

Kort realkreditupdate

Uge 20

Veronica Bergstrøm



Refinansieringsauktioner næste uge

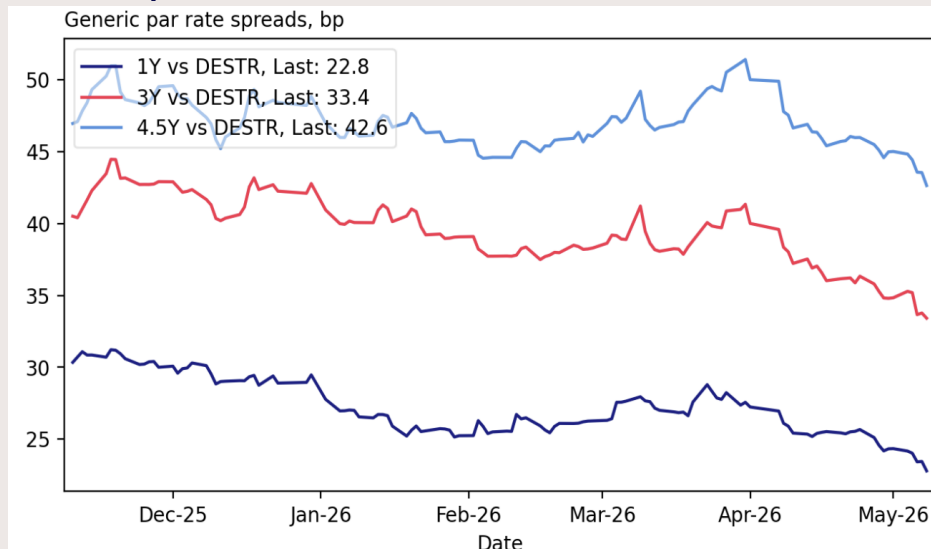
- NYK, NDA og JRK afholder deres refinansieringsauktioner næste uge og kommer samlet med 35 mia. kr. FRN og 19,5 mia. kr. RTL.
- RD og DLR's auktioner ligger efter (26.-28. maj), hvor de samlet kommer med knap 41,5 mia. FRN.
- Det fulde overblik over de kommende uges auktioner kan ses i tabellen til højre – auktionsskalendareren kan også findes [her](#) (pdf) eller [her](#) (xls)
- **Vi afholder vores sædvanlige gennemgang af næste uges refinansieringsauktioner på onsdag d. 13 maj kl. 9:30 via teams.**
 - Ræk ud til os eller din sales for nærmere information (herunder link til teamsmødet)

Sum of Offer		DKKm					EURm	
		1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	Floater	Floater
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				
19 May Total		2,800		3,000		2,250		
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 RT DK)	200						
	DK0009542334 (RTL 1 NYK H jul 28 SDO RT DK)		650					
20 May Total		200	650	3,000		2,250		23,050
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			
21 May Total					850	2,250		11,300
22 May (Fri)	10:30 DK0009552564 (FRN NYK H jul 34 SDO DK)							650
	11:30 DK0009552218 (RTL 1 NYK H jul 31 SDO DK)					2,250		
22 May Total						2,250		650
26 May (Tue)	11:00 TBA (FRN RD Jul 30 SDRO DK)							9,000
	TAP TBA (FRN RD Jul 29 SDRO DK)							30
26 May Total								9,000
27 May (Wed)	10:30 DK0006363049 (FRN DLR B jul 31 SDO DK)							9,300
	11:00 TBA (FRN RD 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
27 May Total								19,850
28 May (Thu)	11:00 TBA (FRN RD Jul 30 SDRO DK Green)							12,400
28 May Total								12,400
Total		3,000	650	6,000	850	9,000	76,250	30

