

Realkreditobligationer

Nykredit Totalindeks

3. februar 2021 13:31

Markedsføringsmateriale

Chefanalytiker Geert Ditlev Kunde, gedi@nykredit.dk, 44 55 11 08

- Nykredit Totalindeks indeholder kun konverterbare obligationer
- Nykredit Totalindeks danner basis for fire underindeks
- De fire underindeks afspejler typiske investeringsstrategier

Nykredit Totalindeks er et Tracker-indeks baseret på det danske konverterbare realkreditmarked. Udvælgelsen til Nykredit Totalindeks sker efter et omsætningskrav i modsætning til et krav relateret til obligationernes cirkulerende mængde. Nykredit Totalindeks er opdelt i fire underindeks. Nykredit Totalindeks omlægges kvartalsvist den anden børsstirsdag i januar, april, juli og oktober. Underindeks af Nykredit Totalindeks omlægges månedligt på basis af den kvartalsvise portefølje i Totalindekset.

Nykredit Totalindeks er et Tracker-indeks baseret på det danske konverterbare realkreditmarked, og indekset danner desuden grundlag for en række underindeks. Et Tracker-indeks indeholder en delmængde af det samlede marked, som afspejler den generelle markedsudvikling. Nykredit Totalindeks dækker den aktivt handlede del af det danske konverterbare realkreditmarked og har basis den 13. januar 1998.

Porteføljekriterier

I Nykredit Totalindeks fortolkes realkredit stramt, således at der kun medtages realkreditobligationer, som er udstedt af de seks generelle realkreditinstitutter, hvilket vil sige BRF, Danske Kredit, Nykredit, RD, Totalkredit og Nordea Kredit. Endvidere skal obligationerne være fastforrentede, konverterbare realkreditobligationer af typerne annuitet, stående eller serie. Inkonverterbare realkreditobligationer og Cibor-obligationer medtages således ikke. Desuden må obligationerne gerne have afdragsfrie perioder.

I Nykredit Totalindeks bliver porteføljen omlagt den 2. børsstirsdag i januar, april, juli og oktober. Underindeks af Nykredit Totalindeks omlægges månedligt, jf. afsnittet *Underindeks* nedenfor.

Udvælgelsen i Nykredit Totalindeks sker ikke efter et krav til obligationernes cirkulerende mængde, men derimod efter et omsætningskrav. Dette sikrer, at der kommer tilstrækkelig vægt i de underindeks, som Nykredit Totalindeks danner basis for. Grænsen for deltagelse i indekset er sat til, at obligationen skal være handlet mindst 15 gange i den forløbne indeksperiode, da det er vigtigt, at de obligationer, som medtages i indeksporteføljen, handles så ofte, at de anvendte kurser er troværdige. Både beregning af indeksperformance såvel som udvælgelse af obligationer sker på baggrund af officielle kurser offentliggjort af NASDAQ OMX Copenhagen.

Underindeks

Nykredit Totalindeks danner basis for en inddeling i en række underindeks. Nykredit Totalindeks er opdelt i fire underindeks.

Porteføljekriterierne i Nykredit Totalindeks

Porteføljekriterier

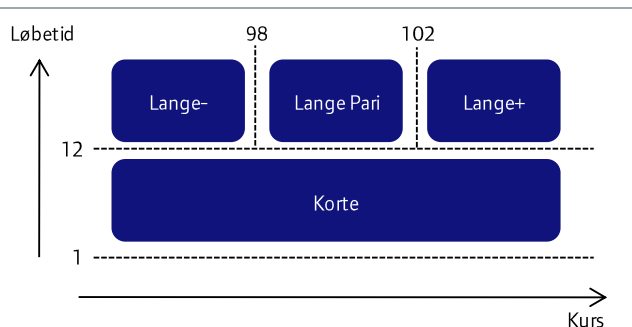
- 1 Obligationerne skal være fastforrentede og konverterbare.
- 2 Porteføljeomlægning er den 2. børsstirsdag i januar, april, juli og oktober.
- 3 Obligationer skal være omsat 15 gange i den forløbne periode.
- 4 Obligationerne skal være udstedt af et generelt realkreditinstitut, hvilket i øjeblikket er fondskoder, der begynder med 20, 32, 46, 47, 92, 93, 95 og 97.
- 5 Obligationerne skal være denomineret i DKK.
- 6 Obligationerne skal være af typen annuitet, stående eller serie og kan have perioder med afdragsfrihed.
- 7 Obligationerne skal have en restløbetid på minimum 1 år.
- 8 For at sikre, at indekset repræsenterer reelt udstedte obligationer, kan Nykredit Markets korrigere den cirkulerende mængde for fx blokudstedelse eller tilsvarende, såfremt der foreligger eksplicit information herom. Alternativt kan enkelte obligationer udelukkes.

