

# Kort realkreditupdate

## Uge 21

Peter Bache  
Jacob Skinhøj



# Refinansieringsauktionerne er nær!

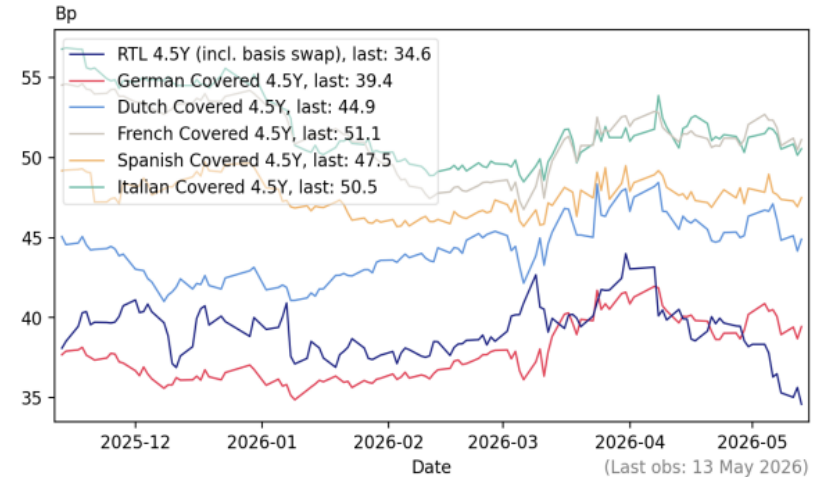
- I denne uge går det løs med refinansieringen af udløbet til juliterminen
  - RTL-auktionerne starter i morgen (tirsdag den 19. maj), hvor der er både RTL1, RTL3 og RTL5 på auktion, og de løber frem til fredag (den 22. maj)
  - FRN-auktionerne starter onsdag (den 20. maj) og løber frem til næste torsdag (den 28. maj)
  - Vores [auktionskalender](#) har det fulde overblik
- Onsdag formiddag afholdt vi en teamspræsentation om refinansieringsauktionerne, hvor vi gav vores syn på bl.a. mængder, udstedelsesudsigter og relativ værdi
  - Plancher fra præsentationen kan findes [her](#)
  - Et link til optagelsen af præsentationen kan fås ved henvendelse til Nykredit Markets Fixed Income Sales eller Research.
  - Derudover behandler vi også auktionerne i vores podcast [her](#)
- Onsdag eftermiddag udsendte vi en analyse om forventninger til OAS og rentetillæg på de FRN, der skal på auktion
  - Analysen kan findes [her](#)
  - Vi opdaterer vores bud på rentetillæggene, når vi har set, hvor tirsdagens RTL-auktioner går

