


Optimal investering under regulatoriske begrænsninger

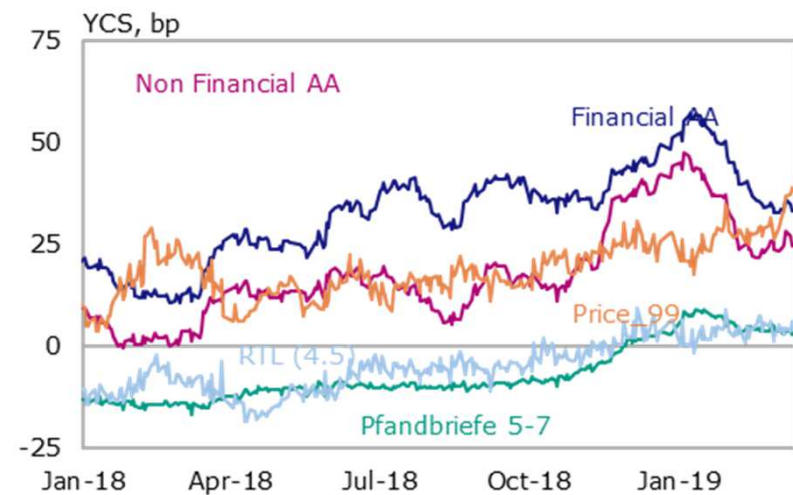
v/Jacob Skinhøj, Head of Fixed Income and Nordic Research, Nykredit Markets

A photograph of a man and a woman in business attire looking at a tablet together in an office setting. The man is on the right, wearing a dark suit and tie, and the woman is on the left, wearing a light blue shirt. They are both looking down at the tablet held by the woman. The background is a blurred office interior with large windows. A semi-transparent grey diagonal bar is overlaid on the left side of the image.

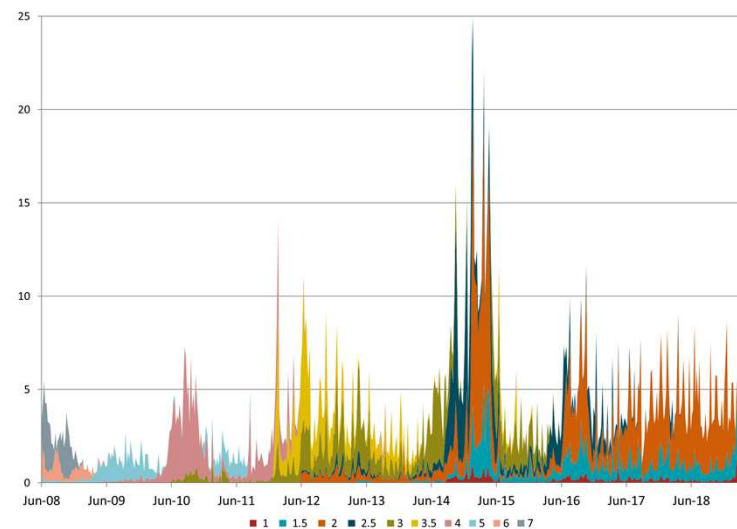
Jacob Skinhøj
Head of
Fixed Income and Nordic Research

Agenda

- Konverterbare
- Relativ prisfastsættelse
- Status på støttet byggeri
- Optimal investering under regulatoriske begrænsninger
- Update på Japan
- Volatilitet
- anbefalinger

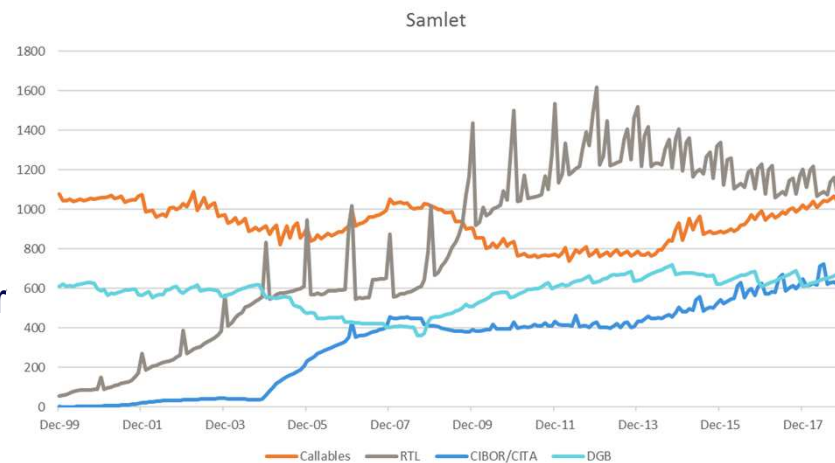


Kilde: Bloomberg, Nykredit Markets



Status på 2018:

- Der skete ingenting
- Cirk. mængde af konverterbare overhalede RTL'er
- Antallet af Cibor-obligationer overhalede DGB
- 2% 2050 i kursintervallet 99-100 i seks måneder
- Udlandet fortsatte sit køb af primært konverterbare



Afkast konv.

12/31/18	1.8%
12/29/17	4.9%
12/30/16	6.3%
12/31/15	-1.0%
12/31/14	6.7%
12/31/13	1.6%
12/31/12	5.6%
12/30/11	8.3%
12/31/10	5.7%
12/31/09	7.9%
12/31/08	7.7%
12/31/07	1.3%
12/29/06	1.4%
12/30/05	4.4%
12/31/04	6.7%
12/31/03	5.4%
12/31/02	11.0%

Status på 2019: (foreløbig)

1. Kraftigt fald i varighederne
2. Kraftigt volatilitetsfald
3. Påbudskonvertering af 1,5% 2047
4. Øget udenlandsk appetit på konverterbare
5. Pengerigelighed
6. ECB's rentebane og den relative prisfastsættelse

EUNE1010 ICPL Curncy



DKSW55 BGNL Curncy



Konsekvenser

Nykredit

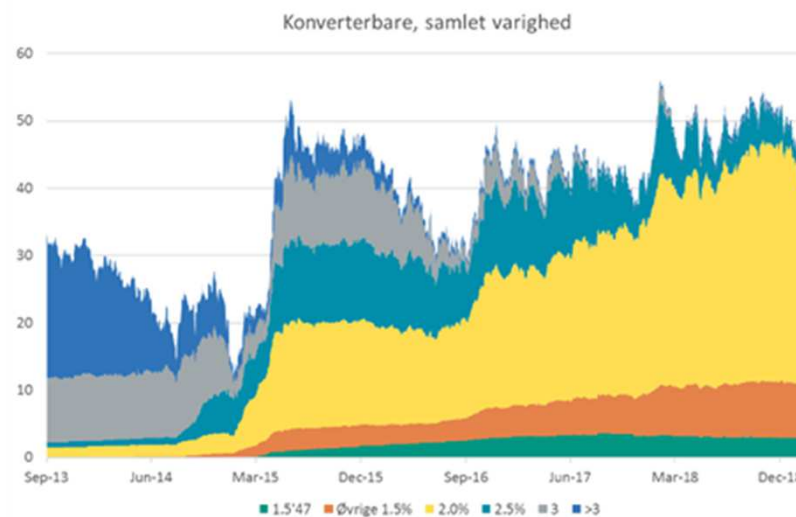
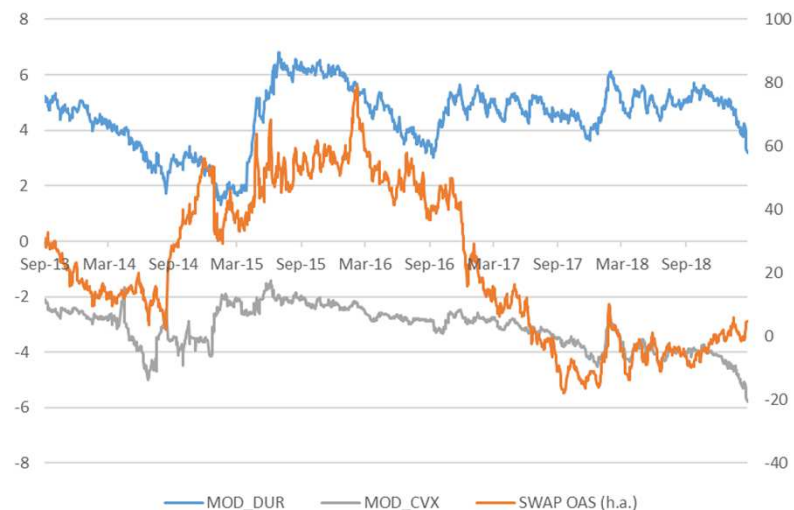


1. Kraftigt fald i varigheden

Varigheden i det konverterbare marked er reduceret med ca. 1/3 i år, og det betyder, at en lang række investorer nu for alvor må mangle varighed i deres porteføljer.

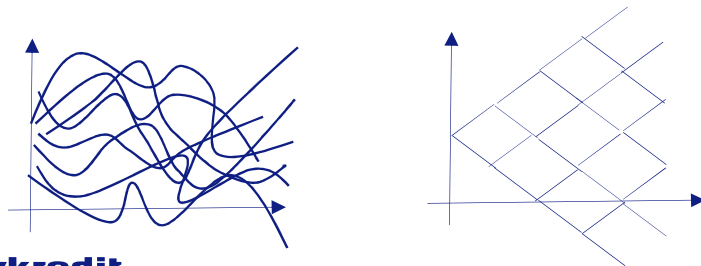
Øget varighed kan erhverves i lange swap, lange realkreditobligationer og lange stater.

Vi forventer derfor en øget efterspørgsel efter specielt lange konverterbare.

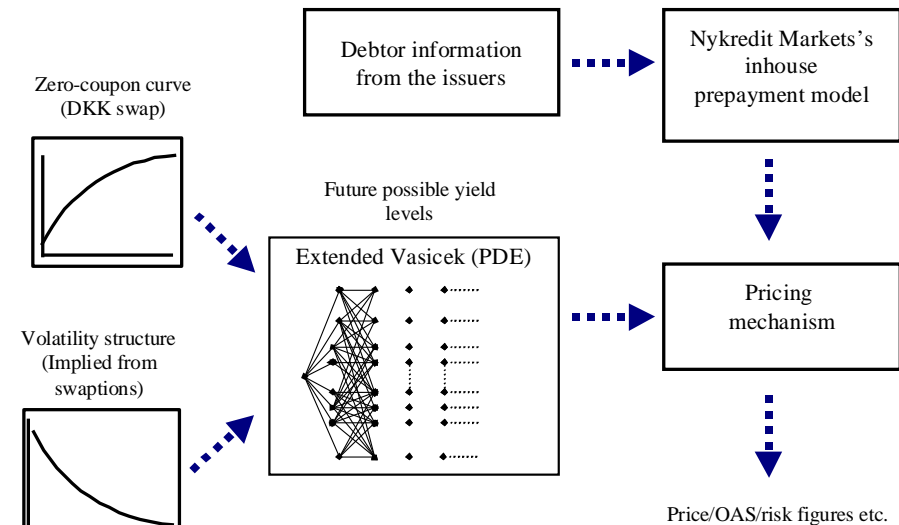


Optioner

1. Scholes fik Nobelprisen (1997) for Black-Scholes' formel til prisfastsættelse af europæiske optioner
2. Europæiske optioner kan udnyttes ved udløb
3. Men realkreditobligationer er ikke europæiske, idet låntager har 120 muligheder for at konverterbare (Bermuda option)
4. Derfor må der anvendes Monte Carlo-simulation eller et rentetræ.



