

Nykredit Constant Spread Risk-indeks

Nykredit lancerer grønne indeks

27. november 2023 12:10

Markedsføringsmateriale

Chefanalytiker Peter Eibye Bache, pbac@nykredit.dk, 44 55 63 13

- Nykredit lancerer fire nye indeks baseret på variabelt forrentede obligationer
- Indeksene baseres på spændrisikoen – vi betegner disse indeks som Constant Spread Risk-indeks
- CSR-indeksene består af to indeks på konventionelle floaters og to indeks på grønne floaters
- Udvælgelse af obligationer til konventionelle og grønne indeks sker på baggrund af kategorisering foretaget af den pågældende udsteder.

Nykredit lancerer fire nye indeks, der måler performance på variabelt forrentede obligationer. Indeksene ligner vores eksisterende CMI-univers. Forskellen er, at vi på floater-indeksene ønsker en konstant spændrisiko frem for en konstant renterisiko. Indeksene opdeles i hhv. konventionelle og grønne floaters. Dermed kan indekserne også anvendes til at estimere den grønne præmie mellem grønne og ikke-grønne floaters. Indeksene omlægges månedligt for at fastholde den ønskede spændrisiko.

Nykredits indeksunivers udvides med fire nye indeks, der er baseret på variabelt forrentede obligationer. Målet med de nye indeks er at kunne sammenligne variabelt forrentede obligationer med andre obligationstyper – herunder obligationerne i vores CM-univers (læs mere om vores [CMI-univers her](#)).

Udfordringen er, at de eksisterende CM-indeksene er baseret på renterisiko, der er begrænset for variabelt forrentede obligationer. Derfor bliver de nye indeks såkaldte **Constant Spread Risk-indeks** (CSR-indeks), hvor vi replikerer markedet bedst muligt givet en konstant spændrisiko frem for en konstant renterisiko. Ydermere bliver indeksene opdelt i konventionelle og grønne obligationer. Dermed giver vi implicit et bud på, hvad den grønne præmie er. Nedenfor ses et overblik over Nykredits CSR-indeks.

Overblik over CSR-indeks

Spændrisiko	1	3
CSRI (konventionelt)	X	X
CSRIG (grønt)	X	X

I takt med udstedelsen i grønne obligationer tiltager, vil indeksuniverset kunne udvides.

Kilde: Nykredit Markets

Obligationsudvælgelse

Obligationerne i CSR-indeksene er udelukkende variabelt forrentede obligationer. Obligationerne kan både have Cita eller Cibor som referencerente. Obligationerne skal dog være udstedt i DKK. Obligationer må ikke indeholde et rentefloor eller -cap. Ydermere skal obligationerne være inkonverterbare og udstedt af et af de fire store realkreditinstitutter (se punkt 6 i porteføljekriterierne til højre) samt have en cirkulerende mængde over EUR 250 mio. Endelig er der et krav om tid før udløb (se punkt 8).

Porteføljekriterier i Nykredits CSR-indeks

Kriterie	
1	Obligationerne skal være variabel forrentede
2	Obligationer må ikke indeholde et rentefloor eller -cap
3	Obligationerne skal være inkonverterbare
4	Cirkulerende mængde skal overstige EUR 250 mio.
5	Obligationerne skal have haft første termin
6	Obligationerne skal være udstedt af: Nykredit Realkredit, Realkredit Danmark, Jyske Realkredit eller Nordea Kredit
7	Obligationerne skal være udstedt i DKK
8	For CSR3 skal obligationen have min. et år til udløb. For CSR1 skal obligationen have min. to måneder til udløb
9	Obligationerne inddeles efter, om de er grønne eller konventionelle
10	Obligationerne inddeles efter deres spændrisiko: hhv. 1, 3 og 5
11	Indeksene omlægges to bankdage før den 1. hver måned
12	Indeksvægtene findes ved at minimere den kvadrerede afstand mellem obligationsgruppernes markedsvægt under bi-betingelse af, at man opnår den ønskede spændrisiko
13	Ved fravær af løsning på minimeringsproblemet udvides obligationsuniverset, og krav om cirkulerende mængde sænkes til EUR 100 mio.
14	Hvis der fortsat ikke kan findes en løsning, justeres spændrisikoen med +/- 0.25, indtil deres findes en løsning

