

RTL-auktioner: Mere forudsigelige end snevejret

Hvad skal der ske med RTL-spændene herfra?

6. februar 2026 11:54

Markedsføringsmateriale

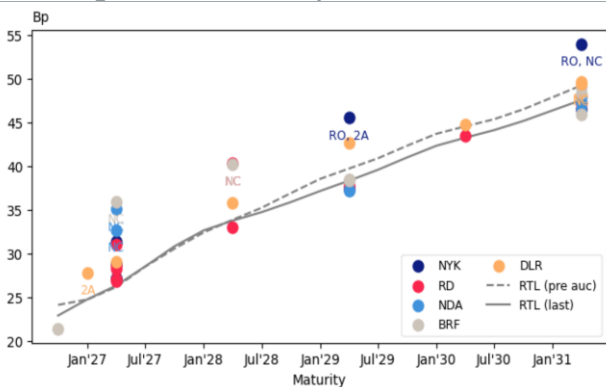
Analytiker Veronica Bergstrøm, vbm@nykredit.dk, 44 55 13 63

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

- Auktionerne i RTL gik som forventet med spændudvidelser i RTL1 samt performance i RTL3-5 – og FRN fulgte med
- I de kommende måneder forventer vi, at RTL1 vil tabe omkring 2bp mod DESTR og FRN kan tabe omkring 2bp til RTL
- Performancepotentialet i RTL3-5 er udtømt for nu, men vi tror stadig RTL5 vil vinde henover foråret

Denne uges refinansieringsauktioner er overordnet gået som forventet med spændudvidelser på omkring 2bp i RTL1, og performance i RTL3-5 i omegn af 2bp. Vi tror fortsat, at RTL1 kan tabe op mod 2bp i de kommende måneder, mens vi tror performance potentialet i RTL3-5 er udtømt for nu. Henover foråret tænker vi stadig, at RTL5 vil vinde pba. lavere udstedelse. Det samlede auktionsudbud var en smule lavere end forventet, og der kom flere RTL5'er og færre RTL3'er, end vi havde forventet. Vi forventer omkring 15-20 mia. kr. udestår fra refinansieringen (på tværs af løbetider), som forventes at komme i ultimoudstedelsen i marts.

Refinancing auctions: DESTR spreads



Den stiplede og grå kurve er RTL-kurven hhv. før auktionerne og den aktuelle

Kilde: Nykredit Markets

RTL'er på auktion spænd til RTL-kurven før auktionerne



Stærke RTL3 og RTL5 på auktion

Kilde: Nykredit Markets

Stærke auktioner i RTL3-5, svagere i RTL1

Auktionerne er samlet set gået som vi forventede. RTL3-5 har vundet 1-2 bp på auktionerne, mens RTL1 er gået 1-3bp billigere end hvor de handlede i mandags, før auktionerne gik i gang. At RTL3 har performeret på niveau med RTL5 er formentlig et resultat af et højere RTL5-udbud og et tilsvarende lavere RTL3 udbud end forventet.

FRN gik en anelse bedre end forventet

Det generelle niveau for de fire DKK-FRN, der har været på auktion onsdag og torsdag, har været ca. 5 bp til RTL-kurven (dertil kommer rabat for RO samt konverterbarhed/LCR-2A). Dette var ca. 1 bp dyrere mod RTL'erne end forventet (se [her](#)), hvilket set i lyset af RTL3'ernes performance må betragtes som en hæderlig FRN-auktionsrunde.

Svarende til, hvad vi har set for statsobligationerne på det seneste, var der ikke nævneværdig greenium på den grønne apr-29 FRN, som var på auktion torsdag. Rentetillægget på den ikke-grønne apr-29 FRN, som også var på auktion torsdag, blev 6 bp højere end på den grønne. Den ikke-grønne var imidlertid konverterbar og LCR-2A, hvilket efterlader indtrykket af en greenium på 0-1 bp.

Flere RTL5 og færre RTL3-obligationer end forventet

Det større RTL5-udbud var drevet af NDA og DLR, hvis refinansieringsgrader steg til over 60%, mens vi havde forventet en uændret refinansieringsgrad på omkring 55%. Dertil steg JRK's refinansieringsgrad i RTL5 væsentligt mere end vi havde regnet med fra 27% ved sidste års februar auktioner til 54% denne gang. Låntager kommer fortsat fra væsentlig lavere rente på deres lån – YTM på en RTL5 var for 5 år siden omkring -15bp, mod aktuelt omkring 240bp – og vi skal hen til næste års februar auktioner, før denne forskel for alvor indsnævres.