Nykredit



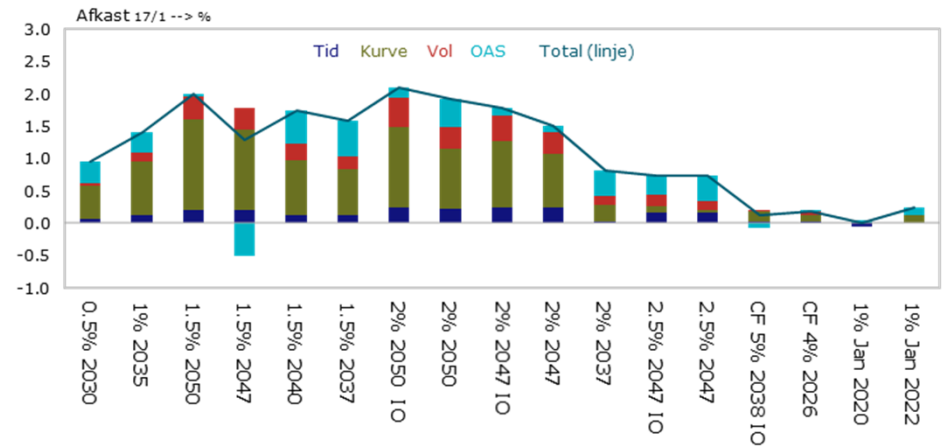
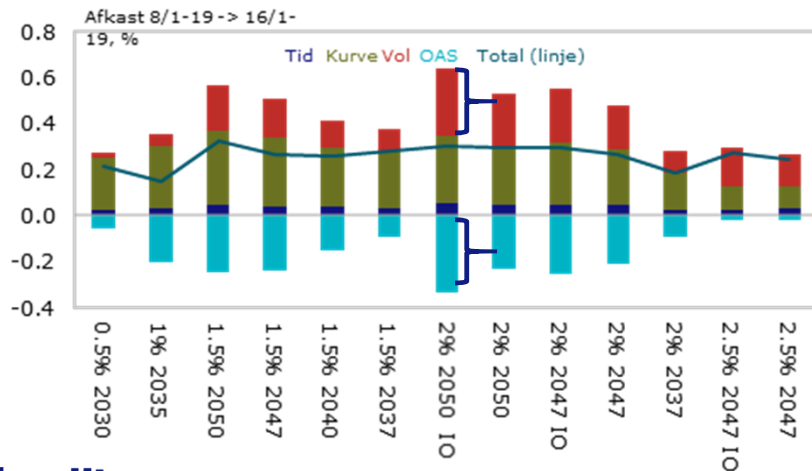
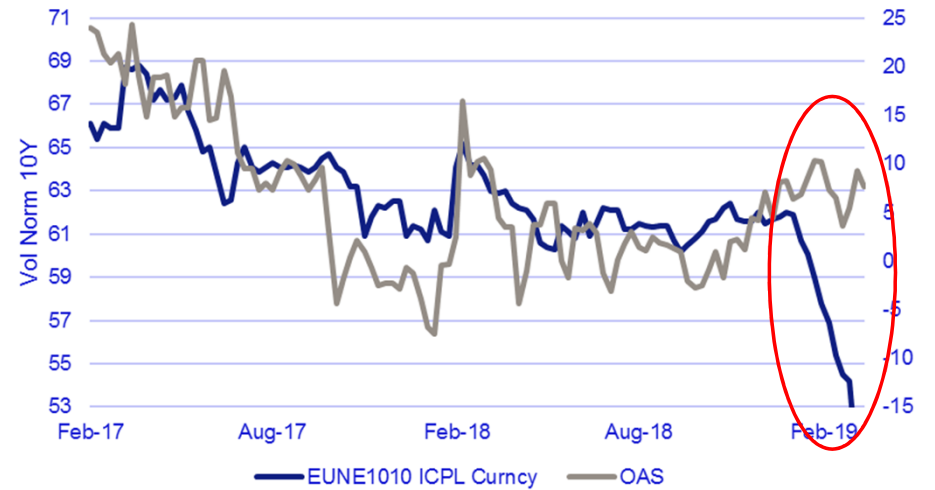
2. Kraftigt volatilitetsfald

Det seneste meget kraftige volatilitetsfald synes absorberet i OAS'erne, der er steget med 5-7bp over de seneste dage.

Forbliver volatiliteten på dette nye meget lave niveau, forventer vi, at mønsteret fra januar gentages:

Således vil OAS'erne først køre ud og efterfølgende køre tilsvarende ind igen, efterhånden som effekten af den lavere volatilitet indprises i de konverterbare.

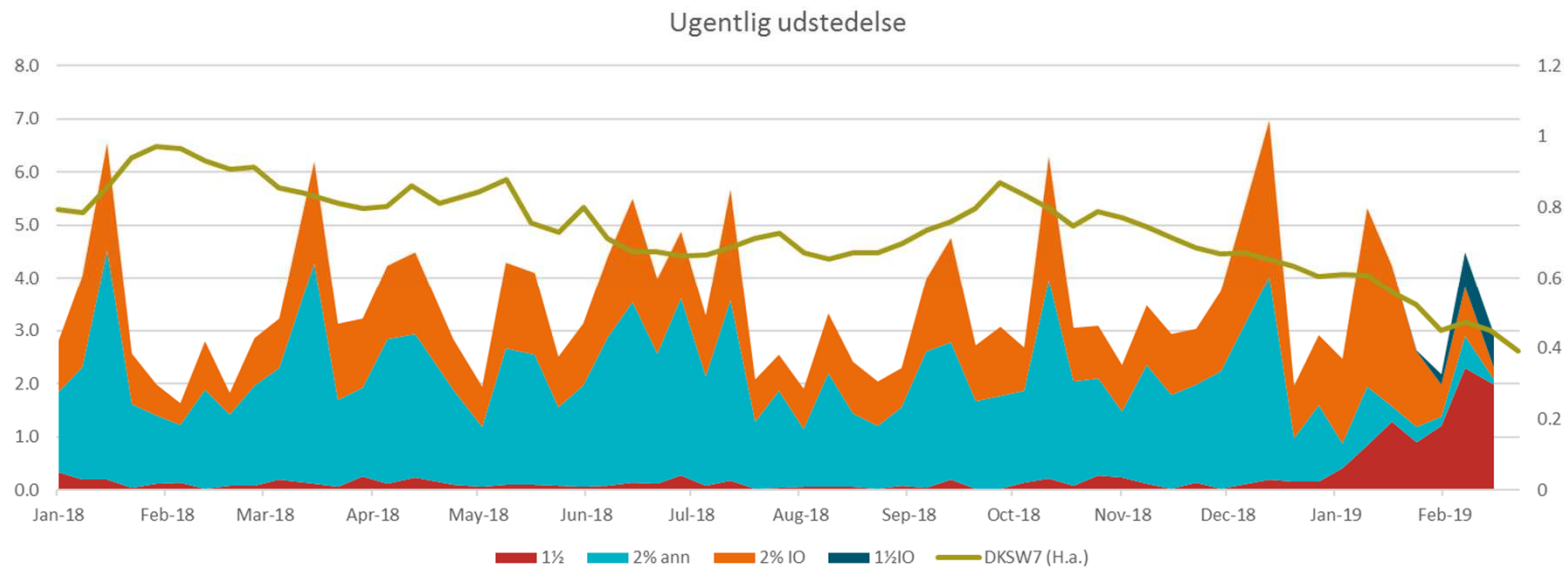
EUNS10 ICPL Curncy vs OAS 2% 2050



3. Påbudskonvertering af 1,5% 2047

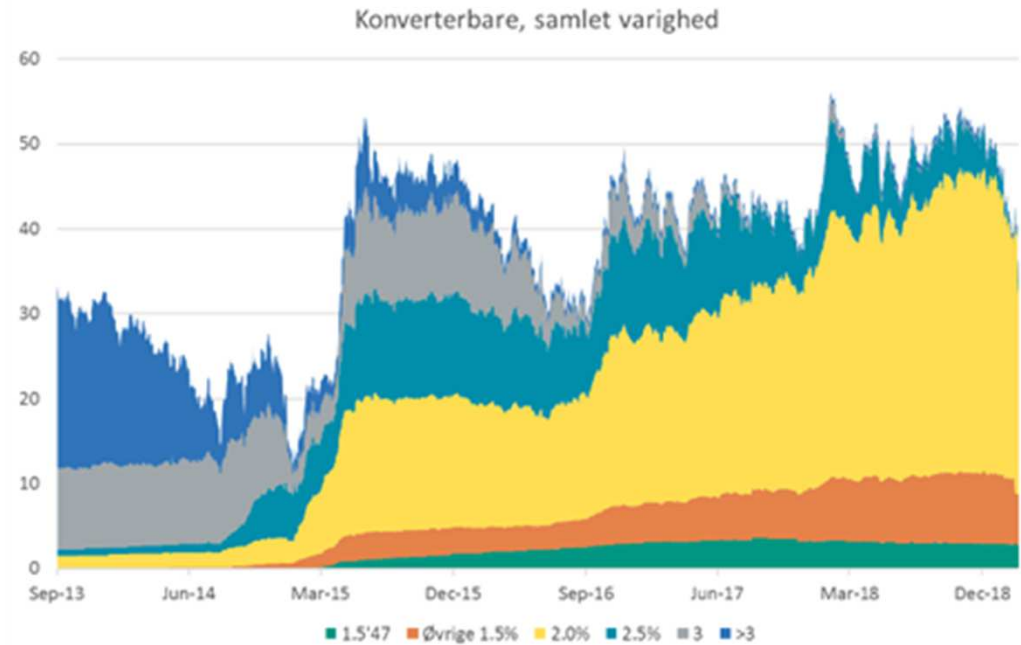
På trods af kuponskiftet er udstedelsen af lange konverterbare p.t. forblevet på niveauet fra, da udstedelsen skete i 2% 2050'erne.

Vi forventer dog, at udstedelsen vil forøges til ca. 25 mia. kr. i marts og til over 30 mia. kr. i april, i takt med at flere låntagere beslutter at indfri deres eksisterede lån og optage et nyt. En så kraftig stigning i udstedelsen kunne umiddelbart give anledning til spekulationer om spændudvidelser.



3. Påbudskonvertering af 1,5% 2047

Påbudskonverteringer for 15,9 mia. kr. i 1,5% 2047 reducerer imidlertid samtidig varigheden i markedet, og vi forventer – ligesom de øvrige markedsdeltagere – at de nuværende investorer i 1,5% 2047 i betydeligt omfang vil bruge udtræksprovenuet til at erhverve specielt 1,5% 2050-obligationer, og at den øgede udstedelse i 1,5% 2050 derfor i betydeligt omfang vil blive absorberet uden spændudvidelser.

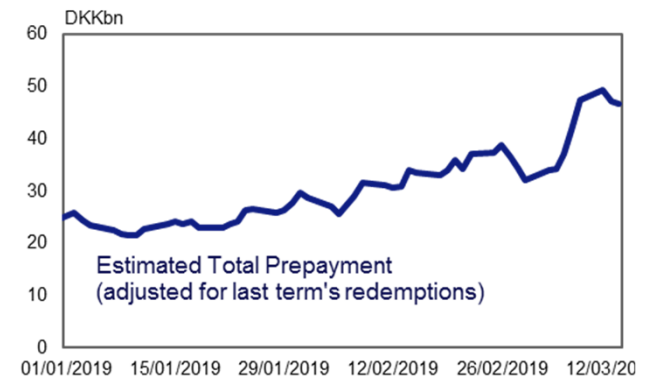
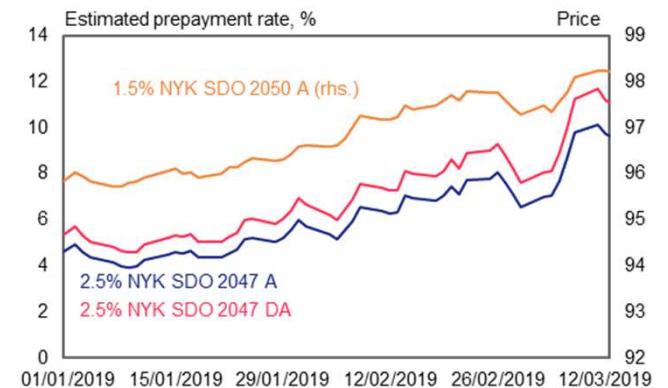


Prepayment i 2,5% 2047

- Nykredit Realkredits Nyklib prædikterer udtræk på:
 - 1,5% 2050 kurs 98,20 → 2,5% 2047 PP 10%
 - 1,5% 2050 IO kurs 96,65 → 2,5% 2047IO PP 11%
- Modelestimat for julitermin p.t. på 46 mia. kr.

