

De korte RTL

It's the net position, stupid!

25. marts 2026 08:41

Markedsføringsmateriale

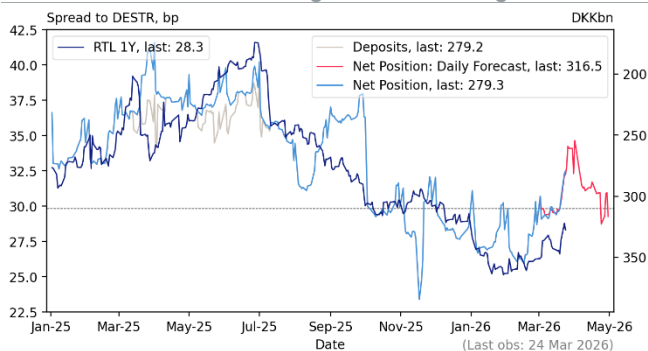
Analytiker Veronica Bergstrøm, vbm@nykredit.dk, 44 55 13 63

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

- Siden starten af 2025 har DESTR-spænd på et-årige RTL-obligationer overordnet set fulgt nettostillingen
- Nettostillingspilen har indtil videre peget ned i 2026, hvilket – som vi forventede – har presset RTL1-spændet ud
- Udsigten for nettostillingen i resten af året virker understøttende, men vi forventer, at RTL1 skal yderligere 2-4bp ud mod DESTR

Udviklingen i nettostillingen har siden starten af 2025 haft en større betydning for spændet på korte RTL'er end før. En mulig forklaring er, at større repobalancer og en stigende inaktiv del af nettostillingen gør, at udsving i nettostillingen slår hårdere igennem på de korte RTL-spænd. Nettostillingen falder i denne uge, og selvom der er udsigt til en forbedring i april tror vi, at den noget lavere nettostilling – kombineret med ultimoudstedelse og de aktuelle uroligheder – vil give anledning til spændudvidelser på 2-4bp.

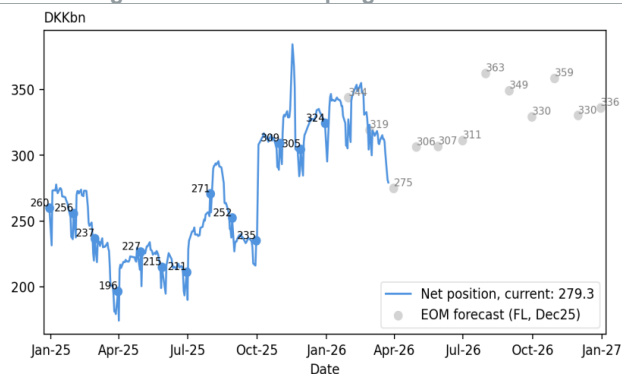
RTL1 vs. DESTR: Nettostillingen sætter retningen!



Viser YCS til DESTR for generisk ét-årig RTL (mørkeblå) samt udviklingen i nettostillingen (omvendt anden Y-akse),

Kilde: Bloomberg, Danmarks Nationalbank og Nykredit Markets

Nettostillingen: Månedsfordelt prognose



Kilde: Bloomberg, Finansministeriet, Danmarks Nationalbank og Nykredit Markets

Nettostillingen – de korte RTL'ers spåkugle

Sidste forår blev nettostillingen et stort fokuspunkt, da den faldt til under 200 mia. kr., og den lavere likviditet påvirkede FX-forwards og sendte spændene på de korte RTL'er ud. Tilsvarende har vi siden juni 2025 set, at spændet på de korte RTL'er er kørt ind i takt med at nettostillingen er steget igen.

Der har således – overordnet set – været en pæn korrelation mellem niveauet på nettostillingen og spændet på de korte RTL'er siden starten af 2025 (se øverste graf).

Sammenhængen har været stærkere siden starten af 2025, end hvis man betragter en længere tidsperiode. Det er muligvis et spørgsmål om, at stigende repobalancer, større omfang af prioritetslån i bankerne samt en stigning i den "inaktive" del af nettostillingen (se fx [denne analyse](#) fra Nationalbanken) har øget betydningen af udsving i nettostillingen på trods af, at niveauet for nettostillingen i en længere historisk sammenhæng ikke er lavt.