Sum of Offer			DKKm					EURm	
			1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	CF	FRN
19 May (Tue)	10:30	DK0009550865 (RTL 1 NYK H apr 27 SDO DK)	2,800						
	11:30	DK0009552218 (RTL 1 NYK H jul 31 SDO DK)					2,250		
	13:00	DK0009545196 (RTL 1 NYK H jul 29 SDO DK)			3,000				
<b>19 May Total</b>			<b>2,800</b>		<b>3,000</b>		<b>2,250</b>		
20 May (Wed)	10:00	DK0009419137 (FRN JRK E jul 30 SDO DK)							3,000
	10:30	DK0009552721 (FRN NYK H jul 29 SDO DK)							13,400
	11:00	DK0002065556 (FRN NDA 2 jan 30 SDRO DK)							6,375
	11:30	DK0009552218 (RTL 1 NYK H jul 31 SDO DK)					2,250		
	11:45	DK0002065473 (FRN NDA 2 jan 30 SDRO DK)							275
	13:00	DK0009545196 (RTL 1 NYK H jul 29 SDO DK)			3,000				
	TAP	DK0009534315 (RTL 1 NYK H jul 27 SDO DK)	200						
		DK0009542334 (RTL 1 NYK H jul 28 SDO DK)		650					
<b>20 May Total</b>			<b>200</b>	<b>650</b>	<b>3,000</b>		<b>2,250</b>		<b>23,050</b>
21 May (Thu)	10:30	DK0009552648 (FRN NYK H jul 29 SDO DK)							11,300
	11:30	DK0009552218 (RTL 1 NYK H jul 31 SDO DK)					2,250		
	13:00	DK0009548539 (RTL 1 NYK H jul 30 SDO DK)				850			
<b>21 May Total</b>						<b>850</b>	<b>2,250</b>		<b>11,300</b>
22 May (Fri)	10:30	DK0009552564 (CF NYK H jul 34 SDO DK)						650	
	11:30	DK0009552218 (RTL 1 NYK H jul 31 SDO DK)					2,250		
<b>22 May Total</b>							<b>2,250</b>	<b>650</b>	
26 May (Tue)	11:00	DK0004634425 (FRN RD T Jul 30 SDRO DK)							9,000
	TAP	DK0004634698 (FRN RD T Jul 29 SDRO EU)							30
<b>26 May Total</b>									<b>9,000</b>
27 May (Wed)	10:30	DK0006363049 (FRN DLR B jul 31 SDO DK)							9,300
	11:00	DK0004634268 (FRN RD T Jul 30 SDRO DK)							8,300
	12:30	DK0004629508 (FRN RD T jul 28 SDRO DK Green)							2,000
	TAP	DK0006362660 (FRN DLR B jan 31 SDO DK Green)							250
<b>27 May Total</b>									<b>19,850</b>
28 May (Thu)	11:00	DK0004634342 (FRN RD T Jul 30 SDRO DK Green)							12,400
<b>28 May Total</b>									<b>12,400</b>
<b>Total</b>			<b>3,000</b>	<b>650</b>	<b>6,000</b>	<b>850</b>	<b>9,000</b>	<b>650</b>	<b>75,600</b>

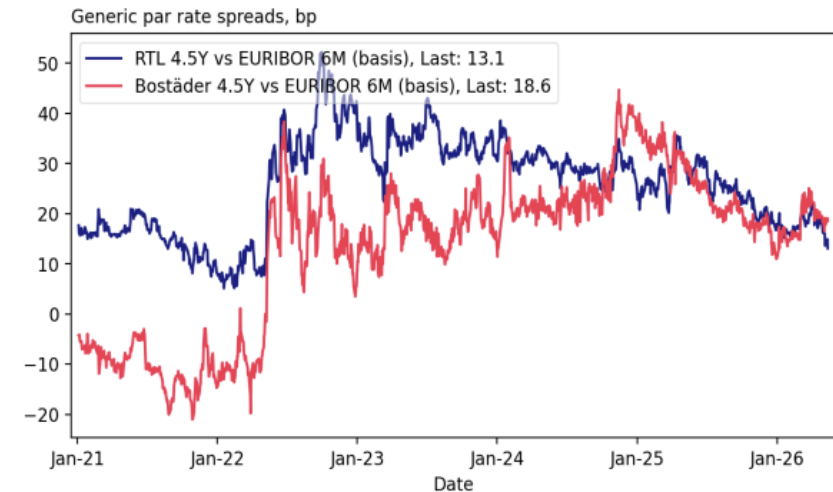
# RTL: Dyrt!

- RTL-obligationerne har performet pænt siden starten af april
  - Dette afspejler til dels en generel indsnævring i kreditspænd, som også har givet performance i EUR covered, Bostäder etc.
- Siden starten af maj, har den fortsatte performance dog drevet RTL-obligationerne relativt dyre
  - Dette er endvidere mere udtalt for de treårige end de femårige RTL-obligationer
  - Som vi også har behandlet ifm. vores dækning af refinansieringsauktionerne (se foregående side), taler en relativ værdi-betragtning således for, at RTL-obligationerne skal give sig lidt ud på auktionerne (og RTL3'erne mere end RTL5'erne)
- De begrænsede RTL-auktionsmængder kan dæmpe en evt. korrektion
  - Udsigten til fortsat pæn RTL(5)-udstedelse resten af året samt auktionsudbuddet af primært 3-4 årige FRN taler dog for lidt spændudvidelser
- I onsdags fortsatte RTL-obligationerne deres performance (omkring 0.5bp), men her til formiddag har de givet sig tilsvarende ud igen (kreditspænd og vol er også oppe siden onsdag).
  - Vi ser dette som et tegn på, at vi skal en anelse yderligere ud i spænd på auktionerne.

