

RTL-spændene holder stand

Vil det vare ved?

26. januar 2026 08:57

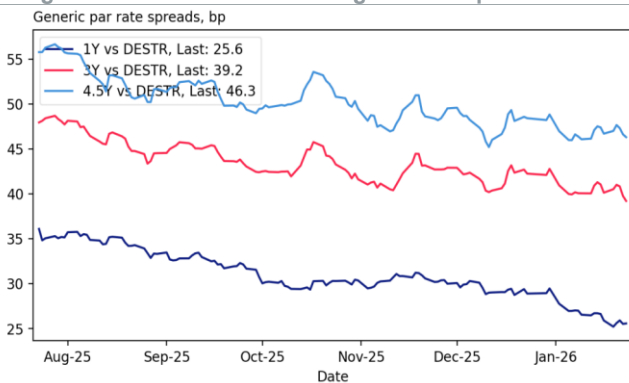
Markedsføringsmateriale

Analytiker Veronica Bergstrøm, vbm@nykredit.dk, 44 55 13 63

- De korte RTL'er vil formentlig tabe i de kommende måneder i takt med at likviditetsrigeligheden aftager.
- RTL5 ser ikke længere billige ud relativt til konverterbare, og vi forventer ikke, at de bliver det igen.
- Vi fastholder vores anbefaling af RTL5 mod RTL3 og RTL'er mod FRN

2026 har lagt fra land med spændudvidelser i både konverterbare og danske stater, i mellemtiden er RTL'erne gået nogenlunde fri, og de helt korte RTL-obligationer har endda (overordnet set) fortsat deres performance igennem alle urolighederne. RTL-kurven er således stejlet pænt op de sidste par uger. Vi har svært ved at se faktorer, der kan understøtte den aktuelle prisning på længere sigt og forventer at RTL-kurven skal flade igen.

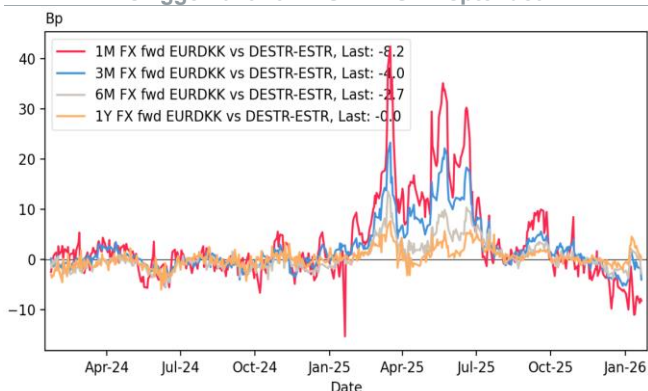
Længere RTL'er er uforandrede og korte har performeret



RTL-spænd til DESTR

Kilde: Nykredit Markets

1M FX FWDs ligger lavt ift. DESTR-ESTR-spændet



Implicit renteforskel i FX forward EURDKK vs. DESTR-ESTR

Kilde: Nykredit Markets

Glade dage i korte RTL'er drevet af likviditetsrigelighed

Performance i de korte RTL'er tilskrives vi den aktuelle likviditetsrigelighed, som øger efterspørgslen efter korte papirer. Den rigelige likviditet afspejles også i FX-markedet, hvor den implisitte renteforskel i korte EURDKK FX-forwards p.t. ligger en smule lavt ift. DESTR-ESTR spændet (se nederste graf). Det kan have tiltrukket (udenlandske) investorer, der funder sig via FX-forward markedet, og dermed understøttet performance yderligere. Likviditeten har ligeledes medvirket til performance i FRN, som er kørt ind i spænd til RTL'erne.

Prognosen for nettostillingen peger ikke i retning af likviditetsknaphed, men nettostillingen forventes at falde fra det nuværende niveau på ca. 340 mia. kr. til omkring 275 mia. kr. i slutningen af første kvartal i forbindelse med betaling af PAL-skat, selskabsskat og A-skat.

Med andre ord, den aktuelle likviditetsrigelighed er ikke kommet for at blive, og vi forventer, at de korte RTL'er vil tabe i takt med nettostillingen falder. De seneste par år har vi set FRN-spændet til RTL-kurven givet sig ud fra årsskiftet og frem mod de store FRN-auktioner i maj. Givet den aktuelle prisning, anser vi det som mere sandsynligt, at FRN skal tabe relativt til RTL'erne end at de skal performe. Vi foretrækker således fortsat RTL over FRN.

RTL5 handler ikke længere billigt ift. konverterbare

De seneste ugers spændudvidelser i konverterbare og den begrænsede afsmitning til RTL-spændene har medført, at den relative prisning af 5-årige RTL'er til konverterbare er tilbage omkring "balance" ift. den historiske sammenhæng (se øverste graf til højre næste side).