Nykredit Totalindeks dækker kun det konverterbare realkreditmarked.

Kilde: Nykredit Markets

En overordnet opdeling i korte/lange obligationer med udløb under/over 12 år samt en underinddeling af de lange obligationer i tre kursintervaller med grænserne 98 og 102, som afspejler typiske investeringsstrategier. Der er ikke en underopdeling af de korte obligationer, hvilket skyldes, at der ønskes tilstrækkelig masse i underindeksene. De fire underindeks kaldes henholdsvis Korte, Lange-, Lange Pari samt Lange+. Underindeksene af Nykredit Totalindeks er illustreret i figuren på næste side.

Underindeks af Nykredit Totalindeks



Obligationer med restløbetid over 12 år inddeles i tre grupper, som afspejler typiske investeringsstrategier.

Kilde: Nykredit Markets

Inddelingen efter kursniveauer skyldes et ønske om, at underindeksene afspejler forskellige handelsstrategier uden at være afhængig af realkreditmodeller. Derfor er kursniveauer valgt som en indikator for varighed, hvilket betyder, at indekset kan reproducere uafhængigt af Nykredit Markets.

Obligationer med en kurs under 98 er kendetegnet ved en høj varighed, hvilket afspejler, at obligationerne ikke er konverteringstruede, og konverteringsoptionen er *out-of-the-money*. Kurs 98 er valgt for at sikre, at der er nok "masse" i underindekset.

Obligationer med en kurs tæt på pari indeholder typisk de åbne realkreditserier, hvor udstedelsesaktiviteten er størst. Segmentet er kendetegnet ved stærk negativ konveksitet, fordi konverteringsoptionen er *at-the-money*. Konverteringsrisikoen forstærkes af mange spekulative låntagere i forhold til de øvrige realkreditserier, fordi disse låntagere er koncentreret i de åbne serier. Varigheden svinger derfor betydeligt i dette segment, men vil generelt være lavere end obligationerne under kurs 98. Kursen på åbne serier – eller serier, hvor der endnu ikke har været konverteringer af betydning – når sjældent over kurs 102. Vi vurderer derfor, at kursintervallet 98 til 102 er en passende afgrænsning af dette segment.

Obligationer, som handles langt over pari, er et højt specialiseret segment, som domineres af mange, små og stærkt udbrændte realkreditserier. Investering i dette segment er en meget teknisk disciplin, hvor investors rente- og udtrækningsforventninger er afgørende for investeringsbeslutningen. Likviditeten i dette segment er lav, og omsætningen er præget af mindre handler. Vi har derfor valgt at samle disse serier i et eget underindeks defineret ved, at kursen er over 102.

Obligationer med kort tid til udløb har i sagens natur altid lav rentefølsomhed – uanset kursen. De øvrige indeks stabiliseres ved at samle de korte obligationer i et selvstændigt indeks. Vi har derfor valgt at samle alle obligationer med udløb inden for 12 år i ét underindeks, hvilket skyldes, at der er problemer med at få nok "masse" i tre underindeks med kort tid til udløb.

EFFAS anbefaler generelt, at underindeks omlægges månedligt. Af hensyn til konsistens i Nykredit Markets' portefølje af realkreditindeks bliver underindeksene omlagt den 2. børsstirsdag hver måned. Restløbetiden opgøres på dagen for omlægningen, mens kursinddelingen foretages ud fra gennemsnittet af den officielle kurs over de seneste 10 børsdage til og med omlægningsdatoen. Herved sikres det, at obligationer ikke skifter underindeks på grund af en enkelt, tilfældig observation. Omlægningskriterierne for underindeksene er samlet i tabellen nedenfor.