## RTL and EUR covered bonds: Spread to ESTR



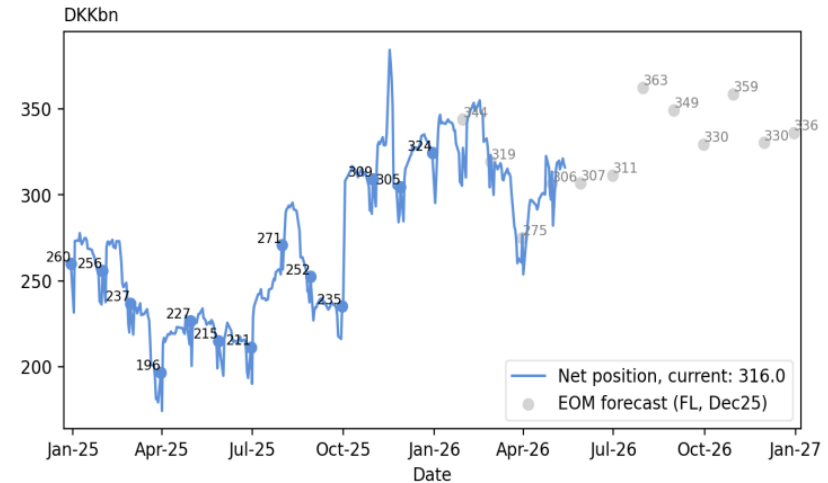
## YCS: RTL vs Bostäder



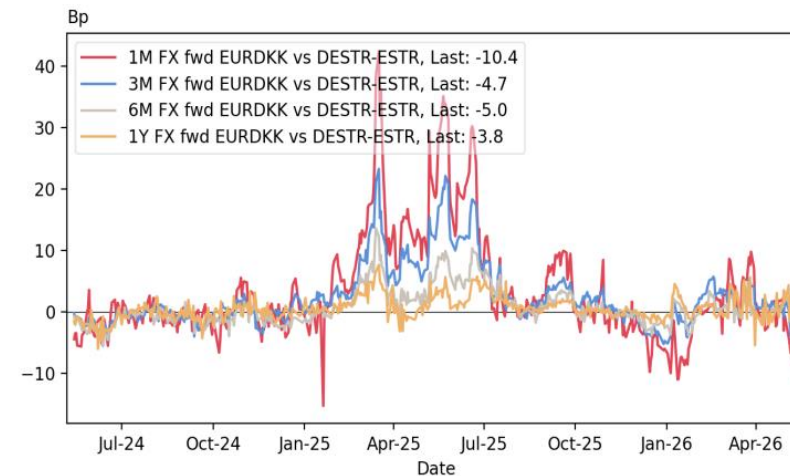
# Nettostillingen og FX-fwds

- Nettostillingen nåede i april igen over 300 mia. kr., og (med undtagelse af enkelte dage omkring månedsskifter) er der udsigt til, at den holder sig over 300 mia. kr. resten af året
  - I andet halvår er der endda udsigt til, at niveauet kan blive 330-360 mia. kr.
  - Dette er blandt andet baseret på Økonomisk Redegørelse/Finansloven for 2026 fra december – og grundet de fortsatte forhandlinger om regeringsdannelse er det uklart, hvornår vi får et opdateret skøn for bl.a. statens nettofinansieringsbehov (normalt ifm. majversionen af Økonomisk Redegørelse)
- I forbindelse med den højere nettostilling har vi set tegn på likviditetsrigelighed i FX forwards – omtrent svarende til situationen omkring årsskiftet
  - P.t. ligger den implicitte forskel på DK og EUR renter i FX-forwards omkring 10 bp under DEST/ESTR på 1 måned sigt
  - Dette kan også have medvirket til den medvind RTL-obligationerne har oplevet på det seneste