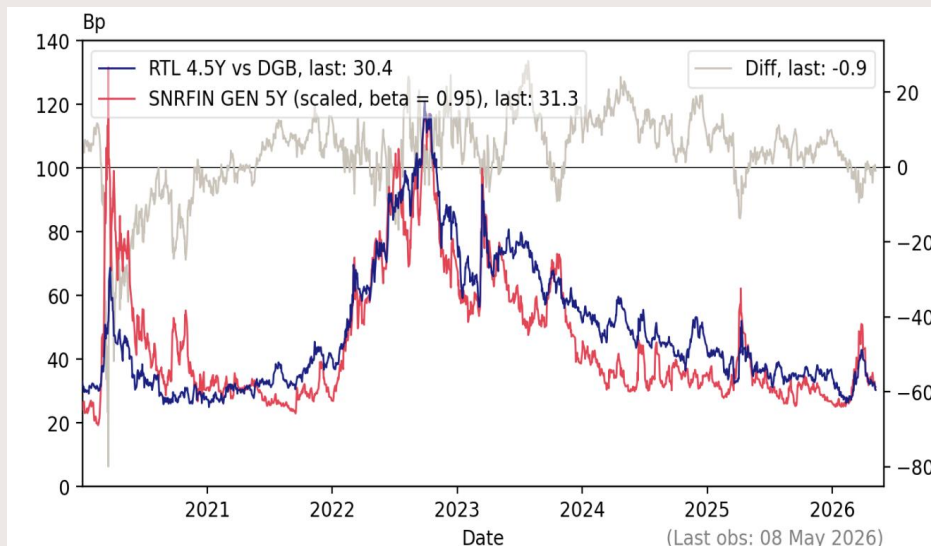
Auktionsudbud skræmmer ikke RTL'erne

- Udsigten til knap 20 mia. i aukitionsudbud næste uge påvirkede ikke RTL'erne i sidste uge, som kørte ind i spænd.
- Performance er formentlig drevet af den positive stemning i kredit og europæiske covered bonds.
- Hældningen på RTL-DESTR spændkurven forbliver stort set uændret som følge af, at performance var den samme på tværs af kurven.

Bullets: Spread to DESTR



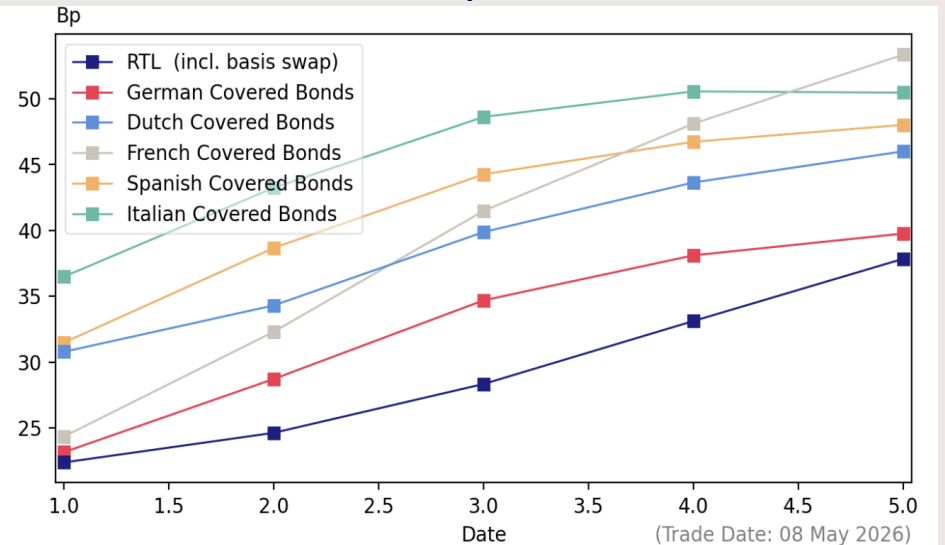
RTL 4.5Y YCS vs Senior Financials



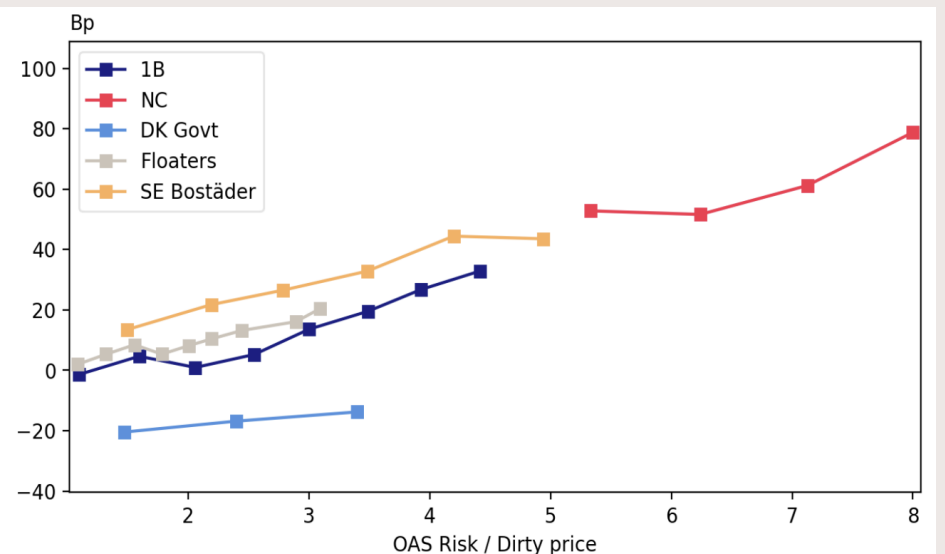
RTL'er ser dyre ud relativt til alternativer