Omlægningskriterier for underindeks

Omlægningskriterier

- 1 Omlægges den 2. børsstirsdag hver måned.
- 2 Der inddeles i restløbetider under og over 12 år regnet fra omlægningsdatoen.
- 3 Obligationer med en restløbetid over 12 år inddeles yderligere i kursintervallerne: $kurs \leq 98$, $98 < kurs \leq 102$ samt $kurs > 102$.
- 4 Inddeling i kursintervaller baseres på gennemsnittet af den officielle kurs over de seneste 10 børsdage (inklusive omlægningsdagen).

Den cirkulerende mængde opdateres ikke ved omlægninger af underindeks.

Kilde: Nykredit Markets

Beregning af indeksværdien

Udviklingen i indeksværdien beregnes ud fra ændringen i porteføljens markedsværdi på daglig basis. Til beregning af markedsværdien benyttes officielle kurser offentliggjort af NASDAQ OMX Copenhagen. Dette skyldes et ønske om gennemsigtighed i beregningen af indeksp performance, således at det er muligt reproducere Nykredit Totalindeks' performance (se afsnit med beregningsformler). Obligationerne vægtes med deres nominelle mængde fra seneste omlægningsdag.

I beregningen af indeksp performance behandles udtrækning af obligationer ved, at den udtrukne del optages til indfrielseskurs (kurs 100) på handelsdagen, som har valør på terminsdagen.

Ved omlægning af indeksp porteføljen beregnes indeksværdierne på omlægningsdagen udelukkende på baggrund af den "gamle" portefølje, hvorefter indekset omlægges. Dagen efter omlægningen beregnes performance udelukkende ud fra den "nye" portefølje.

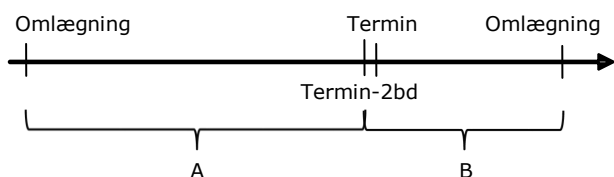
Hvor findes Nykredit Totalindeks?

På Nykredit [hjemmeside](#) kan indeks- og varighedsudviklingen for Nykredit Totalindeks findes sammen med den aktuelle sammensætning. Derudover er det muligt at finde Nykredit Totalindeks på Reuters (NYKRED15) og Bloomberg (NYKRTOT Index).

Beregningsformler

Figur 2 viser de forskellige tidspunkter, hvor indeksporteføljen bliver påvirket

Vigtige tidspunkter for Nykredit Totalindeks



Indeksporteføljen bliver ud over ved omlægningen også påvirket, når terminen går fra.

Kilde: Nykredit Markets

I perioden fra omlægning til, terminen går fra (periode A), benyttes de nominelle mængder fra omlægningsdagen til beregning af performance i indekset, som beskrevet i følgende formel:

$$\Delta \text{Indeks} = \frac{\sum_{i=1}^n (P_i^{\text{ny}} + A_i^{\text{ny}}) N_i}{\sum_{i=1}^n (P_i^{\text{gammel}} + A_i^{\text{gammel}}) N_i} - 1$$

hvor P er den officielle kurs offentliggjort af NASDAQ OMX Copenhagen, A er vedhængende rente, og N er den nominelle mængde på omlægningsdagen.

På handelsdagen med valør på terminsdagen (eller den første handelsdag efter terminen, hvis terminen ikke er en handelsdag) genplaceres udtrækninger og kuponer i indekset efter udtrækning, og de nominelle mængder korrigeres for udtrukne obligationer:

$$\Delta \text{Indeks} = \frac{\sum_{i=1}^n (P_i^{\text{ny}} + A_i^{\text{ny}})(N_i - U_i) + (I + A_i^{\text{ny}})U_i + L_i}{\sum_{i=1}^n (P_i^{\text{gammel}} + A_i^{\text{gammel}}) N_i} - 1$$

hvor U er mængden af udtrukne obligationer, I er indfrielseskursen, og L er likviditetsbetalingen fra terminens kuponer.

Fra terminen til omlægningen (periode B) investeres likviditeten i indekset, så indeksp performance bestemmes ved følgende formel:

$$\Delta \text{Indeks} = \frac{\sum_{i=1}^n (P_i^{\text{ny}} + A_i^{\text{ny}})(N_i - U_i)}{\sum_{i=1}^n (P_i^{\text{gammel}} + A_i^{\text{gammel}})(N_i - U_i)} - 1$$

I periode A benyttes følgende formel til at bestemme varigheden på indekset:

$$OABPV_{\text{Indeks}} = \frac{\sum_{i=1}^n N_i \cdot OABPV_i}{\sum_{i=1}^n N_i}$$

hvor OABPV er varigheden på obligationen.