**Danish Central Bank, Net Position forecast**



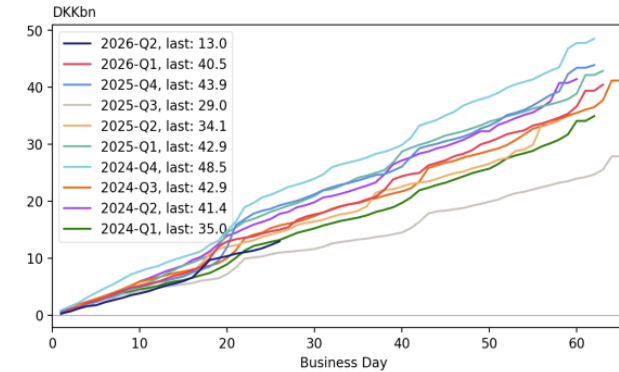
**FX Forward EURDKK vs DEST-ESTR**



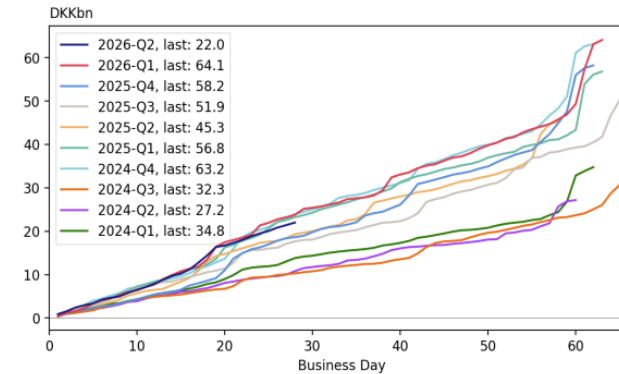
# Udstedelsen

- Overordnet set er der ikke sket store ændringer i udstedelsen i andet kvartal
  - Udstedelsen af konverterbare (MBB) ligger dog en anelse lavere end første kvartal, hvilket givetvis kan tilskrives et lavere omfang af førtidige indfrielse til juliterminen (ift. aprilterminen)
  - Udstedelsen af RTL-obligationer (MTG) ligger en anelse lavere end samme tidspunkt i første kvartal, hvilket kan være relateret til et lavere omfang af refinansiering uden for auktionerne. Det kan dog også være påvirket af placeringen af refinansieringsauktionerne (ligger tidligere i første kvartal)
  - Udstedelsen af FRN ligger en lille smule højere end samme tidspunkt i første kvartal – og har på det seneste haft lidt højere tempo. En mindre forskydning af udstedelsen fra RTL mod FRN vil være i tråd med vores forventninger.
- Et af de primære udstedelsesmæssige obs-punkter p.t. er udsigten til et betydeligt udløb af RTL(5)-obligationer til januar- og aprilterminerne 2027 – og deraf følgende RTL(5)-udstedelse.
  - Dette kan forventes at give fortsat vækst i mængden af 4-5 årige RTL-obligationer i slutningen af året.
  - Dette behandlede vi også i præsentationen vedrørende refinansieringsauktionerne (se ovenfor)