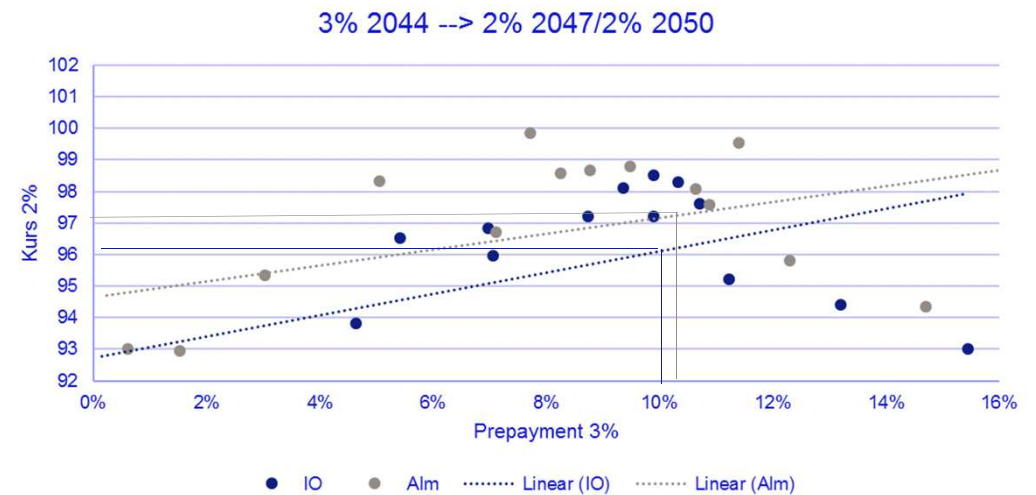
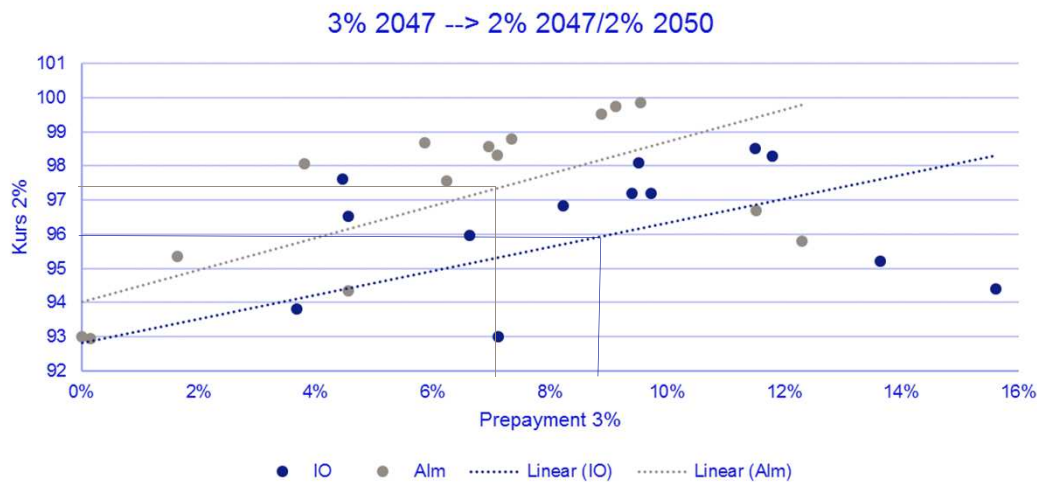
Kurs 100 > 2% 2050 → 2,5% 2047 PP 6-7%

Kurs 100 < 2% 2050 → 2,5% 2047 PP 11%-13%



Prepayment i 2,5% 2047

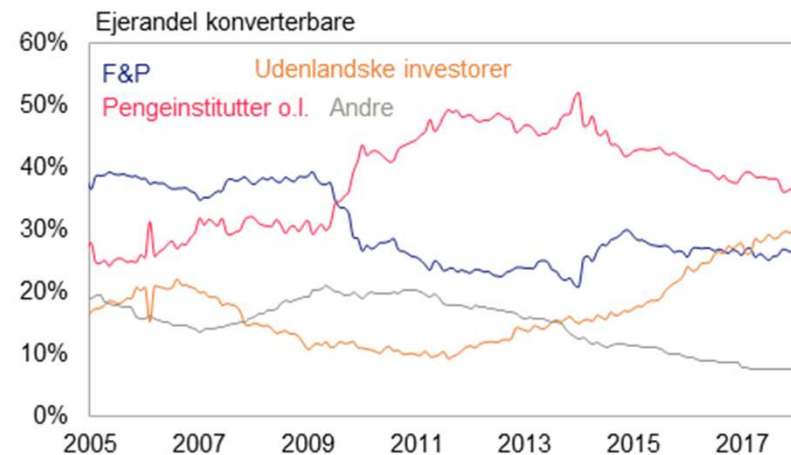
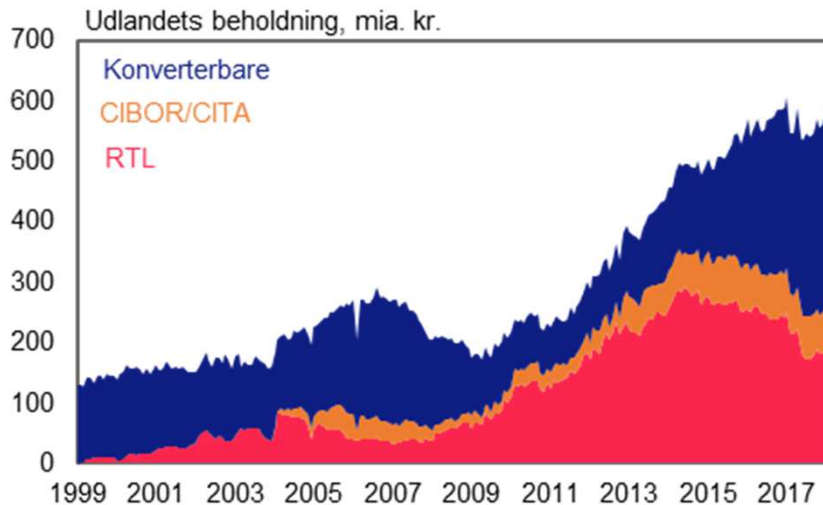
- Ser vi på historisk udtræk i 3% 2047 og 3% 2044 i forhold til kursen på 2% 2047 og 2% 2050 får vi følgende billede:
- Prepayment i IO på tidligere niveauer



4. Øget udenlandsk appetit på konverterbare

Udlandets interesse for danske konverterbare synes usvækket på trods af de nye lave kuponer, og vi forventer usvækket udenlandsk køb i 2019. Samtidig forventer vi, at introduktionen af 1,5% 2050 har og fortsat vil give anledning til skift ned i kuponerne fra udenlandske investorer, der typisk traditionelt har haft stærke præferencer for obligationer under kurs 102.

Vi ser dog også et stigende antal udenlandske investorer, der erhverver de obligationer, som er med i deres benchmark, uanset kursniveauet.



4. Øget udenlandsk appetit på konverterbare

Udlandets interesse for danske konverterbare synes usvækket på trods af de nye lave kuponer, og vi forventer usvækket udenlandsk køb i 2019. Samtidig forventer vi, at introduktionen af 1,5% 2050 har og fortsat vil give anledning til skift ned i kuponerne fra udenlandske investorer, der typisk traditionelt har haft stærke præferencer for obligationer under kurs 102.

Vi ser dog også et stigende antal udenlandske investorer, der erhverver de obligationer, som er med i deres benchmark, uanset kursniveauet.

Adjusted for redemptions/prepayments				2019		2018												
Bond	Total	Foreign (DKKm)	Foreign (%)	2019 change (DKKm)	January change (DKKm)	2018 change (DKKm)	December change (DKKm)	November change (DKKm)	October change (DKKm)	September change (DKKm)	August change (DKKm)	July change (DKKm)	June change (DKKm)	May change (DKKm)	April change (DKKm)	March change (DKKm)	February change (DKKm)	January change (DKKm)
3.5% 2044	9,558	1,850	19%	-405	-405	-220	357	-8	-193	266	-48	-378	551	-25	-594	633	-2	-781
3.5% 2044 IO	8,794	1,652	19%	-240	-240	-195	275	64	-197	257	-41	-204	176	-4	-384	468	-3	-601
3% 2044	15,199	2,653	17%	-703	-703	156	696	-105	-643	1,281	-156	-484	515	-117	-801	831	136	-996
3% 2044 IO	12,180	2,819	23%	-39	-39	926	310	-140	495	422	263	-570	146	453	-768	846	191	-721
3% 2047	15,463	3,577	23%	-541	-541	-1,169	425	-25	-775	337	-88	-584	453	-169	-1,095	783	518	-948
3% 2047 IO	14,773	3,855	26%	-473	-473	-735	323	-35	-814	81	278	-310	248	22	-764	236	-129	127
2.5% 2047	66,064	21,596	33%	-3,404	-3,404	2,495	-1,124	-793	148	-43	5	-1,380	1,395	283	-1,665	3,686	1,942	40
2.5% 2047 IO	67,349	28,296	42%	-1,860	-1,860	4,603	834	-187	781	190	261	-592	1,496	100	72	2,330	922	-1,604
2.5% 2050 IO	5,962	2,164	36%	-63	-63	953	105	-27	32	118	30	-192	-444	-4	15	1,079	227	16
2% 2047	167,804	70,922	42%	-745	-745	2,918	1,883	-714	-1,035	1,087	359	-224	593	-899	335	3,524	270	-2,260
2% 2047 IO	82,285	31,377	38%	903	903	741	623	-277	1,083	788	221	-519	21	486	-344	547	-1,829	-61
2% 2050	137,307	58,639	43%	3,728	3,728	42,128	2,458	3,618	4,841	2,711	2,052	3,225	3,090	4,334	6,008	6,683	-451	3,558
2% 2050 IO	87,311	40,958	47%	7,034	7,034	27,793	4,396	1,948	2,970	1,611	2,242	4,479	-157	2,159	2,355	1,462	527	3,802
1.5% 2040	43,020	11,977	28%	271	271	10,194	1,233	577	1,774	-242	591	1,607	1,186	1,242	947	59	668	553
1.5% 2047	35,773	4,872	14%	-156	-156	-1,280	-315	-7	-265	246	-65	-302	-370	630	-55	115	129	-1,020
2.5% 2037	7,504	868	12%	-466	-466	-1,491	-576	12	-139	141	36	-296	-293	29	-304	202	-2	-300
2% 2037	26,983	4,829	18%	-962	-962	-1,725	722	31	-266	565	71	-747	491	-84	-1,461	831	-253	-1,626
1.5% 2037	59,329	11,670	20%	-1,480	-1,480	4,815	3,174	-124	568	440	-577	-171	1,408	118	-1,117	679	861	-443
Total	862,658	304,576	35%	398	398	90,907	15,799	3,808	8,364	10,255	5,435	2,358	10,504	8,554	380	24,993	3,721	-3,266

5. Pengerigelighed

Den meget lave indskudsbevisrente har afstedkommet pengerigelighed hos pengeinstitutterne. Denne pengerigelighed er yderligere forøget af SIFI-institutionernes opbygning af nedskrivningseggede aktiver. Provenuet fra disse aktiver vil pr. 1. september i år beløbe sig til ca. 150 mia. kr. – penge, der skal placeres, således at denne nye "licence to operate-omkostning" begrænses mest muligt.

Vi vurderer, at repofinansiering af realkreditobligationer er en oplagt placeringsmulighed. Vi tror allerede, at vi så dette fænomen ved refinansieringsauktionerne primo februar, hvor repo-lines og -satser sikrer et relativt dyrt auktionsresultat. En dyr prisfastsættelse af lange RTL'er har historisk også understøttet prisfastsættelsen af konverterbare.