- RTL'erne så allerede dyre ud mod alternativer som europæiske covered bonds og bostäder inden sidste uges performance.
- Selvom europæiske covered bonds også performer i sidste uge, outperformer RTL'erne og de handler nu dyrere end tyske covered bonds (målt på swap spænd, se øverste graf).
- Tilsvarende er der også væsentligt mere hedget og funded HPR at hente i svenske bostäder (se nederste graf).
- Vi ser derfor RTL'erne for dyre på aktuelle niveauer og forventer spændudvidelser i de kommende uger.
- Endvidere forventer vi fortsat, at RTL-DESTER spændkurven skal flade, dog kan det større auktionsudbud i RTL5 relativt til RTL3 og RTL1 på den korte bane understøtte den aktuelle hældning på spændkurven.

RTL and EUR covered bonds: Spread to ESTR

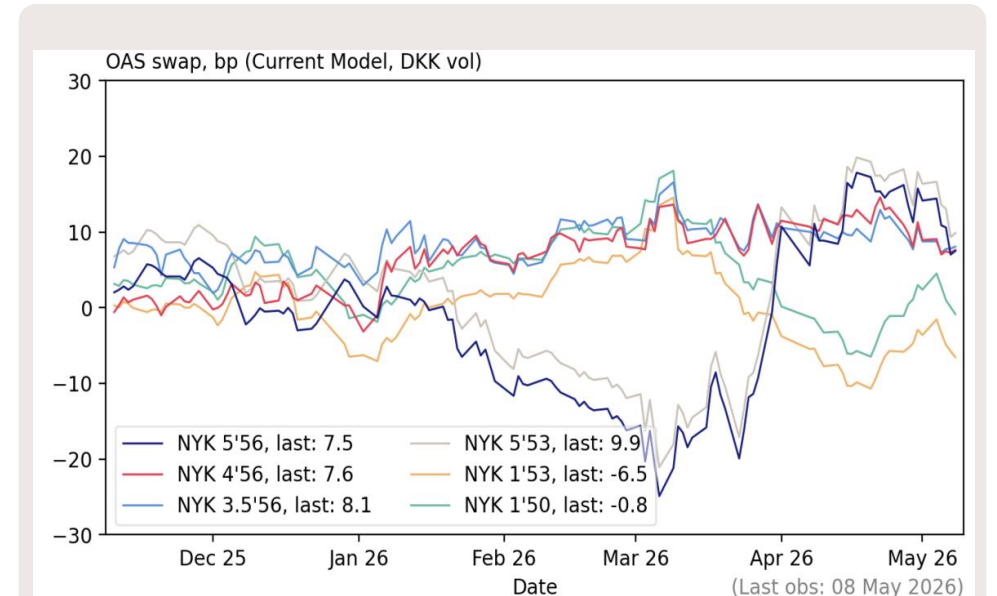


Hedged and funded HPR (vs 3M swap)