Siden starten af året har vi – som forventet (se [her](#)) – også set, at de et-årige RTL-obligationer har tabt mod DESTR i takt med, at likviditetsrigeligheden er reduceret.

Nettostillingen falder!

Nettostillingen tog mandag et dyk på godt 20 mia. kr., og den står til at falde med yderligere ca. 23 mia. kr. i dag og i morgen, hvorefter den når bunden på omkring 260 mia. kr. (se øverste graf, hvor nettostillingen aflæses på den højre, inverterede akse). Selvom nettostillingen ikke står til at forblive "lav", så er der ikke udsigt til, at den skal tilbage til de høje niveauer, der har gjort sig gældende i starten af året, før vi kommer på den anden side af sommeren (se nederste graf).

Tages sammenhængen mellem DESTR-spændene og nettostillingen i den øverste figur bogstaveligt, står de et-årige RTL-

obligationer til at kunne tabe yderligere op til 6bp i den kommende uges tid.

Vent lige et øjeblik!

Én indvendig er dog, at vi i perioden juli-oktober 2025 så større udsving i nettostillingen, som ikke satte sig 1:1 i spændene på RTL'erne, selvom spændene og nettostillingen i efteråret 2025 som helhed bevægede i samme retning. Det kan skyldes, at de udsving omkring den overordnede trend, som vi så i nettostillingen i juli-oktober både var forudsigelige og forholdsvis kortvarige. De knyttede sig således dels til velkendte sæsoneffekter i timingen af afgiftsbetalinger (juli/august), samt til statens køb af Københavns Lufthavn og deltagelse i Ørsteds kapitaludvidelse (starten af oktober), som havde været længere tid undervejs.

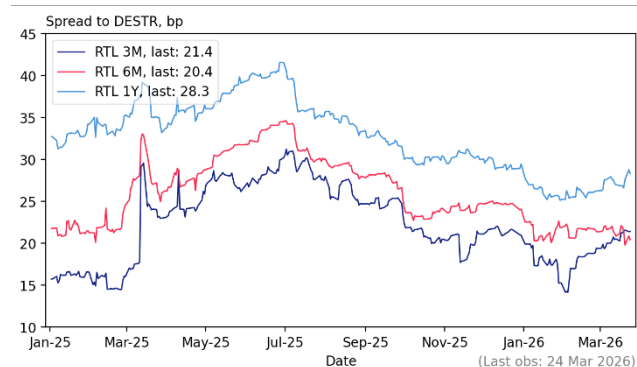
I forlængelse af denne observation kunne man indvende, at det aktuelle fald i nettostillingen ligeledes er både forudsigeligt og forholdsvis kortvarigt, idet prognosen tilsiger, at vi når tilbage til godt 300 mia. kr. i løbet af april. Det er et argument for, at denne uges fald i nettostillingen ikke skal sætte sig 1:1 i spændene på RTL1!

RTL1 skal stadig lidt ud i spænd

Når det er sagt, tror vi fortsat, at den mindre likviditetsrigelighed vil kunne drive DEST-erspændene på de ét-årige RTL'er 2-4bp yderligere ud, når man tager i betragtning, at den kommende uges tid også vil byde på ultimoudstedelse, som primært forventes at komme i RTL-obligationer, se fx [her](#) (samt formodentlig fortsat uro på de finansielle markeder).

Det er også værd at bemærke, at risikoen for en intervention fra Nationalbanken fortsat er tilstede (aktuelt EURDKK 7,4717). Et køb af danske kroner vil reducere nettostillingen yderligere og vil dermed lægge yderligere pres på spændende på korte RTL-obligationer.

Korte RTL'er spænd til DEST



Viser spænd til DEST for generiske 3M, 6M og 1Y RTL-obligationer.

Kilde: 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.

Denne analyse er markedsføringsmateriale og udgør en "ikke-uafhængig analyse" udarbejdet af Fixed Income & Nordic Research i Nykredit Markets. Analysen er ikke en objektiv og uafhængig investeringsanalyse og er derfor ikke underlagt de juridiske krav, som gælder for uafhængige investeringsanalyser. Der gælder derfor heller ikke et handelsforbud inden udbredelsen af analysen.

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 investeringselskabsstjenesteydelser 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