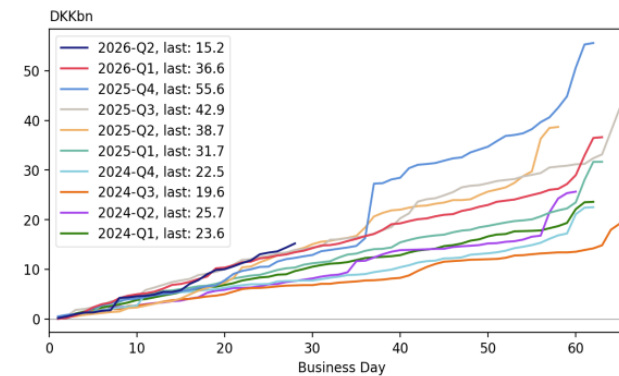
**MBB: Iss. Net of Refi Auctions (CIRMIL)**



**MTG: Iss. Net of Refi Auctions (OMX)**



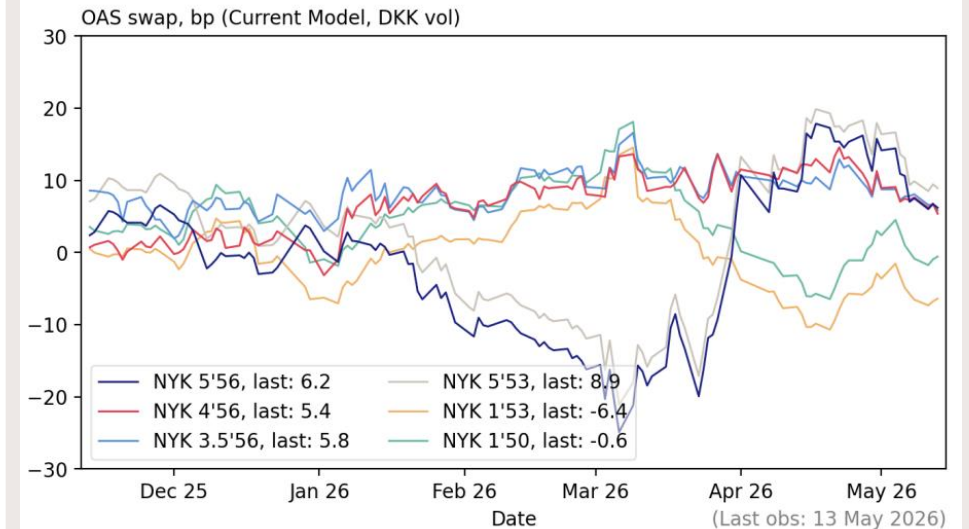
**BOLIGX: Iss. Net of Refi Auctions (OMX)**



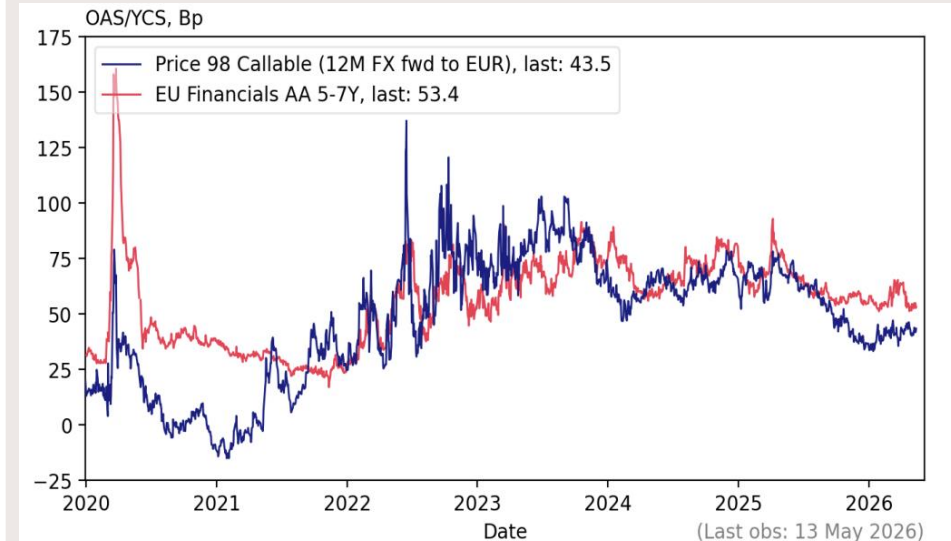
# Konverterbare: Dyrt!