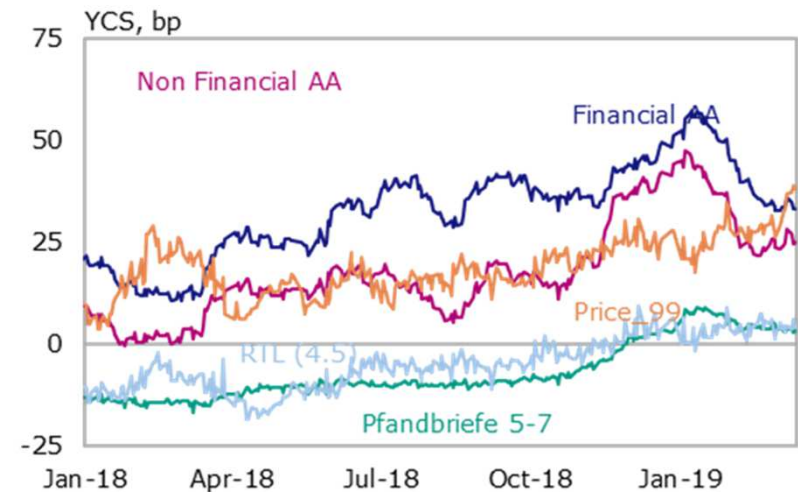
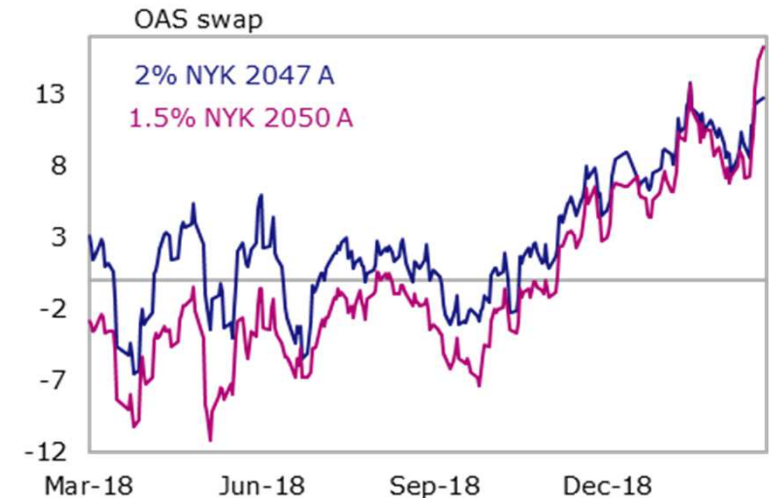


6. ECB's rentebane og den relative prisfastsættelse

Der er indenlandske investorer, som har haft en afventende holdning til konverterbare i 2018 primært som følge af niveauet for OAS'erne og forventningerne om ECB's ageren mht. renteforhøjelser.

Disse investorer må forventeligt nu revidere deres forventninger: dels til den fremtidige rentebane, dels til den nuværende prisfastsættelse af konverterbare.

I dag er OAS'et på 1,5% 2050 således 16bp, hvilket er det højeste siden obligationens introduktion. Samtidig har europæiske kreditobligationer performet og derved efterladt danske konverterbare obligationer relativt billigt prissat.



Indfrielse af støttet byggeri

Obligationstyper berørt af forslaget

Type	Beløb
Indekslån	53 mia. kr.
KommuneKredit	25 mia. kr.
RTL5	71 mia. kr.
Konverterbare	37 mia. kr.
Sum	186 mia. kr.

Ovenstående tal er nævnt i bilaget til ministeriets pressemeddelelse fra torsdag den 23. November 2017.

Kilde: Transport-, Bygnings- og Boligministeriet



Støttet byggeri:

Sagsnr.: B00406-00001
 Dato: 11-04-2018
 Sagsbehandler: miha

Meddelelse fra Trafik-, Bygge- og Boligstyrelsen

Konvertering af støttede KommuneKredit-lån til almene boliger
 Herved meddeles, at der gennemføres en konvertering af støttede lån til almene boliger optaget i KommuneKredit.
 Konverteringen omfatter fastforrentede nominallån og gennemføres ved udsendelse af påbud til de berørte kommuner.
 Konverteringen har et samlet volumen på ca. 3,6 mia. kr. Halvdelen af lånene (1,8 mia. kr.) har kuponrente på 3 pct., mens godt en tredjedel (1,2 mia. kr.) har en kuponrente på 2 pct. De resterende lån har kuponrente på 1,5 pct.

Ved konverteringen omlægges lånene til statsgaranterede rentetilpasningslån udstedt i det 10-årige løbetidssegment. Der forudsættes ingen ændringer i det enkelte låns restløbetid.
 Staten forventes i forbindelse med konverteringen at byde på obligatornerne, som udstedes af KommuneKredit.

Med venlig hilsen

Lise Heinesen
 Kontorchef

Sagsnr.: B00406-00001
 Dato: 22-06-2018
 Sagsbehandler: miha

Meddelelse fra Trafik-, Bygge- og Boligstyrelsen

Herved meddeles, at der gennemføres en konvertering af almene realkreditlån med støtte fra staten eller Landsbyggefonden.
 Konverteringen omfatter fastforrentede nominallån og gennemføres ved udsendelse af påbud til de berørte almene boligorganisationer.
 Konverteringen har et samlet volumen på knap 8,0 mia. kr. Størstedelen af lånene (ca. 7,0 mia. kr.) har kuponrente på 3 pct. De resterende lån (ca. 1,0 mia. kr.) har kuponrente på mellem 1 pct. og 2,5 pct.
 Ved konverteringen omlægges lånene til statsgaranterede rentetilpasningslån udstedt i det 10-årige løbetidssegment. Der forudsættes ingen ændringer i det enkelte låns restløbetid.

Med venlig hilsen

Lise Heinesen
 Kontorchef

Sagsnr.: B00406-00001
 Dato: 21-09-2018
 Sagsbehandler: miha

Meddelelse fra Trafik-, Bygge- og Boligstyrelsen

Herved meddeles, at der gennemføres en konvertering af almene realkreditlån med støtte fra staten eller Landsbyggefonden.
 Konverteringen omfatter fastforrentede nominallån og gennemføres ved udsendelse af påbud til de berørte almene boligorganisationer.
 Konverteringen har et samlet volumen på knap 3,9 mia. kr. og fordeler sig på følgende kuponrenter:

Kuponrente	Mia. kr.
1 %	0,4
1,5 %	1,3
2 %	0,9
3 %	1,3
I alt	3,9

Ved konverteringen omlægges lånene til statsgaranterede rentetilpasningslån udstedt i det 10-årige løbetidssegment. Der forudsættes ingen ændringer i det enkelte låns restløbetid.

Med venlig hilsen

Lise Heinesen
 Kontorchef

Sagsnr.: B00406-00001
 Dato: 17-01-2019
 Sagsbehandler: miha

Meddelelse fra Trafik-, Bygge- og Boligstyrelsen

Herved meddeles, at der gennemføres en konvertering af realkreditlån til almene boliger med støtte fra staten eller Landsbyggefonden.
 Konverteringen omfatter fastforrentede nominallån og gennemføres ved udsendelse af påbud til de berørte almene boligorganisationer.
 Konverteringen har et samlet volumen på godt 1,2 mia. kr. og fordeler sig på følgende kuponrenter:

Kuponrente	Mia. kr.
1 %	0,2
1,5 %	0,1
2 %	0,5
3 %	0,4
I alt	1,2

Ved konverteringen omlægges lånene til statsgaranterede rentetilpasningslån udstedt i det 10-årige løbetidssegment. Der forudsættes ingen ændringer i det enkelte låns restløbetid.

Med venlig hilsen

Martin Ino Hansen
 Specialkonsulent

Sagsnr.: B00406-00001
 Dato: 08-03-2019
 Sagsbehandler: miha

Meddelelse fra Trafik-, Bygge- og Boligstyrelsen

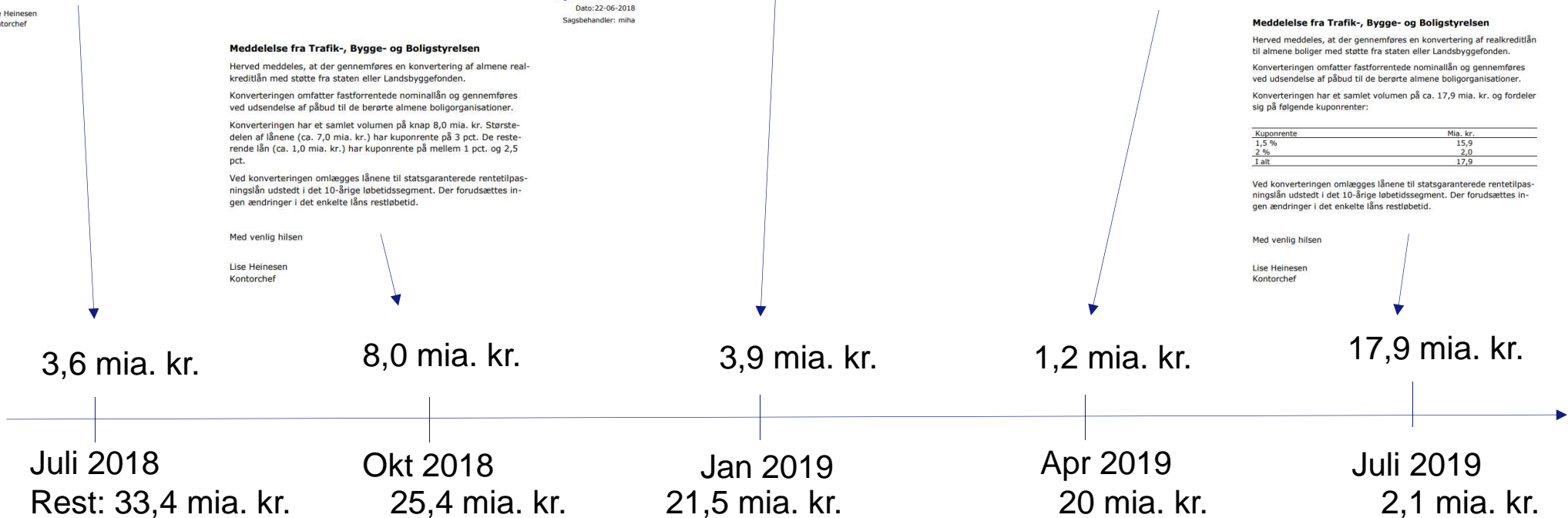
Herved meddeles, at der gennemføres en konvertering af realkreditlån til almene boliger med støtte fra staten eller Landsbyggefonden.
 Konverteringen omfatter fastforrentede nominallån og gennemføres ved udsendelse af påbud til de berørte almene boligorganisationer.
 Konverteringen har et samlet volumen på ca. 17,9 mia. kr. og fordeler sig på følgende kuponrenter:

Kuponrente	Mia. kr.
1,5 %	15,9
2 %	2,0
I alt	17,9

Ved konverteringen omlægges lånene til statsgaranterede rentetilpasningslån udstedt i det 10-årige løbetidssegment. Der forudsættes ingen ændringer i det enkelte låns restløbetid.