Kilde: Nykredit Market

Indeksvægte

Nykredits CSR-indeks benytter samme metodik som Nykredits CM-indeks. Vi forsøger at replikere markedet bedst muligt og fastholde en ønsket spændrisiko. Dette opnås ved at løse et minimeringsproblem, der bestemmer indeksets nominelle vægte.

Efter obligationsudvælgelsen (se ovenstående tabel) opdeles obligationerne i grupper baseret på deres løbetid, hvorefter vi

finder gruppens markedsvægt og spændrisiko. Herefter benytter vi en minimeringsalgoritme til at minimere gruppens kvadrerede afvigelser fra markedsvægten under bi-betingelse af, at vi fastholder den ønskede spændrisiko (se evt. appendiks i dette [link](#) for yderligere information omkring minimeringsproblemet og algoritmen).

Hvis der ikke findes en løsning til minimeringsproblemet, bliver obligationsuniverset i første omgang udvidet, idet kravet om cirkulerende mængde reduceres til EUR 100 mio. Såfremt minimeringsproblemet fortsat ikke kan løses, vil spændrisikoen blive justeret med +/- 0,25, indtil der findes en løsning.

Obligationerne skal have haft første termin

Det er ydermere et krav, at obligationerne i indeksene skal have haft første termin. Når institutterne åbner og begynder at udstede i nye floaters, kender vi endnu ikke ydelsesrækkerne. Der kan derfor opstå store ændringer i ydelsesrækkerne, når vi modtager de faktiske ydelsesrækker for obligationen. Dermed kan der ske spring i spændrisikoen, hvilket vi anser for uhenigtsmæssigt.

Beregning af nøgletal

Vi ønsker, at beregningerne er så transparente som muligt. Derfor bliver alle nøgletal (indeksvægte, afkast, risikotal) beregnet på officielle kurser fra Nasdaq Copenhagen.

Til beregning af spændrisiko benytter vi Nykredit Markets realkreditmodel. Vi anvender dog officielle kurser til at beregne spændrisikoen.

Da obligationerne er inkonverterbare og ikke indeholder et rentefloor eller -cap, er spændrisikoen primært defineret af ydelsesrækkerne.

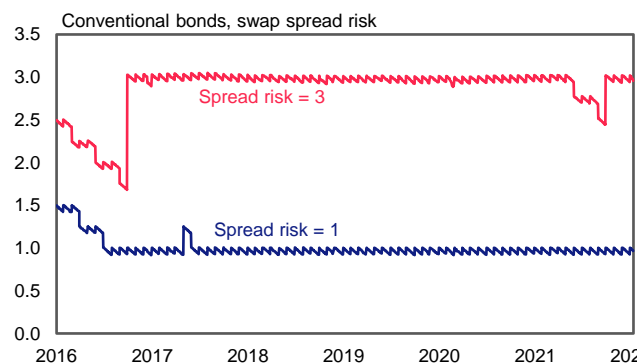
Nøgletal og historik

Vi beregner samme nøgletal for alle vores indeks. Herunder indgår nøgletal som afkast, renterisiko, spændrisiko, spænd til swap- og statskurver med mere.

Da vi har et krav om, at obligationerne ikke må indeholde et rentefloor, løber vi ind i udfordringer, når vi bevæger os tilbage i tid. Før 2015 var negative renter ikke en udfordring, og det var derfor ikke udspecificeret, hvorvidt en obligation havde et rentefloor eller ej. Vi kan derfor have en situation, hvor en obligation ikke har rentefloor før 2015, men fik et rentefloor efter 2015.