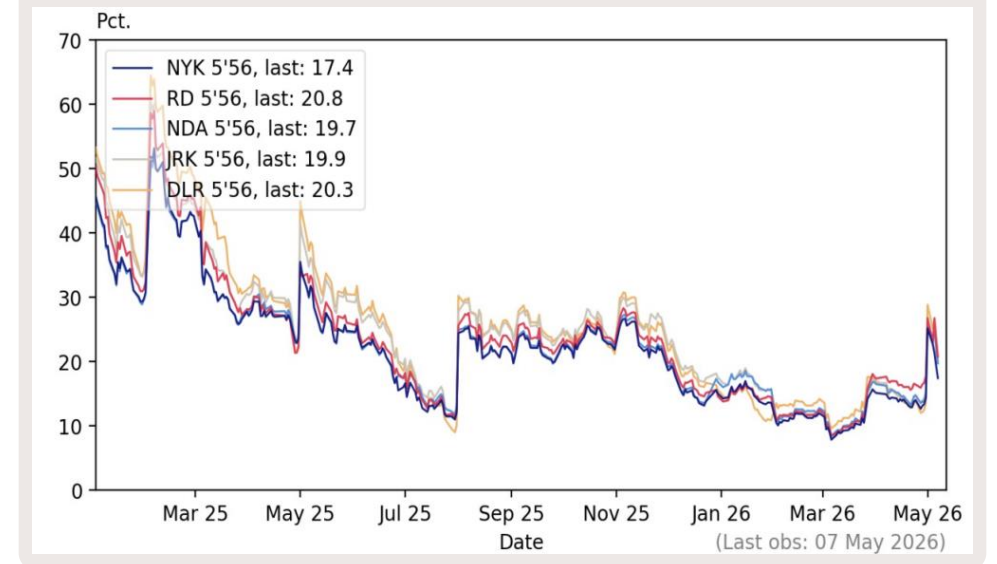


God uge for 5%'erne

- Performance i konverterbare på tværs af kuponer i sidste uge, med størst performance i høj- og lavkuponer, mens OTR-konverterbare kun vandt 1-2bp.
- 5%'erne nød godt af, at trækkene til juliterminen endte lavt (9% i snit, men noget højere for RD, som trak omkring 15%).
- Den pæne performance har også reduceret breakeven træk mod varighedsækvivalente RTL'er igen til omkring 20%.
- Vi forventer fortsat at udtræk vil aftage gradvist til de kommende terminer, og synes derfor også fortsat at 5%'erne ser fornuftige ud mod varighedsækvivalente RTL'er.



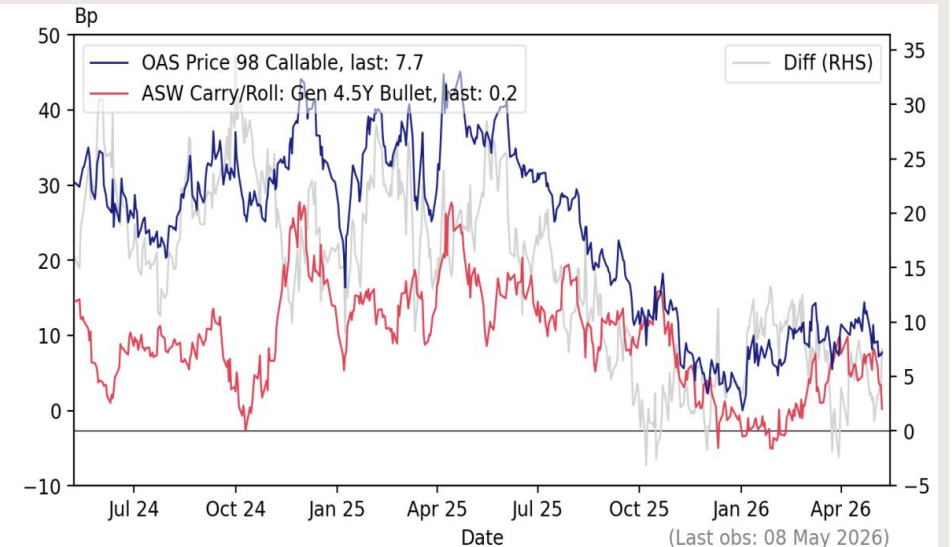
Break Even Prepayments vs MOAD Eq. Bullets