Varigheden i periode B beregnes med følgende udtryk:

$$OABPV_{\text{Indeks}} = \frac{\sum_{i=1}^n OABPV_i (N_i - U_i)}{\sum_{i=1}^n N_i - U_i}$$

DISCLOSURE

Denne analyse er en "ikke-uafhængig analyse" udarbejdet af Fixed Income & Nordic Research i Nykredit Markets. Ikke-uafhængige analyser er markedsføringsmateriale og udgør ikke-uafhængige objektive investeringsanalyser, og de er derfor ikke underlagt de juridiske krav, som gælder for uafhængige investeringsanalyser. Der gælder derfor heller ikke et handelsforbud inden udbredelsen af markedsføringsmaterialet.

Anbefalings- og risikovurderingsstruktur for statsobligationer og obligationer udstedt af finansielle institutioner inkl. covered bonds

Obligationsanbefaling

Fixed Income & Nordic Researchs analyser 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.). I modsætning til outright-anbefalinger er der derfor ofte tale om både en købs- og en salgsanbefaling i vores analyser.

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.

Anbefaling om porteføljeallokering

Fixed Income & Nordic Researchs anbefalinger tager udgangspunkt i en porteføljeinvestor (long-only-investor) i statsobligationer og obligationer udstedt af finansielle institutioner. Følgende link viser en [liste over alle anbefalinger for finansielle instrumenter eller udstedere](#), der er udbredt fra Fixed Income & Nordic Research i Nykredit Markets de seneste 12 måneder.

OVERVÆGT: Vi vurderer, at afkastet på obligationssegmentet i de kommende 3 måneder vil være større end afkastet på det samlede danske obligationsmarked (danske statsobligationer og obligationer udstedt af finansielle institutioner).

NEUTRAL: Vi vurderer, at afkastet på obligationssegmentet i de kommende 3 måneder vil være på niveau med afkastet på det samlede danske obligationsmarked (danske statsobligationer og obligationer udstedt af finansielle institutioner).

UNDERVÆGT: Vi vurderer, at afkastet på obligationssegmentet i de kommende 3 måneder vil være mindre end afkastet på det samlede danske obligationsmarked (danske statsobligationer og obligationer udstedt af finansielle institutioner).

Anbefalingsfordeling

Fordelingen af Fixed Income & Nordic Researchs direkte investeringsanbefalinger fremlagt inden for årets seneste kvartal fremgår af henholdsvis Tabel 1 og Tabel 2. Andel I angiver vores anbefalingsfordeling, hvorfor kolonnen summer til 100%. Andel II angiver andelen af udstedere inden for hver kategori, som Nykredit Bank A/S har udført væsentlige investeringsbanktransaktioner for i de foregående 12 måneder.

Tabel 1: Anbefalingsfordeling – obligationer	Andel I	Andel II
Køb	50	0
Sælg	50	0

Tabel 2: Anbefalingsfordeling – porteføljeallokering	Andel I	Andel II
Overvægt	0	0
Neutral	0	0
Undervægt	0	0

Kilde: Nykredit Markets

Historiske afkast og kursudvikling

I det omfang analysen indeholder oplysninger om historisk kursudvikling og/eller afkast henvises til [Historiske afkast og kursudvikling](#) på nykredit.dk, som indeholder oplysninger om kursudvikling og afkast i de seneste fem år (eller så længe det pågældende instrument har eksisteret, hvis dette er under fem år) for de finansielle instrumenter, som Fixed Income & Nordic Research har direkte investeringsanbefalinger på.

Oplysninger om Nykredit

Denne analyse er udarbejdet af Nykredit Markets, der er en del af Nykredit Bank A/S. Nykredit Bank A/S er en finansiell virksomhed, der er under tilsyn af Finanstilsynet. Nykredit Bank A/S er et helejet dansk datterselskab af Nykredit Realkredit A/S. Nykredit Bank A/S har betydelige finansielle interesser i forhold til Nykredit Realkredit A/S i form af sædvanlige bankforretninger og investeringer i covered bonds og realkreditobligationer udstedt af Nykredit Realkredit A/S. Analysen er udarbejdet i overensstemmelse med anbefalingerne fra Den Danske Børsmæglerforening.