For de konventionelle indeks regner vi tilbage til februar 2016. Da det er få fondskoder, der kan kvalificeres til indeksene, kan vi ikke ramme målet for spændrisikoen. Vi skal derfor frem til august 2016, før CSRI1 rammer en spændrisiko på 1, og frem til november 2016, før CSRI3 rammer en spændrisiko på 3. I figuren nedenfor ses udviklingen i spændrisikoen.

Spændrisiko for CSRI1 og CSRI3

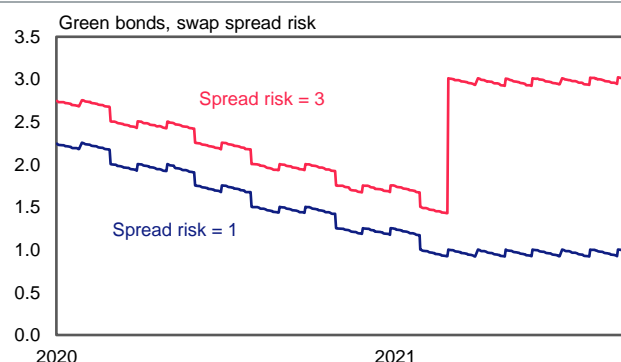


Indeksene består i starten af få fondskoder, hvorfor vi ikke kan ramme den ønskede spændrisiko før sommeren 2016.

Kilde: Nykredit Markets

For de grønne indeks er vi yderligere begrænsede i historik. Den første grønne obligation havde første termin i oktober 2019. De grønne indeks starter derfor først i juni 2020, men det er først omkring juli 2021, at der er tilstrækkelig mange længere grønne obligationer til, at vi kan ramme den ønskede spændrisiko. I figuren nedenfor ses spændrisikoen for de grønne indeks.

Spændrisiko for CSRI1 og CSRI3



Indeksene består i starten af få fondskoder, hvorfor vi ikke kan ramme den ønskede spændrisiko før sommeren 2021.

Kilde: Nykredit Markets

Hvor findes indeksene?

På Nykredits [hjemmeside](#) ligger samtlige indeks tilgængelige. Indeksene vil også være tilgængelige på Nykredit Markets' FTP-server. Derudover bliver indeksene også tilgængelige på Bloomberg. I nedenstående tabel ses tickers for de enkelte indeks.

Overblik over tickers på CSR-indeks

Spændrisiko	1	3
CSRI Total Return	NYKRCSI1	NYKRCSI3
CSRIG Total Return (grønt)	NYKRGS11	NYKRGS13
CSRI Spread Risk	NYKRCSS1	NYKRCSS3
CSRIG Spread Risk (grønt)	NYKRGSS1	NYKRGSS3

Både afkast og spændrisikoen vil være tilgængelig på Bloomberg.

Kilde: Nykredit Markets

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 – Bank of America, Barclays, BNP Paribas, BPCE, Credit Mutuel Arkea, Danske Andelskassers Bank A/S, DLR Kredit A/S, DSV A/S, Erste Group Bank AG, Goldman Sachs, Heimstaden AB, ING Belgium SA/NV, Intrum AB, J.P. Morgan, Jutlander Bank A/S, Klövern AB, Morgan Stanley, Nordfyns Bank A/S, Nykredit Realkredit A.S., Sparekassen Djursland, Sparekassen Sjælland-Fyn A/S, Sparekassen, Vendsyssel, STG Global Finance B.V., Unicredit, Vestjysk Bank A/S.

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 finanstillstyret.

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.

Hvis der i forbindelse med angivelsen af nøgletallene er angivet en kurs for et værdipapir, er kursen alene anført til brug for dokumentation af beregning af nøgletallet. Kursen må derudover ikke anvendes af kunden – heller ikke til internt brug.

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