Med venlig hilsen

Lise Heinesen
 Kontorchef



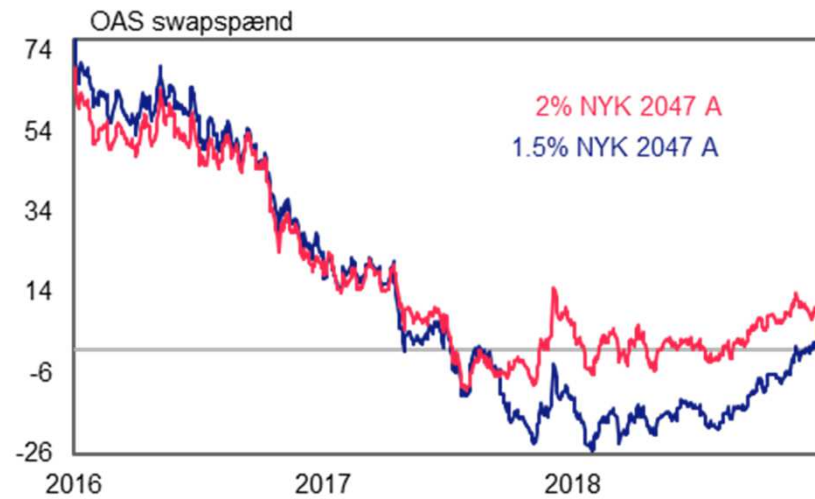
Støttet byggeri:

Annonceringsdato og kupon for hidtidige påbudskonverteringer

Dato / kupon	1,0	1,5	2,0	2,5	3,0	Sum
14/4-18		0,6	1,2		1,8	3,6
22/6-18	0,3	0,3	0,3	0,3	7,0	8,0
21/9-18	0,4	1,3	0,9		1,3	3,9
17/1-19	0,2	0,1	0,5		0,4	1,2
26/2/19			0,3			0,3
8/3-19		15,9	2,0			17,9
Samlet	0,9	28,2	5,2	0,3	10,5	34,9

Tabellen indeholder oversigt over, hvilke obligationer, opgjort efter kupon, som er eller vil blive konverteret som følge af omlægning til de statsgaranterede realkreditobligationer. Samlet er opsigelsen på 34,9 mia. kr.

Kilde: Trafik, Bygge- og Boligstyrelsen, Nykredit Markets



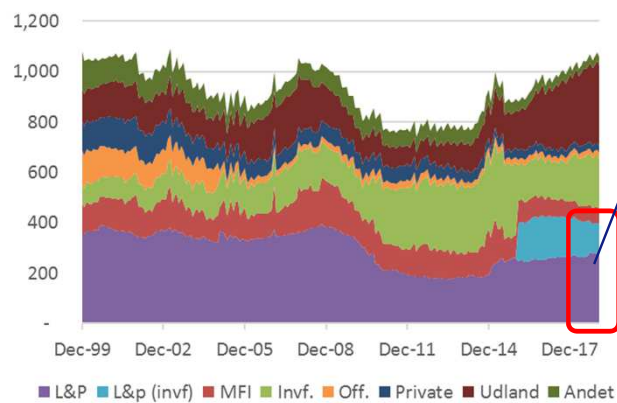
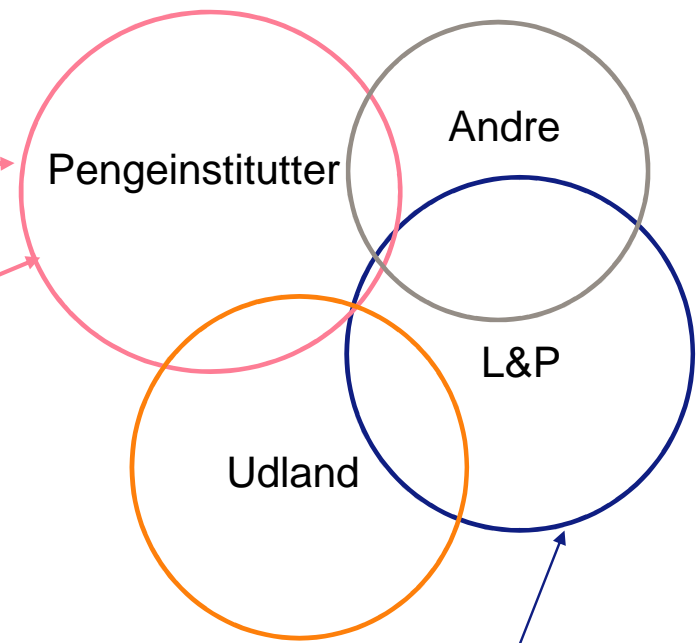
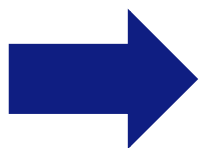
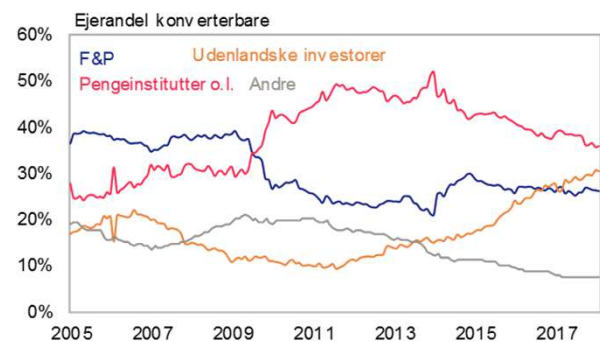
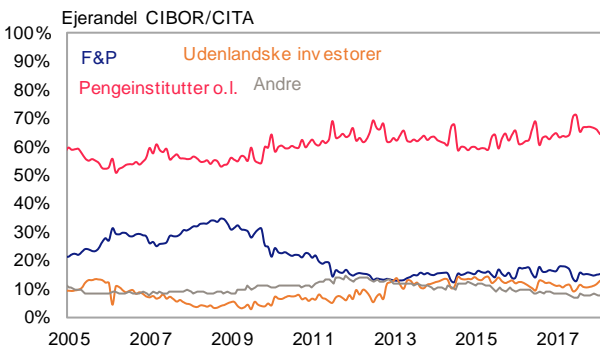
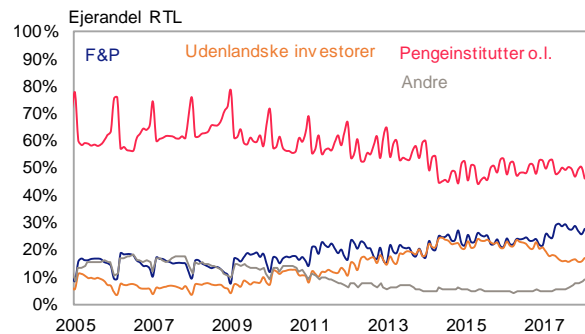
Med hensyn til OAS på 2% 2047 vs. 1.5% 2047 efter påbudskonverteringer vurderer vi, at 1,5% 2047 skal handle et par basispoint billigere end 1,5% 2050.

Relativ prisfastsættelse Hvem ejer hvad?

Nykredit



Optimal investering under regulatoriske begrænsninger



Konkret eksempel på regulerings betydning for prisfastsættelse

Nykredit



Finanstilsynets forslag til ny vejledning

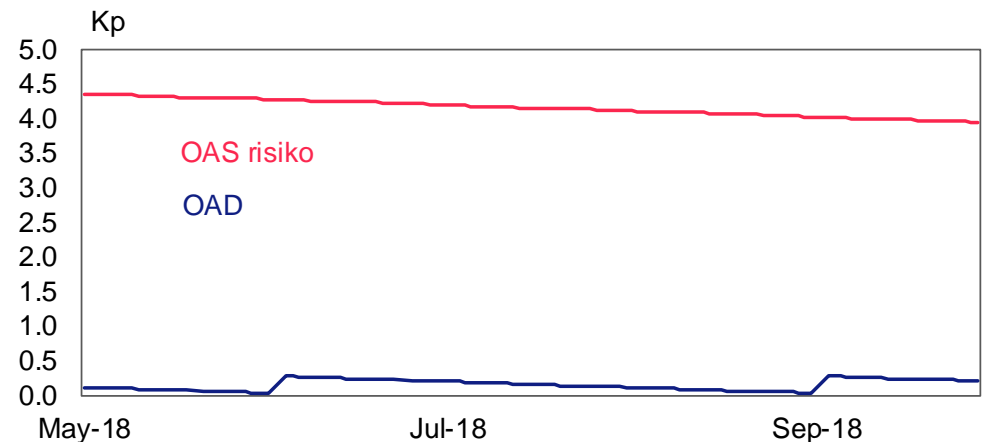
- Kreditspændrisikoen er risikoen for, at kreditspændene på udstederne i obligationsbeholdningen ændrer sig ugunstigt for pengeinstituttet.
- Kreditspændrisikoen er særlig relevant for institutter med betydelige realkredit- og kreditobligationsbeholdninger, hvilket vil være tilfældet for langt de fleste danske pengeinstitutter.
- Risikoen er også relevant for obligationer, hvor den generelle risiko er afdækket, og obligationer med begrænset renterisiko (eksempelvis floaters).
- Instituttet bør basere opgørelsen af et tillæg på et beregnet tab på baggrund af kreditspændudvidelser, der forsigtigt afspejler den historiske udvikling i kreditspændene.
- Kreditspændudvidelserne er baseret på stats- og realkreditobligationer med højeste rating (Moody's: Aaa) samt kreditobligationer med investment grade-rating.

Kreditspændsudvidelser

Obligationstype	Kreditspændudvidelse
Statsobligationer (Aaa/AAA)	25bp
Realkreditobligationer (Aaa/AAA)	50bp
Kreditobligationer (mindst Baa3/BBB-)	100bp
Finansobligationer (mindst Baa3/BBB-)	100bp

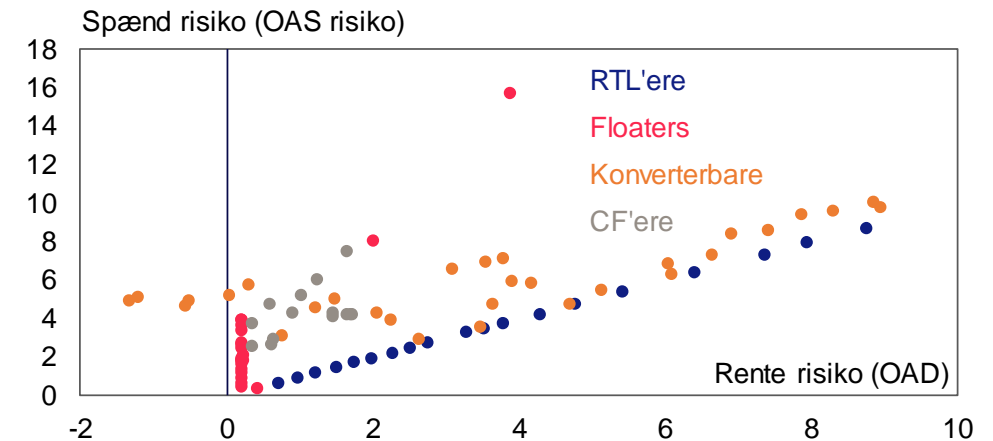
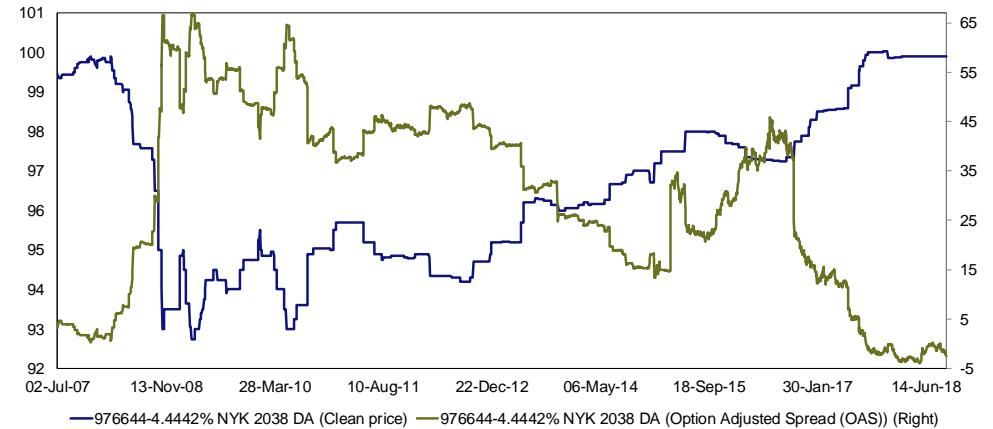
Kilde: Finanstilsynet, Høring over Vejledning om tilstrækkeligt kapitalgrundlag og solvensbehov for kreditinstitutter