5-årige RTL'er har ellers handlet billigt relativt til konverterbare siden begyndelsen af efteråret sidste år. Det til trods for, at RTL5 også har performeret henover efteråret i takt med at europæiske covered bonds er kørt ind i spænd.

Når RTL5 har handlet billigt relativt til konverterbare, er det vores vurdering, at det først og fremmest skyldes, at de konverterbare er blevet drevet dyre af lav udstedelse, lav realiseret rentevolatilitet og stort geninvesteringsbehov. Effekten er dog blevet forstærket af den større udstedelse af RTL5 drevet af skrå nedkonverteringer.

Selvom spændet på RTL5 i høj grad er drevet af udviklingen i europæiske covered bonds, indikerer sammenhængen mellem på den ene side forskellen på statsspænd på RTL5 og tyske covered bonds (mod hhv. danske og tyske stater) og på den anden side nettoudstedelsen af RTL5 på, at spændet på RTL5 også til en vis grad påvirkes af udstedelsesniveauet (se graf i midten).

Der er udsigt til mindre negativ nettoudstedelse i det konverterbare segment, som følge af færre 5%-ere og dermed færre skrå nedkonverteringer fremover. Det giver ligeledes udsigt til færre RTL5'er i den daglige udstedelse fremover. Dette taler for en mere balanceret prisfastsættelse.

De spændudvidelser, vi har set i de konverterbare på det sidste, er for os at se dels en reprisering som følge af den dyre prisfastsættelse op til årsskiftet, dels resultatet af, at investorer har krævet højere OAS'er som følge af usikkerheden omkring Grønland.

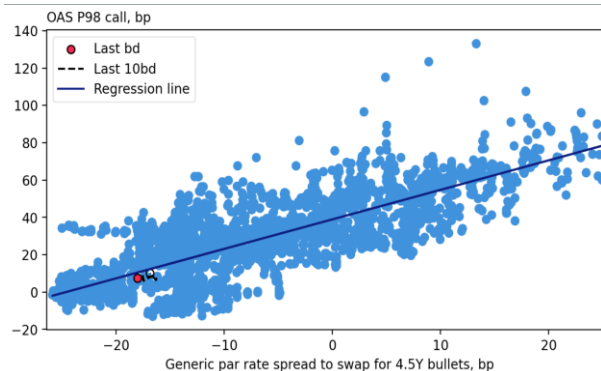
Det er dog ikke vores forventning, at de lange RTL'er skal tilbage og handle billigt relativt til konverterbare – som vi har set det sidste halve år – selvom der (for nu) er kommet mere ro på den geopolitiske situation.

Udstedelsesforventningerne kan om noget tale for, at RTL5 skal vinde henover foråret.

Konklusion

Det er vores forventning at RTL-kurven skal flade igen og vi retrækker således fortsat længere RTL'er over de kortere. Konkret har vi en åben anbefaling af RTL5 vs. RTL3.

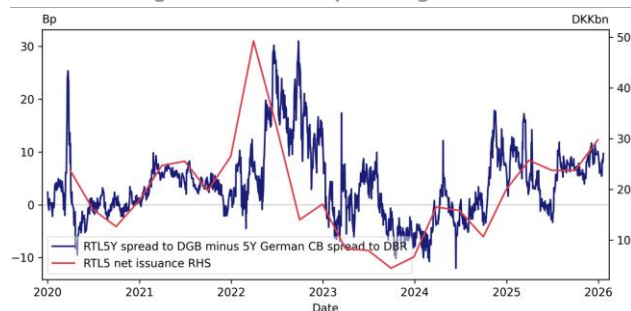
Mere balanceret prisning af RTL5 ift. konverterbare



OAS Price 98 callable vs. generic 5Y covered bullet

Kilde: Nykredit Markets

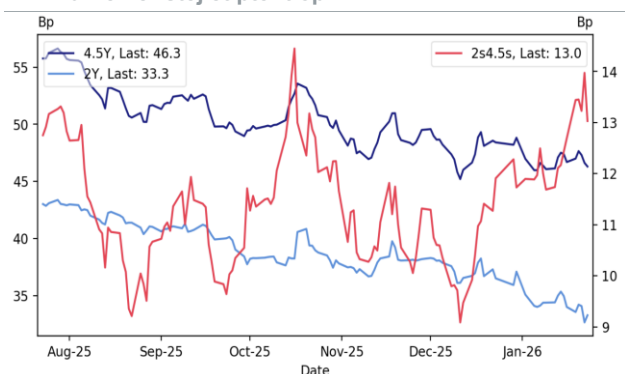
Sammenhæng mellem RTL5-spænd og udstedelse



RTL5 statsspænd fratrukket 5-årige tyske covered bonds statsspænd plottet imod nettoudstedelsen af RTL5

Kilde: Nykredit Markets

RTL-kurven er stejlet pænt op



RTL-spænd til DEST

Kilde: Nykredit Markets