- Konverterbare fortsatte deres performance i sidste uge – og det ser p.t. ud til at fortsætte igen i dag.
- Billedet af OAS-performance er dog ekstremt tydeligt mod swap, mens OAS-performance mod stater har været mere behersket.
- Billedet af, at danske obligationer er populære, bestyrkes af en sammenligning med kredit, hvor den dyrere prisfastsættelse af konverterbare er tydelig, jf. nederste figur.
- Denne uge forventes primært at stå i FRN'ernes tegn på grund af refinansieringsauktionerne.
- I Kristi Himmelfartsferien er vol og renter kørt ud, og det giver de konverterbare lidt ekstra medvind, idet skærmpriserne ikke rettes tilstrækkeligt ned, hvorved OAS – i første omgang – kører ind.

## 30Y Callables: OAS Swap



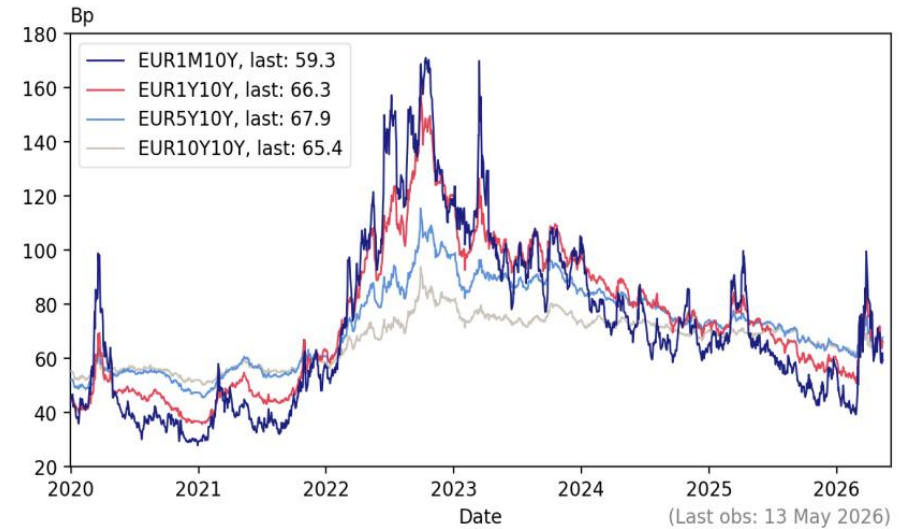
## Spread to swap: Callables and European Credit