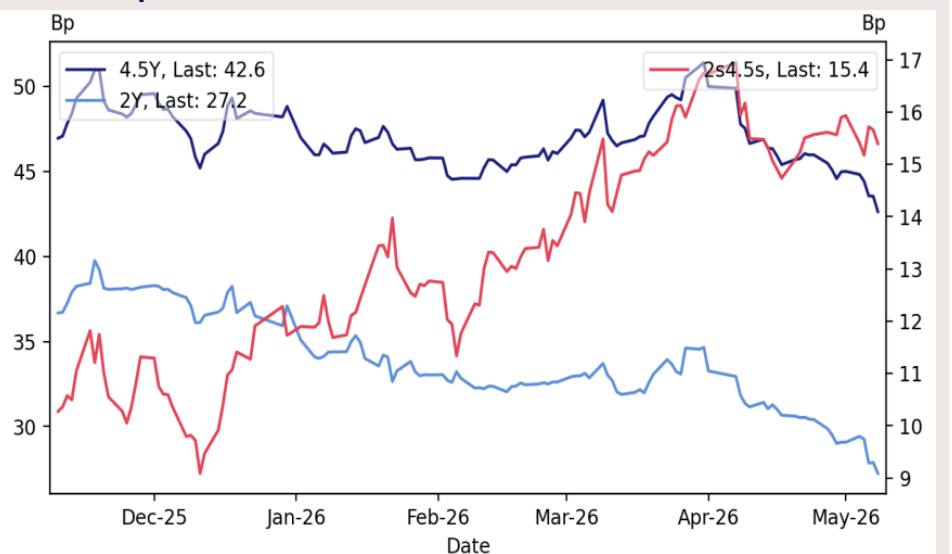
Foretrækker stadig RTL5 over konverterbare

- Vi åbnede i sidste uge en anbefaling af RTL5 mod OTR konverterbare (inkl. swapoverlays EU1030 eller EU051030, til at hedge/replikere vol eksponeringen), da vi synes konverterbare så dyre ud relativt til 5-årige RTL'er.
- Sidste uges performance i RTL5 har reduceret det asset swappede carry-rol i de 5-årige RTL'er og gjort dem mindre attraktive relativt til konverterbare.
- OTR-konverterbare har dog lagt mandagen ud med performance på ca. 3bp og ser derfor igen noget dyre ud.
- Selvom vi ser potentiale for spændudvidelser i 5-årige RTL'er, synes vi stadig de er at foretrække over OTR-konverterbare på de aktuelle niveauer.

OAS Price 98 Callable vs. Gen 5Y Bullet (Start 08 May 24)



Bullets: Spread to DESTR



Lukkeeffekter – en myte fra gamle dage?

- Årgangsskiftet medfører i nogle realkreditmodeller en lukkeeffekt i de obligationer, der lukker for udstedelse.
- Lukkeeffekten opstår som følge af overgangen fra CK91, der antager jævn udstedelse over hele åbningsperioden, til CK94 – de faktiske cash flows.
- I Nykredits realkreditmodel anvendes CKNYK, som kombinerer CK94 og fremtidige udstedelser, som estimeres vha. Nykredits prismodel. Dermed er lukkeeffekten praktisk talt ikke-eksisterende (OAS CKNYK og OAS CK94)
- I andre realkreditmodeller vil obligationer, som har et kortere cash flow end CK91, ”mekanisk” få højere OAS som følge af overgangen fra CK91 til CK94.
- Vi har tidligere vist, at obligationer der står til den største ”mekaniske” OAS-stigning, performer i kurs op mod lukningen.
- Indpriser lukkeeffekten dog ikke fuldt ud inden lukningen, har obligationerne en tendens til at blive billige ved lukningen og forblive billige herefter.
- Tabellen til højre viser de 20 obligationer med udsigt til størst lukkeeffekt pt.
- Man bør dog være opmærksom på at flere af serierne er små og derfor kan det være svært at realisere gevinsten fra lukkeeffekten.