Varighed og spændvarighed -0.2383% NYK SDO 2022 (951641)



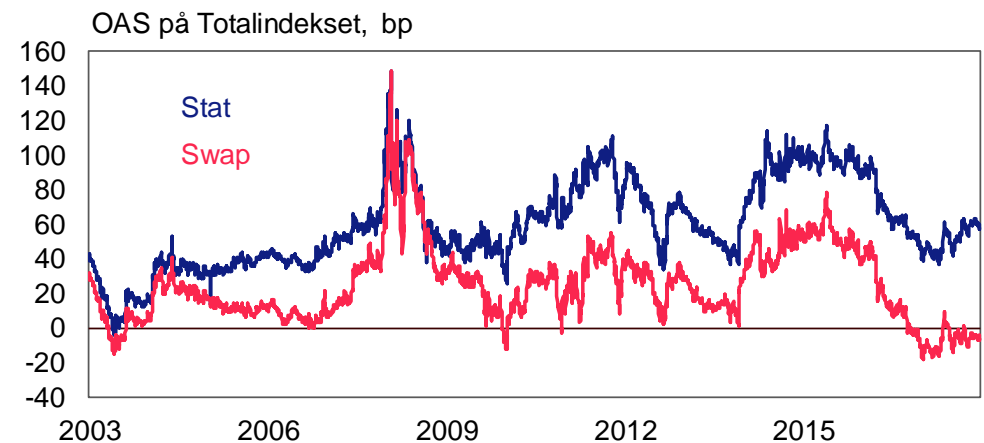
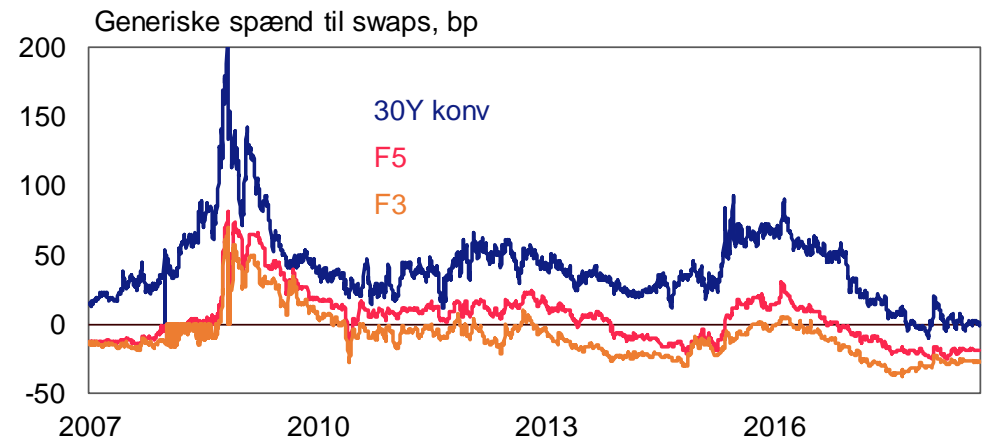
Rente- kontra spændfølsomhed

- Nykredit Markets beregner OAS-risiko (spændvarighed) på samtlige danske realkreditobligationer
- OAS-risiko er kurstabet på en realkreditobligationer ved en udvidelse af (OA)Spændet til swaps på 100bp
- For fastforrentede inkonverterbare obligationer er der ikke forskel på følsomheden over for en renteændring eller en tilsvarende spændændring (OAS-ændring)
- For variabelt forrentede obligationer betyder en generel renteændring, at både kuponrenter og diskonteringsrenter ændres 1-1
- En swapspændsændring på variabelt forrentede obligationer medfører, at (forventningen til) kuponrenterne er uforandrede, mens diskonteringsrenterne ændres
- For konverterbare obligationer vil optionselementet betyde, at spændvarighed er højere end rentefølsomhed



Spændudvikling i realkreditmarkedet

- Swapspænd på realkreditobligationer er tæt på 10 års lavpunkt, drevet af stor udenlandsk interesse
- Ved finanskrisens udspring steg spændene på realkreditobligationer med 100-200bp i løbet af få uger (ofte betegnet som 200-års hændelsen)
- I løbet af 2. kvartal 2015 steg swapspænd med 35-65bp
- I både februar 2017 og februar 2018 steg swapspænd med omkring 25bp
- Spændudvidelse kommer ofte oveni rentestigning
- Mens renterisiko kan afdækkes i swaps eller futures er spændrisiko langt sværere at afdække



Øgede risikovægte

Børsdag	22/10-18						Modified			
ISIN	Name	CleanPrice	DirtyPrice	Bucket	MOAD	RegDur	OAS_risk	GenRW	SpecRW	Spænd RW
DK0009922403	4% DGB 2019	104.98	108.73	2	1.03	1.03	1.03	0.9%	0.0%	0.3%
DK0009923641	0.25% DGB 2020	101.77	102.00	2	2.07	2.07	2.07	1.8%	0.0%	0.5%
DK0009923054	1.5% DGB 2023	107.95	109.36	3	4.86	4.86	4.87	3.4%	0.0%	1.2%
DK0009517146	1% NYK SDO 2019	101.46	101.52	1	0.94	0.94	0.94	0.9%	6.3%	0.5%
DK0009517229	1% NYK SDO 2021	103.36	103.42	2	2.91	2.91	2.91	2.5%	10.0%	1.5%
DK0009513079	1% NYK SDO 2022	103.56	103.88	3	3.63	3.63	3.63	2.5%	10.0%	1.8%
DK0009514127	-0.2585% NYK SDO 2020	100.31	100.29	1	0.19	0.19	1.69	0.2%	6.3%	0.8%
DK0009516411	-0.2383% NYK SDO 2022	100.55	100.54	1	0.21	0.21	3.93	0.2%	10.0%	2.0%
DK0009504599	0.5% NYK SDO 2027 A	100.15	100.18	3	3.49	3.83	3.56	2.7%	10.0%	1.8%
DK0009504672	1% NYK SDO 2032 A	99.85	99.91	3	5.17	6.11	5.49	4.3%	10.0%	2.7%
DK0009504326	1.5% NYK SDO 2037 A	100.00	100.09	3	6.10	7.49	6.90	5.2%	10.0%	3.4%

ISIN	Name	Gl. RW	Ny RW	25%	50%	25%	HPR w.	Gammel	Ny	Forskel
				1Y HPR -50	1Y HPR 0	1Y HPR 50		HPR w. adj.	HPR w. adj.	
DK0009922403	4% DGB 2019	0.9%	1.1%	-0.63%	-0.66%	-0.69%	-0.66%	-0.67%	-0.67%	-0.003%
DK0009923641	0.25% DGB 2020	1.8%	2.3%	0.01%	-0.52%	-1.05%	-0.52%	-0.54%	-0.54%	-0.005%
DK0009923054	1.5% DGB 2023	3.4%	4.6%	2.53%	0.53%	-1.42%	0.54%	0.50%	0.49%	-0.013%
DK0009517146	1% NYK SDO 2019	7.2%	7.7%	-0.52%	-0.52%	-0.52%	-0.52%	-0.60%	-0.60%	-0.005%
DK0009517229	1% NYK SDO 2021	12.5%	13.9%	1.16%	0.19%	-0.76%	0.20%	0.07%	0.05%	-0.015%
DK0009513079	1% NYK SDO 2022	12.5%	14.4%	1.84%	0.50%	-0.81%	0.51%	0.38%	0.36%	-0.019%
DK0009514127	-0.2585% NYK SDO 2020	6.4%	7.3%	-0.84%	-0.44%	-0.03%	-0.44%	-0.50%	-0.51%	-0.009%
DK0009516411	-0.2383% NYK SDO 2022	10.2%	12.2%	-0.78%	-0.38%	0.02%	-0.38%	-0.49%	-0.51%	-0.021%
DK0009504599	0.5% NYK SDO 2027 A	12.7%	14.5%	1.97%	0.73%	-0.70%	0.69%	0.55%	0.53%	-0.019%
DK0009504672	1% NYK SDO 2032 A	14.3%	17.0%	3.41%	1.42%	-0.96%	1.32%	1.17%	1.14%	-0.029%
DK0009504326	1.5% NYK SDO 2037 A	15.2%	18.7%	4.27%	1.91%	-1.08%	1.75%	1.59%	1.56%	-0.036%

Banksektoren har mange floaters

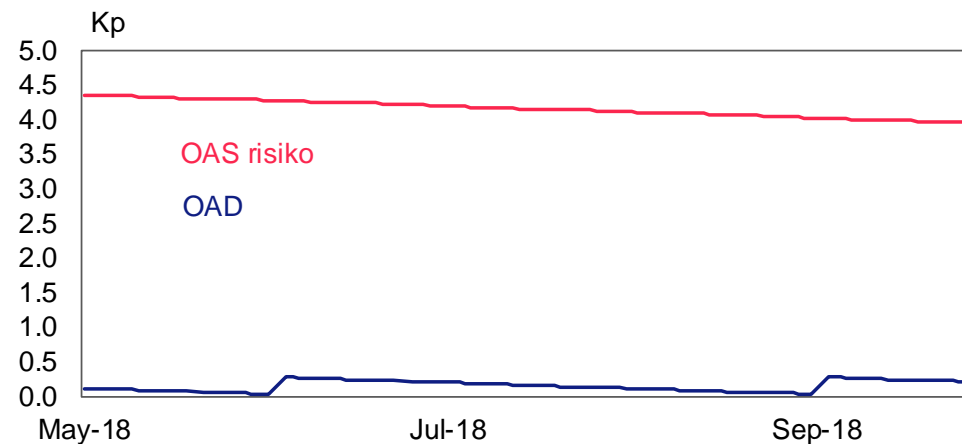
- Fokus på spændrisiko øger fokus på beholdningen af floatere
- Sektoren bliver mødt med (øgede) kapitalkrav for spændrisiko, hvilket relativt set øger kapitalkravet på længere floaters mest
- Sektoren har en stor beholdning af floaters, hvem kan man sælge til?



Ejerfordeling ultimo august

Sektor	Total	Fastfor.	RTL	Floaters
F&P	681	26%	28%	15%
MFI	833	6%	37%	56%
Investfor.	388	19%	11%	10%
Udl.	546	29%	16%	11%
Øvrige	375	21%	9%	9%
Total	2,823	1,054	1,140	629

Varighed og spændvarighed -0.2383% NYK SDO 2022 (951641)



Prisfastsættelse af konverterbare:

L&P og udland

Nykredit



Update på Japan





Update på Japan, del II

- Både nye og eksisterede kunder
- Fortsat inflow i DKK CB (på niveau med 2017 og 2018)
- Vigtigt med stabilt høj YTM / OM-YTM for fortsat inflow
- 2-4 nye fonde på vej
- Hård konkurrence mellem de enkelte AMs
- Primær risiko: Headline risk på DK
- Alternativer FRTR og BTPS

Andre risici:

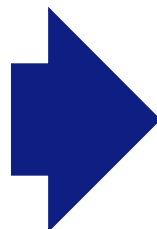
- Frasalg af højtforrentede efter udtræk
- Isoleret dansk renteforhøjelse



Er franske og italienske renter højere end danske?