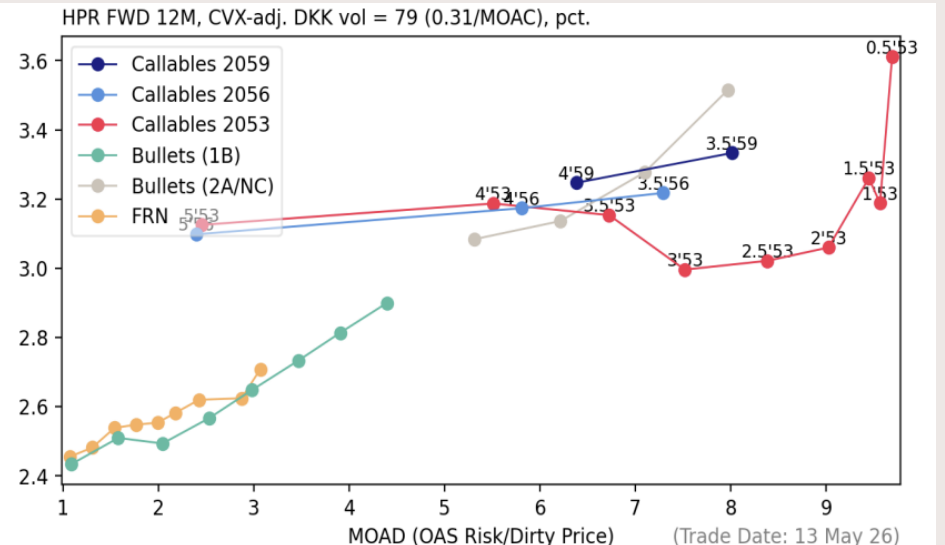
# Konverterbare, del II

- Den højere kvoterede vol giver anledning til en større konveksitetsjustering
- Anvendes kvoteret vol i denne justering, er HPR på konverterbare nu ikke meget højere end på de helt lange RTL'er.
- Sker volatilitetsjusteringen derimod ved brug af realiseret vol, har de konverterbare fortsat et komfortabelt forspring til RTL, på trods af at den realiserede vol også er steget som følge af de rentændringer, krigen har medført.

## Implied Volatilities



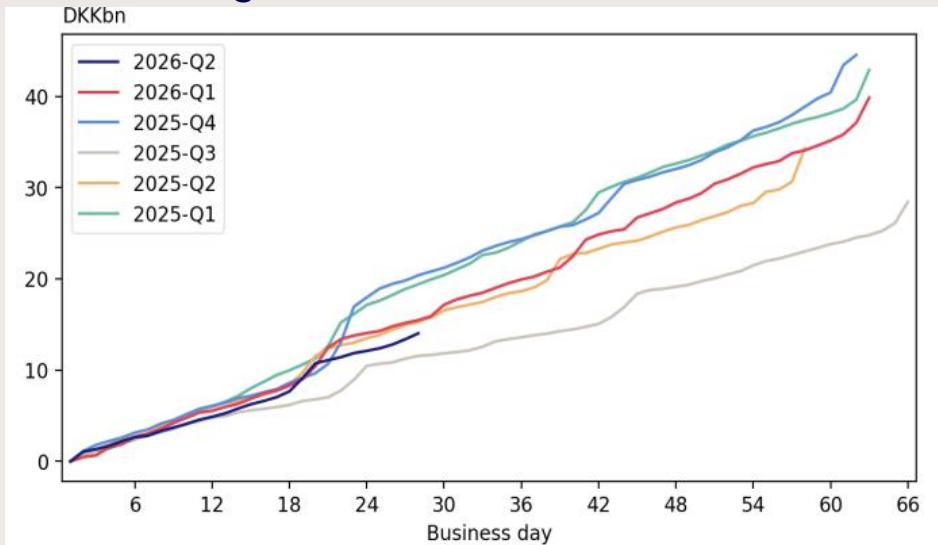
## HPR FWD 12M (DKK vol), CVX-adj. by vol level