Det er således svært at se nogen klar årsag til den højere refinansieringsgrad i RTL5 denne gang. En forklaring kan være, at låntagerne ikke længere har en forventning om, at renter skal falde tilbage til de lave 2021-niveauer igen. Vi synes dog, det er for tidligt at konkludere på baggrund af en enkelt auktionsrunde.

Det lavere RTL3 udbud er dels resultatet af det større RTL5-udbud (som vi havde forventet ville flytte til RTL3) og dernæst konsekvensen af, at RD, NDA og JRK alle refinansierer under 70% af det samlede udløb (hhv. 66%, 67% og 55%).

For RD's vedkommende tænker vi, at en del af dette skyldes, at forskuddet på refinansieringen har udgjort en større andel af deres RTL-udstedelse i januar, end vi først havde antaget. Det kan overvejes om den lavere refinansierings for RD og NDA også delvist skyldes et skift til prioritetslån. Dette ser vi dog som mindre sandsynligt – samme diskussioner pågik sidste år, og der kom det manglende refinansieringsudbud i ultimoustedelsen i marts.

Det vores forventning, at flere låntagere har udskudt beslutningen om deres lån og vil komme i ultimoustedelsen i marts. Vi forventer, derfor at der vil komme 15-20 mia. kr. fra udestående refinansiering i ultimo marts.

Hvad så med spændene herfra?

Med februarauktionerne overstået, skal vi hen til novemberauktionerne, før der igen er et større udløb i RTL'erne. Maj auktionerne er som vanligt primært FRN-auktioner og august auktionerne byder også på mere begrænsede udløb i RTL (hhv. 36 mia. kr. og 41 mia. kr.).

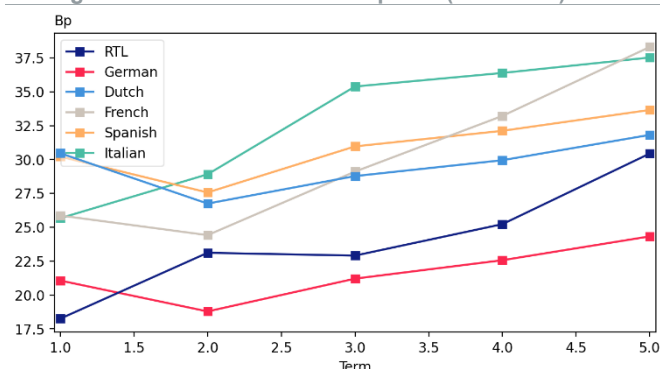
Selvom RTL1 har tabt henover auktionerne, ser vi stadig potentiale for yderligere tab på 1-2bp i de kommende måneder, som følge af en faldende nettostillingen.

Efter denne uges performance i RTL3-5, ser RTL3 en anelse dyre ud relativt til Europæiske covered bonds, mens RTL5 ligger til den billige side (se graf øverst denne side)

Henover foråret kan vi få yderligere performance i RTL5 i omegnen af 5bp, som resultat af den forventeligt lavere udstedelse (læs evt. også mere [her](#)). I mellemtiden forventer vi ikke yderligere performance i RTL3 og ser større sandsynlighed for, at de skal tabe en smule igen. Vi tænker derfor fortsat, at RTL5 vil outperforme RTL3 og fastholder vores anbefaling af RTL5 vs. RTL3.

Derudover tror vi fortsat, at 3-årige FRN kan tabe 2-3 bp mod tilsvarende RTL i de kommende måneder, dels på grund af udsigten til lavere nettostilling, dels på grund af fortsat pæn FRN-udstedelse og aftagene RTL-udstedelse. Vi fastholder derfor også vores anbefaling af 3-årige RTL (hedget) mod FRN.

RTL og EUR covered bonds statsspænd (DGB/DBR)



RTL3 ser en anelse dyre ud relativt til europæiske covered bonds

Kilde: Bloomberg & 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 markedet 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