Inden for de seneste 12 måneder har Nykredit Bank A/S udført væsentlige investeringsbanktransaktioner for – herunder ageret som manager i forbindelse med et offentligt udbud af værdipapirer udstedt af – Citigroup, Jutlander Bank, Compagnie de Financement Foncier, BNP Paribas, Sparekassen Vendsyssel,

Sparebanken Vest Boligkreditt, JP Morgan, Sydbank, HSBC Holdings, Stena Metall Finans, Credit Mutuel Arkea, Nykredit Realkredit, Rise Sparekasse, Møns Bank, Danske Bank.

Nykredit Markets deltager i markedet maker-ordningen for danske statsobligationer, danske covered bonds og danske realkreditobligationer og kan i sin egen skab heraf have positioner i disse værdipapirer. Nykredit Markets agerer også som primary dealer for svensk statsgæld og svenske covered bonds.

Nykredit Bank A/S har en interessekonfliktpolitik om identificering, håndtering og oplysning om interessekonflikter i forbindelse med værdipapirhandel, som Nykredit Bank A/S udfører for kunder. Medarbejdere i Nykredit Markets skal til enhver tid være opmærksomme på interessekonflikter mellem Nykredit Bank A/S og kunder, mellem kunderne indbyrdes og mellem medarbejderen på den ene side og Nykredit Bank A/S eller kunder på den anden side, og skal bestræbe sig på at undgå interessekonflikter. Hvis medarbejdere i Nykredit Markets bliver bekendt med forhold, der kan udgøre en interessekonflikt, skal de videregive informationen til deres chef samt til compliance-funktionen, der herefter afgør, hvordan situationen skal håndteres.

Fixed Income & Nordic Research i Nykredit Markets arbejder uafhængigt af Debt Capital Markets og er organiseret uafhængigt af og refererer ikke til andre forretningsområder i Nykredit-koncernen. Det ikke-uafhængige analytikerteam i Fixed Income & Nordic Research kan være fysisk placeret sammen med Nykredit Markets' Sales- og Trading-afdelinger og jævnligt konsultere disse om information vedrørende markedet, herunder priser, spændniveauer og handelsaktivitet i relation til specifikke instrumenter, sektorer og aktivklasser, til brug for udarbejdelsen af markedsføringsmateriale. anbefalinger fra analytikere i Fixed Income & Nordic Research kan afvige fra anbefalinger foretaget i Nykredit Markets' Sales- og Trading-afdelinger samt de afdelinger, der udarbejder investeringsanalyser. Analytikerne er delvist aflønnet på baggrund af Nykredit Bank A/S' 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 involveret i udarbejdelsen af analyser, modtager ikke vederlag, som er knyttet til investeringsbanktransaktioner udført af selskaber i Nykredit-koncernen.

Denne analyse blev færdiggjort og første gang frigivet til distribution på den på forsiden af analysen angivne dato.

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. Modellerne er godkendt af finanstilsynet.

Medmindre andet er angivet, er kursoplysninger indeholdt i denne analyse fra kl. 15.40 på handelsdagen før den på forsiden angivne dato.

Risikoadvarsel

Der kan være væsentlige risici forbundet med vurderingerne og eventuelle anbefalinger i denne analyse. Sådanne risici, herunder en følsomhedsanalyse af de relevante forudsætninger, er angivet i analysen. 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 analyse.

DISCLAIMER

Dette materiale er udarbejdet af Nykredit Markets til personlig orientering for de investorer, som Nykredit Markets har udleveret materialet til. Materialet er baseret på offentligt tilgængelige oplysninger samt egne beregninger baseret herpå.

Nykredit Markets 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 Markets 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 negative. Oplysninger i materialet om kursudvikling kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidig kursudvikling, og kursudviklingen kan blive negativ. Gevinster kan blive forøget eller formindsket som følge af udsving i valutakurser. Såfremt materialet indeholder oplysninger om en særlig skattebehandling, skal investor være opmærksom 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 A/S 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 Markets.

Nykredit Markets – Kalvebod Brygge 47 – 1780 København V – Tlf. 44 55 18 00 – Fax 44 55 18 01