5-årig rente

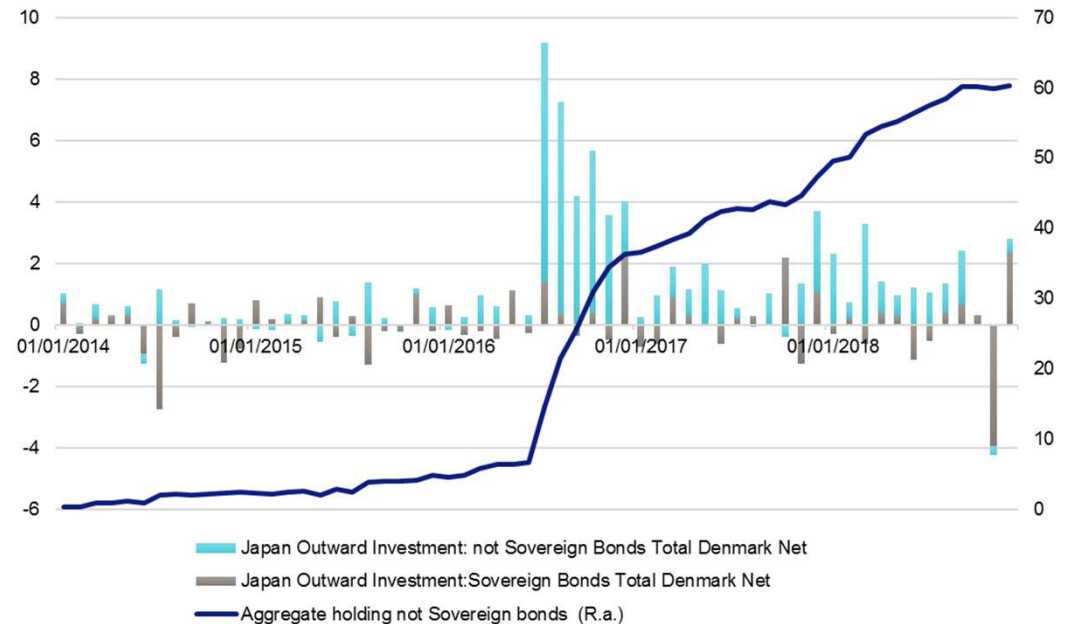
Italien	BTPS 2,45 10/01/23	1,51%
Frankrig	FRTR 0 03/25/24	-0,15%
Danmark	DGB 1 1/2 11/15/23	-0,38%
Tyskland	OBL 0 04/05/24	-0,36%
Spanien	SPGB 0,35 07/30/23	0,13%



Italien	GTITL5Y Corp CITLY1U5 Corp	BTPS 2.45 10/01/23	1.51% 199.90 -0.49%
Frankrig	GTFRF5Y Corp CFRTR1U5 Corp	FRTR 0 03/25/24	-0.15% 31.19 -0.46%
Danmark	GTDKK5Y Corp CDEN1U5 Corp	DGB 1 1/2 11/15/23	-0.38% 11.60 -0.49%
Tyskland	GTDEM5Y Corp CDBR1U5 Corp	OBL 0 04/05/24	-0.36% 12.69 -0.48%
Spanien	GTESP5Y Corp CSPA1U5 Corp	SPGB 0.35 07/30/23	0.13% 62.53 -0.49%

Update på Japan, del III

- November var en one-off:
 - Udløb af 0,25% DGB 2018
- Geninvestering i december
- Vi forventer japansk inflow i DK CB i 2019 på niveau med 2017 og 2018
- Øget japansk køb af amerikanske aktiver – på trods af hedgeomkostninger

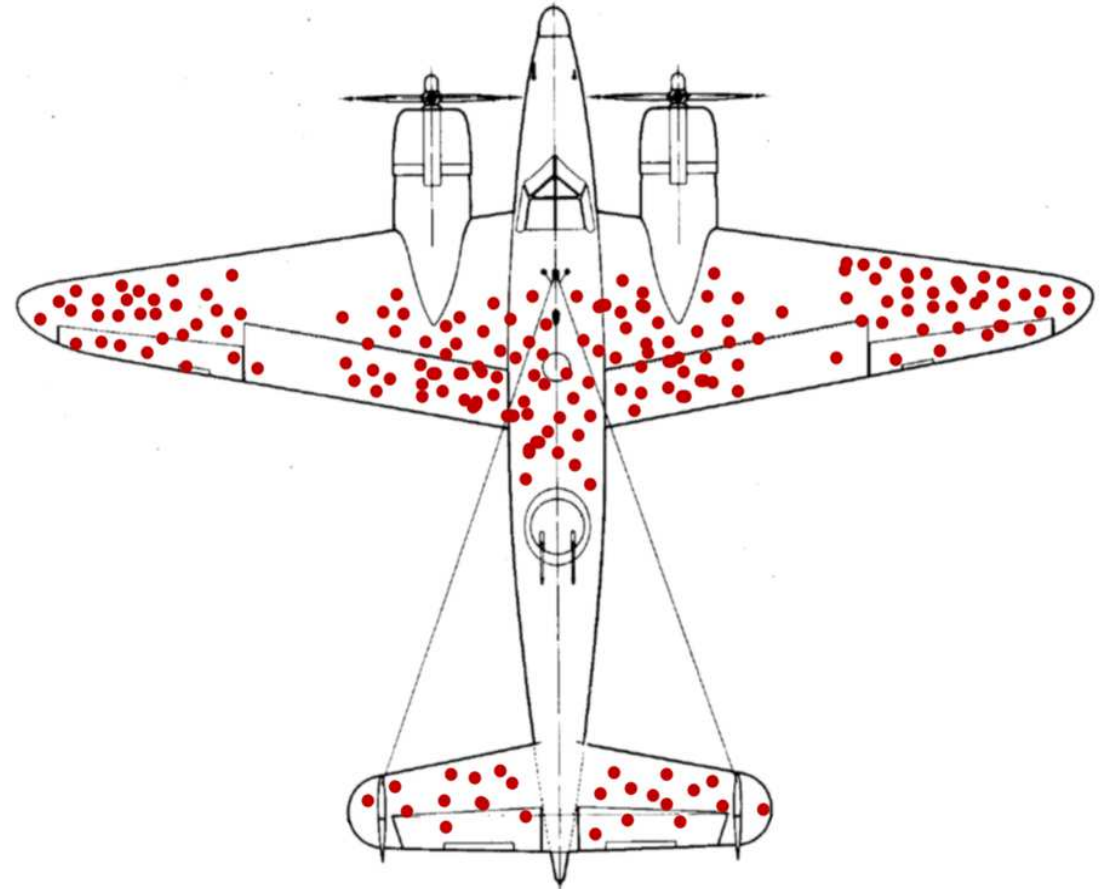


Ekstra armering af fly

Under WWII ønskede RAF ekstra armering af bombefly.

Det undersøgte derfor, hvor britiske fly var blevet ramt af tyske antiluftskyts, når de returnerede efter togter over Tyskland.

Den umiddelbare konklusion var, at flyene havde behov for yderligere armering af vinger og hale!

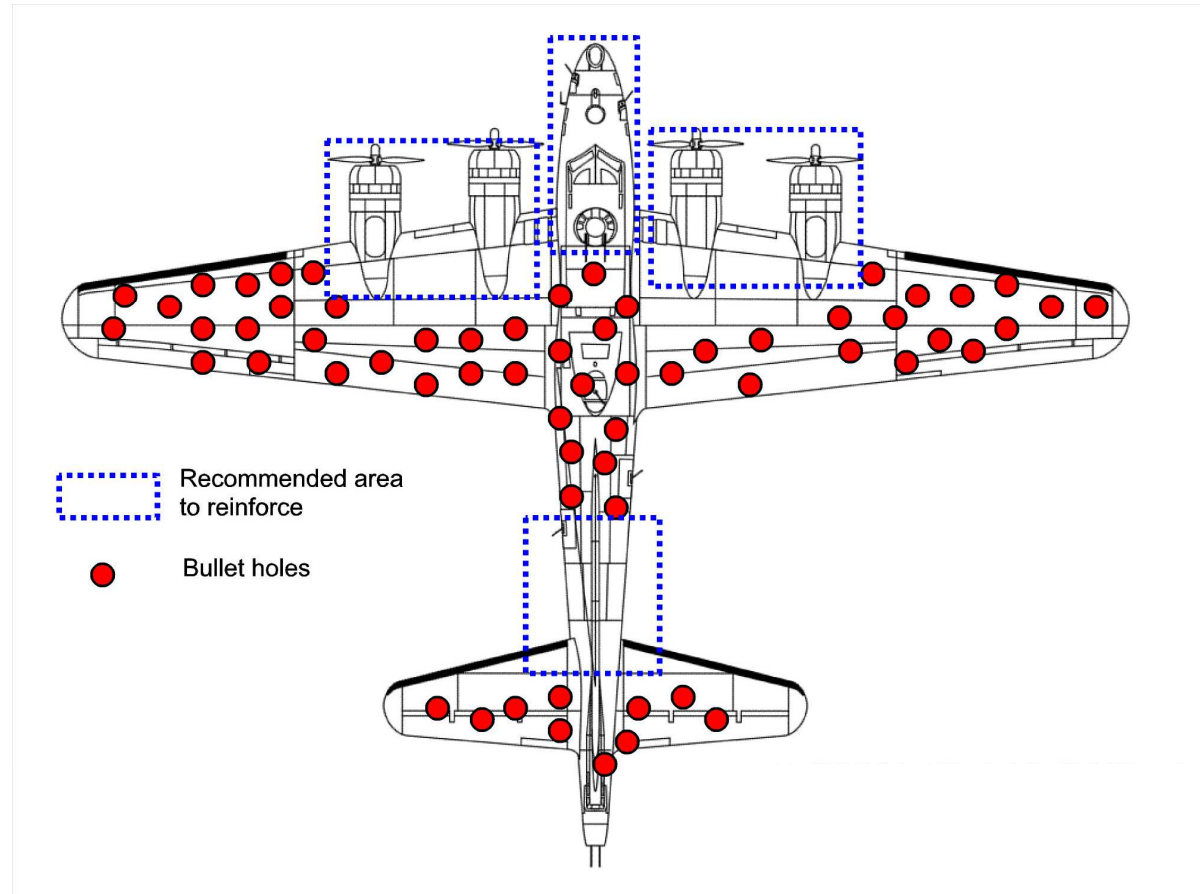


Ekstra armering af fly

Den ungarsk født statistiker Abraham Wald (fra Statistical Research Group) påpegede imidlertid, at:

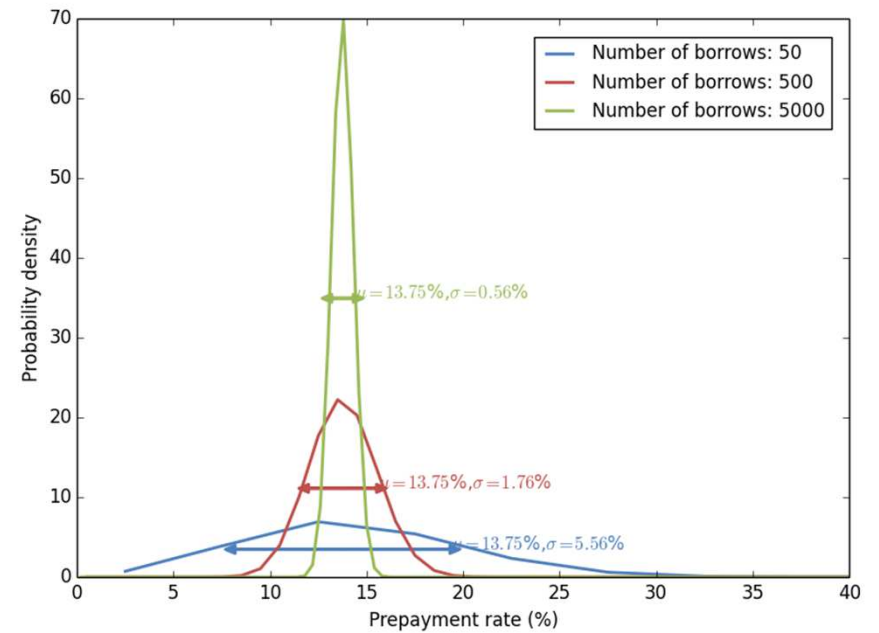
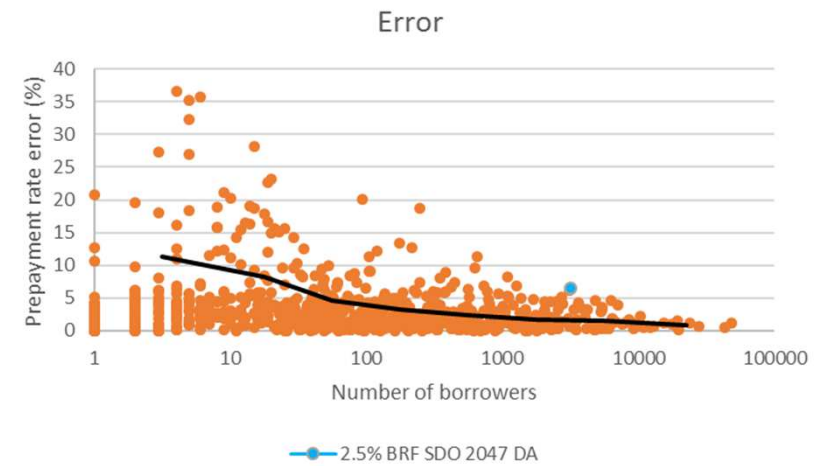
- Skudhullerne måtte antages uniform fordelt
- At stikprøven af ramte fly alene omfattede de fly, der havde klaret at vende tilbage til deres base efter en mission

Konklusionen var derfor den stik modsatte!