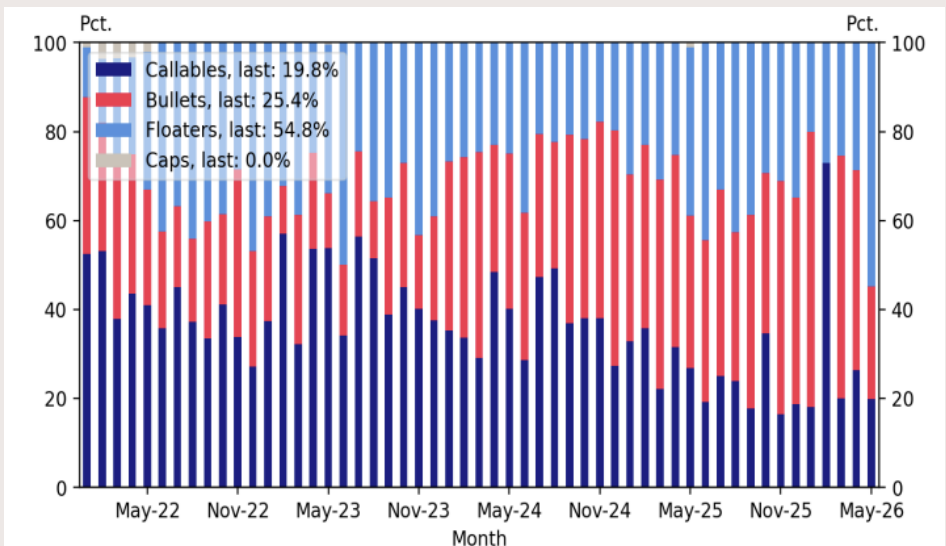
# Konverterbare, del III

- Opsigelsesfristen til juli-terminen ultimo april bød på den sædvanlige øgede udstedelse af konverterbare, men efterfølgende er udstedelsen faldet tilbage og ligger for Q2 i den lave ende i forhold til, hvad vi har set de seneste år.
- Fordelingen blandt de forskellige lånetyper illustrerer måske, hvordan de konverterbare kan fortsætte deres performance.
- De konverterbare er gået fra at udgøre knap halvdelen af udstedelsen til i dag at udgøre omkring 20%.

Callables: Acc. gross issuance (CIRMIL)



Composition of issuance by month (Outst.)



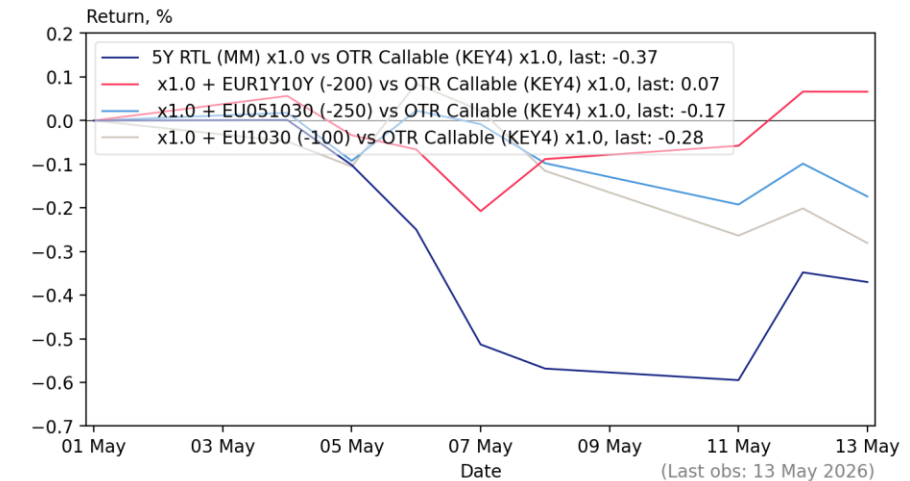
# Anbefalinger

- Der har ikke været store bevægelser i vores anbefalinger den seneste uges tid.
- Vi ser fortsat mere værdi i de lange RTL-obligationer end de korte(re), og i 5%-konverterbare mod RTL
- Vi foretrækker fortsat RTL5 (kombineret med overlays) over konverterbare på de aktuelle niveauer
  - Overordnet set er anbefalingen indtil videre gået sidelæns (lidt op/ ned alt efter overlay). Risikoen i for spændudvidelser forekommer dog større i de konverterbare end i RTL5.

## Aktuelle anbefalinger

Opening date	Name	Return 5bd	Total return
2026-02-23	RTL5 vs. RTL1	-0.00	-0.02
2026-04-23	5'56 vs RTL	0.26	0.31

## RTL5 vs. OTR callable incl. swap/swaption overlay



## Outlook-anbefalinger

Opening date	Name	Return 5bd	Total return
2025-08-25	CITA vs CIBOR 3M FRN	0.04	0.02
2025-11-27	CIBOR 6M vs CIBOR 3M FRN	0.01	0.09
2026-01-12	RTL5 vs. RTL3	0.01	-0.08
2026-01-15	RTL vs FRN	-0.04	-0.04
2026-01-15	NYK 4'56 vs RD 5'56 + JRK 1.5'53 IO	-0.08	-0.27
2026-01-26	4'56 vs RTL5	0.12	0.15

# 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 marked 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 investeringservices 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 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.

### 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