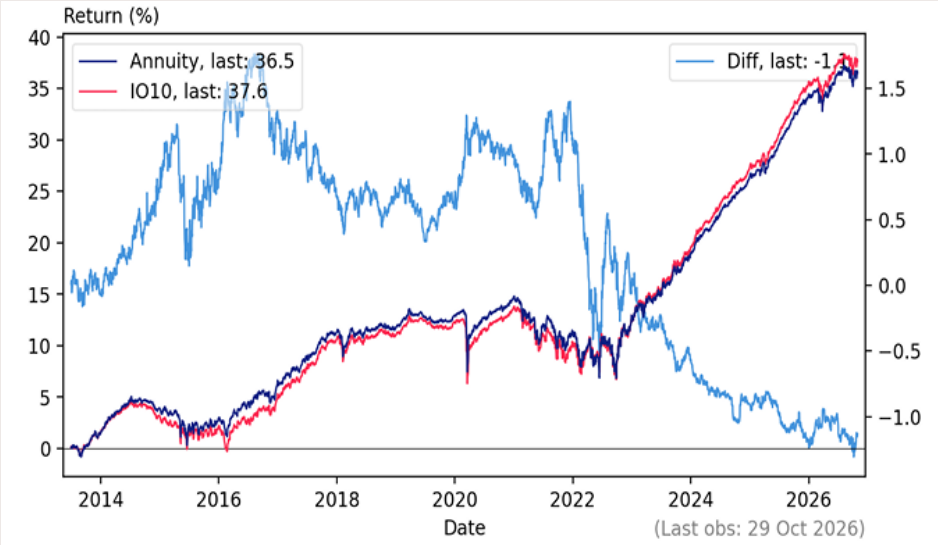
A vs. IO10

- Vi udsendte i sidste uge en analyse, hvor vi har set på historikken vedrørende det relative afkast på 30-årige annuiteteter og IO10
- Nogle af pointerne fra analysen er:
  - IO10'erne har højere carry end annuiteterne, hvilket til dels afspejler, at de (i modellen) har mere negativ konveksitet og højere vega.
  - I praksis har annuiteterne dog umiddelbart klaret sig bedre end IO10'erne siden 2014. Dette skyldes et merafkast i perioden 2014-2017 samt i 2022 (se øverste figur til venstre).
  - Merafkastet på annuiteterne i 2022 skyldes i vidt omfang, at IO10'erne blev repriset ift. annuiteterne i forbindelse med et kraftigt udenlandsk frasalg af IO10. Dette ramte navnlig 1'50 IO10 (relativt til 1'50 A), og uden denne serie er merafkastet på A over IO10 i 2022 væsentligt mindre.
  - De store tilbagekøbsbølger i 2022 gav (midlertidig) performance i IO10 over A pga. mertilbagekøb i IO10'erne. Sælger man obligationer fra, når de falder under kurs 90 (eller 85), ville denne "mertilbagekøbsgevinst" være blevet realiseret, og IO10'erne ville have givet et væsentligt merafkast over annuiteterne i 2022 (se nederste figur til venstre)
- P.t. er den bedste case for IO10 over annuiteter nok en forventning om, at den primære udstedelseskupon for 30Y konverterbare vil være i niveauet 3,5-5% i en rum tid endnu – i hvilket tilfælde IO10'erne kan få lov at realisere deres højere carry.
- Læs meget mere her

Afkast på tvillingeporteføljer af 30Y A og IO10



Afkast på tvillingeporteføljer af 30Y A og IO10 (min. kurs 90)



Anbefalinger

- Vores anbefalinger har haft en god uge med performance over hele linjen
  - Navnlig har vores anbefaling af DGBi'34 vs DGBi'30 fået lidt hårdt tiltrængt medvind fra faldende inflationsforventninger
  - Vores anbefaling af 5Y RTL vs OTR konverterbare (inkl. swap/swaptionsoverlay) er i pengene takket være hedget af voleksponeringen i den konverterbare via overlayet

- Vi fastholder alle anbefalinger

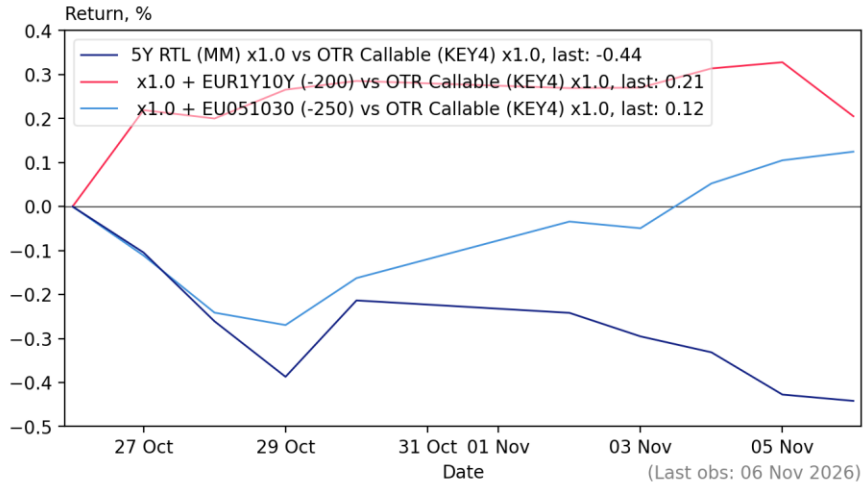
Aktuelle anbefalinger

Recid	Opening date	Name	Return 1bd	Return 5bd	Total (incl. costs)
420	2026-06-15	DGBi'34 vs DGBi'30 (BOX)	0.04	0.55	-1.16
425	2026-08-21	3Y FRN vs RTL	0.00	0.02	-0.00
431	2026-10-26	jul30 vs jul28 FRN	0.00	0.03	0.09
432	2026-10-26	jul29 vs jul28 FRN	-0.00	0.06	-0.01
433	2026-11-02	RTL jul30 vs jan32	0.01		0.02

Outlook anbefalinger

Recid	Opening date	Name	Return 1bd	Return 5bd	Total (incl. costs)
395	2025-08-25	CITA vs CIBOR 3M FRN	0.00	-0.00	-0.03
404	2026-01-15	NYK 4'56 vs RD 5'56 + JRK 1.5'53 IO	0.07	0.31	-1.60
407	2026-01-26	4'56 vs RTL5	0.04	0.38	0.69

RTL5 + overlay vs OTR callable



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 omtalti 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