Hvad er der med den BRF 2,5% 2047 IO?

- BRF 2,5% 2047 IO 14,6%
- Modelestimat
- BRF: 8,16% → 14,63%
- NYK: 6,63% → 5,12%
- RD: 7,82% → 9,12%
- NDA: 7,32 → 6,07%



Update på Japan, del IV

- BRF 2,5% 2047 IO 14,6%
- Modelestimat
- BRF: 8,16% → 14,63% (6,9 mia. kr.)
- NYK: 6,63% → 5,12% (31.0 mia. kr.)
- RD: 7,82% → 9,12% (16,0 mia. kr.)
- NDA: 7,32% → 6,07% (11,1 mia. kr.)

Name	Vol. DKKm	Pool factor*	Key Ratios				BE prep.**	Term	Ext. Prepayments			Hist. Prepayments			Prtv	Others	Borrower composition					Cash	Bond
			Price	OAD	Est. prepay.	Est. prep.**			11-Mar-19	04-Mar-19	25-Feb-19	01-Apr-19	01-Jan-19	01-Oct-18			1	2	3	4	5		
929344	2.5% RD SDRO 2047 DA	16,035	72%	104.83	-1.07	0.09	8.16	01-Jul-19	0.5%	0.3%	0.1%	9.1%	5.8%	6.0%	82.7%	17.3%	0.0%	1.3%	10.9%	56.1%	31.7%	0.0%	100.0%
491667	2.5% LRF RO20 2047 DA	877	97%	101.55	4.60	0.00	3.16	01-Jul-19				0.0%	0.5%	1.3%	0.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.9%	99.0%	0.0%	100.0%
938432	2.5% BRF SDO 2047 DA	6,988	78%	104.55	-1.41	0.15	12.78	01-Jul-19	0.4%	0.1%	0.1%	14.6%	3.8%	4.1%	72.1%	27.9%	0.0%	0.9%	7.5%	50.8%	40.8%	0.0%	100.0%
203084	2.5% NDA SDRO 2047 DA	11,128	74%	104.97	-0.87	0.06	5.75	01-Jul-19	1.1%	0.8%	0.4%	6.1%	5.2%	5.2%	85.8%	14.2%	0.0%	1.0%	12.5%	64.5%	21.9%	0.0%	100.0%
633712	2.5% DLR SDO 2047 DA	1,742	85%	104.75	-2.19	0.07	3.40	01-Jul-19	0.3%	0.1%	0.0%	7.1%	2.9%	2.6%	0.0%	100.0%	0.0%	0.3%	4.4%	29.6%	65.6%	0.0%	100.0%
979899	2.5% NYK SDO 2047 DA	31,457	77%	104.92	-0.78	0.07	6.95	01-Jul-19	0.8%	0.5%	0.3%	7.2%	4.7%	4.6%	85.1%	14.9%	0.0%	1.4%	13.7%	63.3%	21.6%	0.0%	100.0%

L&P-sektoren

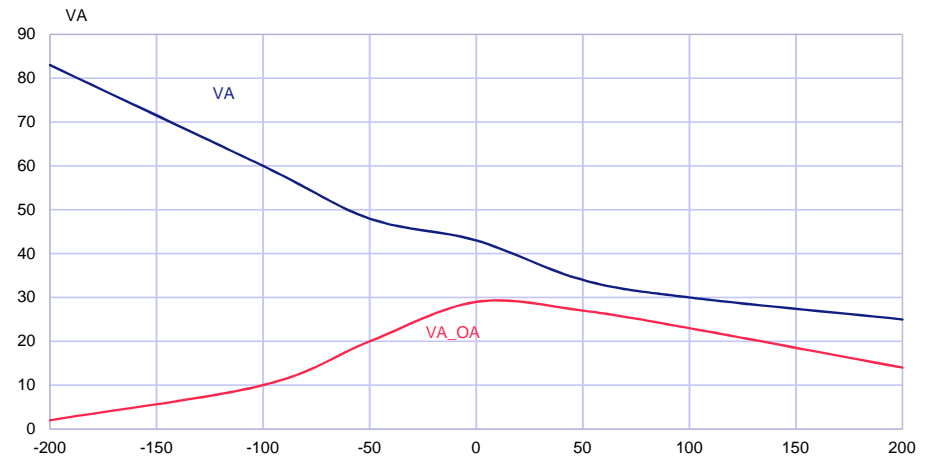
Nykredit



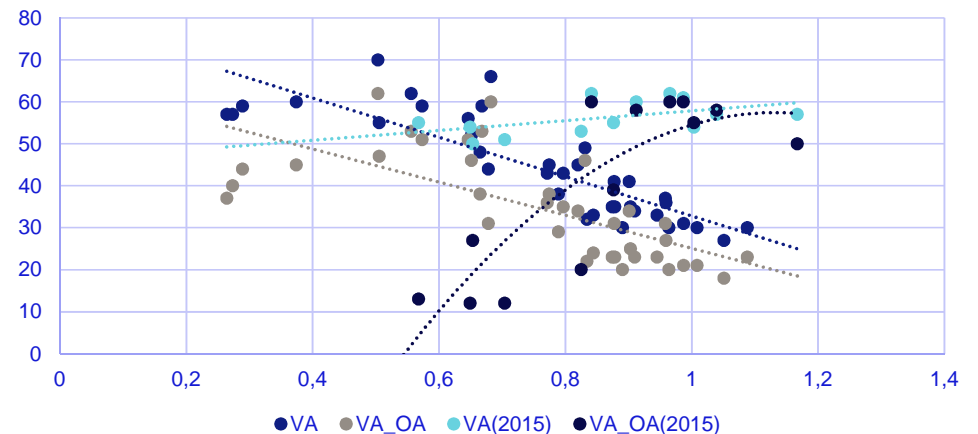
L&P: Nyt VA fra EIOPA

- Vi har set på konsekvenserne af det nye OA-VA gældende for den danske L&P-sektor
- Vores beregninger viser, at VA vil falde fra 40bp til 26bp som følge af det nye setup
- Ved øjeblikkelige og store skift i rentekurven er der stor forskel i dynamikken ved de to forskellige regimer (øverste figur)
- I praksis, og hvis rentebevægelserne sker over nogle terminer, vil den løbende tilpasning af obligationssammensætningen i Nykredit Realkreditindeks bevirke en noget mere ensartet sammenhæng (nederste figur).

Teoretisk sammenhæng mellem VA og renteskift



Empirisk sammenhæng mellem VA og renteskift



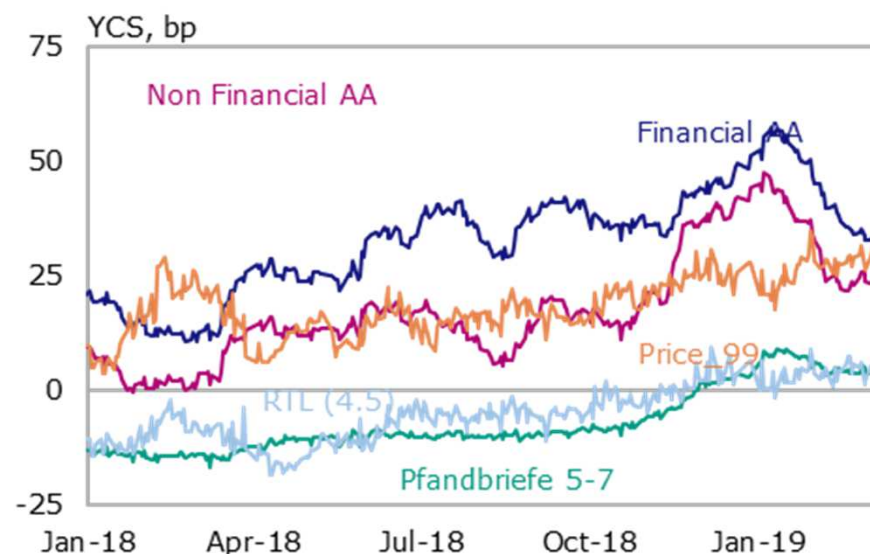
Anbefalinger

Nykredit



2019 – anbefalinger:

- Overvægt 2% 2050 og 1,5% 2050
- Lav volatilitet vil indprises yderligere
- Opbygning af NEP-buffer vil forøge pengeregigheden i sektoren yderligere
- Fortsat udenlandsk køb i niveauet 70-90 mia. kr. for året
- Udtræk i 1,5% 2047 15,9 mia. kr. (efterfølgende kursfald)
- Terminen op fra 30 mia. kr. → 70-80 mia. kr.
- Tilsvarende forøgelse af udstedelse i 1,5% 2050 (18 mia. kr. → 25 mia. kr. → 30 mia. kr. pr. måned)



Aktuelle anbefalinger

Åbnet	Position	Afkast ultimo måned	Afkast inkl. omk.
01-dec-17	DGBi'23 vs DGB'21	0,56	0,39
01-mar-18	2'50IO vs. 10Y Swap (70%)	0,19	2,72
01-jun-18	DGBi'30 vs DGB'27	1,38	-0,34
11-sep-18	135 vs. 1% 2023 JUL	0,08	1,31
06-nov-18	0.5'30 vs. 1% Jul. 2021	0,12	1,25
30-nov-18	DGBi'30 vs DBRei'30	0,72	1,78
30-nov-18	DGBi'23 vs DBRei'23	0,32	1,44
04-jan-19	2'50IO vs. 2'47IO	0,05	0,17
04-jan-19	2'50IO vs. 2'50	0,05	0,12
04-feb-19	15'37 vs. 1% Jan. 2024	0,18	0,48

DISCLOSURE

Investment research and marketing material

Research available to the public or distribution channels produced by Nykredit Markets's analysts is considered as investment research.

This material is a customised research note produced by an analyst in Nykredit Markets's research functions. The material has not been prepared for, nor is it intended for dissemination to the public or through Nykredit Markets's usual distribution channels, but is used exclusively in connection with investment advisory services to the investors to whom we have distributed the material.

DISCLAIMER

This material has been produced by Nykredit Markets, which is part of Nykredit Bank A/S, for the personal information of investors to whom Nykredit Markets has distributed the material. The material is solely based on information accessible to the public. Nykredit Markets accepts no liability for the correctness, accuracy or completeness of the information in the material. Recommendations are not to be considered offers to buy or sell the financial instruments in question, and Nykredit Markets accepts no liability for transactions based on information presented in the material.

Nykredit Bank A/S and/or other companies within the Nykredit Group may buy, sell or hold positions in the financial instruments referred to in the material, just as these companies may be involved in corporate finance activities or other activities for companies referred to in the material.

Information on previous returns, simulated previous returns or future returns presented in the material cannot be used as a reliable indicator of future returns, and returns may be negative. Information on price developments presented in this material cannot be used as a reliable indicator of future price developments, and the price development may be negative. If the material contains information on a specific tax treatment, investors should bear in mind that the tax treatment depends on the investors' individual situation and may change in future. If the material contains information based on gross returns, such returns may be reduced by fees, commissions and other costs.

This material may not be reproduced or distributed without the prior consent of Nykredit Markets.