Obligation	OAS CKNYK	OAS CK94	OAS CK91	Potentiel ”lukkeeffekt” (bp)	OAS risk	Potentiel kurseffekt	Cirkulerende mængde
3% NDA 2046 A	19.8	20.1	9.9	10.3	19.8	2.0	1065
4% NDA 2046 A	10.5	10.5	2.9	7.6	10.5	0.8	1358
3.5% BRF 2056 DA	9.9	10.2	2.6	7.6	9.9	0.8	436
3% RD 2046 A	17.0	17.3	9.8	7.5	17.0	1.3	1564
5% BRF 2046 A	54.3	54.9	48.6	6.4	54.3	3.5	536
5% NDA 2046 A	52.5	52.7	46.7	6.0	52.5	3.2	143
5% BRF 2056 DA	17.4	17.2	11.8	5.4	17.4	0.9	1841
4% RD 2046 A	7.6	7.5	2.3	5.2	7.6	0.4	2048
3.5% BRF 2046 A	19.6	19.7	14.6	5.1	19.6	1.0	2374
1% RD 2056 A	47.3	47.3	42.3	5.1	47.3	2.4	2192
4% RD 2056 DA	4.5	4.5	-0.4	4.9	4.5	0.2	16859
5% RD 2056 DA	13.5	13.3	8.4	4.8	13.5	0.7	1926
5% NYK 2056 DA	9.9	9.6	4.9	4.7	9.9	0.5	4609
5% NYK 2046 A	34.2	34.8	30.2	4.6	34.2	1.6	808
4% NYK 2046 A	8.9	8.9	4.5	4.4	8.9	0.4	7114
6% BRF 2056 DA	92.0	95.7	91.5	4.2	92.0	3.9	39
6% BRF 2056 A	124.9	125.7	121.5	4.2	124.9	5.3	44
4% BRF 2046 A	9.5	9.5	5.5	4.0	9.5	0.4	1349
3.5% DLR 2056 A	9.2	9.2	5.4	3.8	9.2	0.4	1201
5% NDA 2056 DA	10.9	10.9	7.1	3.8	10.9	0.4	1025

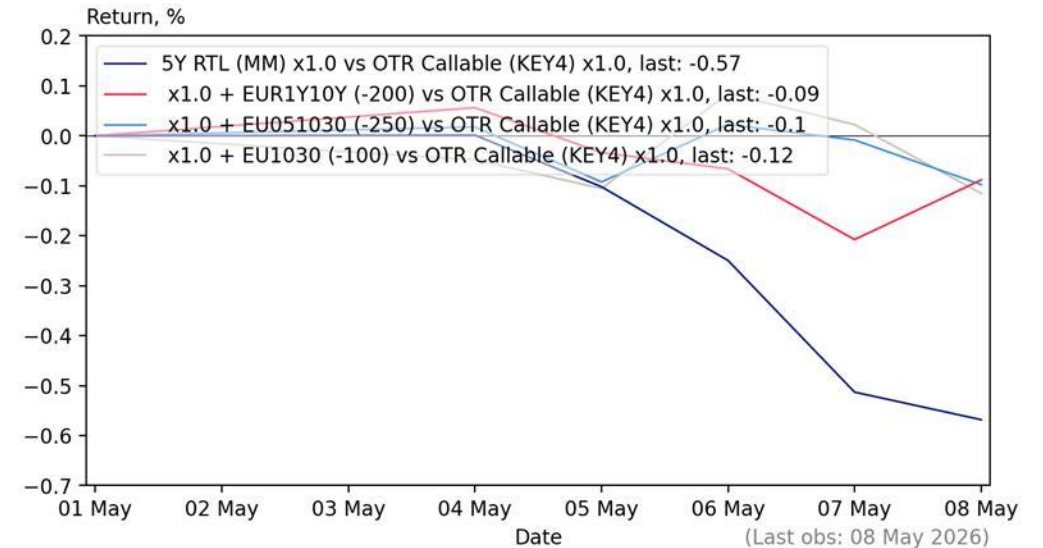
Anbefalinger

- Vores anbefaling af RTL5 vs. OTR konverterbare og af 5'56 vs. varighedsækvivalente RTL'er er begge i pengene efter sidste uge.
 - Vi ser stadig potentiale i begge anbefalinger og fastholder.
- Vores anbefaling af RTL5 vs. RTL1 vinder en smule sidste uge, men er stadig samlet set ude af pengene.
 - Vi tror stadig på fladning af RTL-DESTR spændkurven og fastholder.

Aktuelle anbefalinger

Opening date	Name	Return 5bd	Total return
2026-02-23	RTL5 vs. RTL1	0.02	-0.02
2026-04-23	5'56 vs RTL	0.54	0.39

RTL5 vs. OTR callable inkl. Swap overlay



Outlook anbefalinger

Opening date	Name	Return 5bd	Total return
2025-08-25	CITA vs CIBOR 3M FRN	0.00	0.01
2025-11-27	CIBOR 6M vs CIBOR 3M FRN	0.04	0.09
2026-01-12	RTL5 vs. RTL3	0.03	-0.08
2026-01-15	RTL vs FRN	0.00	-0.04
2026-01-15	NYK 4'56 vs RD 5'56 + JRK 1.5'53 IO	0.37	-0.15
2026-01-26	4'56 vs RTL5	0.50	0.34

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