

Vi drukner i RTL5 – hvornår skal det stoppe?

Fraaaaaa NU af!

10. april 2026 09:51

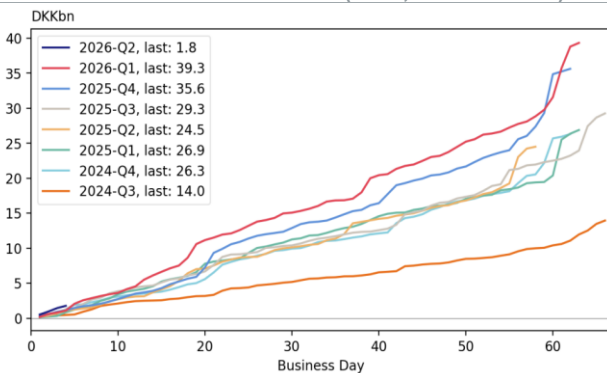
Markedsføringsmateriale

Chefanalytiker Peter Bache, pbac@nykredit.dk, 44 55 13 63
Analytiker Veronica Bergstrøm, vbm@nykredit.dk, 44 55 13 63

- I Q1'26 fik vi (endnu) flere RTL5 i udstedelsen (ekskl. auktionsudbud) på trods af færre indfrielse af 5%-konverterbare!
- Vi har tidligere turneret med en forventning om lavere udstedelse af RTL – og navnlig RTL5 – i 2026
- I denne analyse forklarer vi, hvorfor vi holder fast i denne forventning for Q2'26 og Q3'26. Det bør give medvind til RTL5!

Udstedelsen af RTL'er (eksklusiv udbud på refinansieringsauktioner) skiftede gear i Q4'24, hvor de skrå nedkonverteringer fra 5%-konverterbare gav et boost til udstedelsen af navnlig RTL3 og RTL5. I de efterfølgende tre kvartaler tog RTL-udstedelsen gradvist lidt af, men i Q4'25 og Q1'26 steg RTL-udstedelsen igen – denne gang alene drevet af RTL5'erne. Q1'26 endte med at give den største RTL5-udstedelse, vi har set det seneste halvandet år, på trods af, at indfrielse af 5%'ere i Q1'26 på det laveste niveau siden de skrå nedkonverteringer begyndte. Vi ser nærmere på, hvad der ligger bag, og hvorfor det giver anledning til en forventning om lavere RTL5-udstedelse i Q2'26 og Q3'26. Vi forventer desuden, at dette vil bidrage til en fladere RTL-DESTR spændekurve.

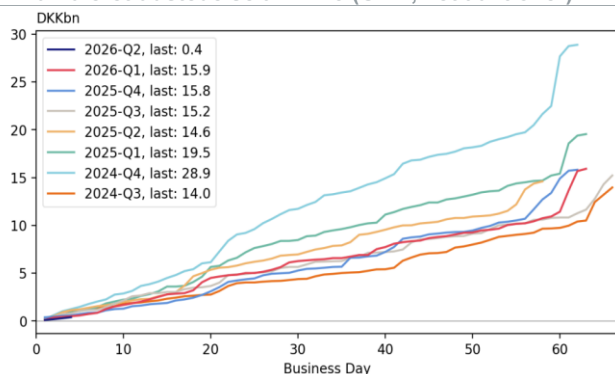
Akkumuleret udstedelse af RTL5 (OMX, net auktioner)



Q4'25 og Q1'26 bød på den højeste RTL5 udstedelse længe

Kilde: Nykredit Markets

Akkumuleret udstedelse af RTL3 (OMX, net auktioner)



RTL3-udstedelsen er faldet igen efter boostet fra skrå nedkonverteringer aftog.

Kilde: Nykredit Markets

Fald i RTL5-udstedelsen lader vente på sig

RTL'erne – og navnlig RTL3 og RTL5 – har fyldt markant mere i udstedelsen (her ser vi på udstedelsen eksklusiv udbud på refinansieringsauktioner) siden de skrå nedkonverteringer fra 5%-konverterbare begyndte i Q4'24. I de første tre kvartaler af 2025 tog RTL-udstedelsen en smule af igen, i takt med omfanget af indfrielse af 5%'erne.

I Q4'25 steg udstedelsen af RTL så igen – denne gang alene drevet af RTL5'erne – samtidig med at vi så en kraftig stigning i indfrielse af 5%-konverterbare. Ved indgangen til 2026 fik det os til at spå, at udstedelsen af RTL-obligationer (og især RTL5) skulle tage af i løbet af året, da indfrielse af 5%'erne måtte forventes at blive lavere end niveauet fra Q4'25.

Efter Q1'26 må vi konstatere, at vi indtil videre har fået ret i det sidste, men ikke det første – RTL5-udstedelsen i Q1'26 overgik Q4'25 på trods af en halvering af indfrielse af 5%-konverterbare! I denne analyse ser vi nærmere på, hvad der (så) har drevet udstedelsen af RTL(5) i de sidste to kvartaler – og hvad det betyder for forventningen til udstedelsen i resten af 2026.

Refinansiering uden for auktioner giver flere RTL5

Januar- og aprilterminerne er sædvanligvis store RTL-udløbs-terminer, men de har været ekstra store i år – både hvad angår RTL-obligationer samlet set og i forhold til de oprindeligt femårige RTL-obligationer. Specifikt lå udløbet til januarterminen på 165 mia. kr. og til aprilterminen på knap 125 mia. kr. Heraf udgjorde oprindeligt femårige RTL-obligationer hhv. 55 mia. kr. og 43 mia. kr.

Godt nok ser vi (i denne analyse) bort fra RTL(5)-udbuddet på refinansieringsauktionerne, men det er ikke al refinansiering, der sker på auktionerne. Det skyldes, at nogle af låntagerne vælger enten at refinansiere forud for auktionerne – når de bliver kontaktede af deres realkreditinstitut – eller venter til

umiddelbart før terminen (enten drevet af et ønske om låneomlægninger eller et ønske om at se tiden an og evt. håbe på lavere rente).

Det ser ud som om, at der i de sidste to kvartaler har været en større tendens til refinansiering uden for auktionerne. Ved både november- og februarauktionerne så vi refinansieringsgrader, som lå lavere end det forventede reelle refinansieringsbehov – konkret hhv. 67% og 68% for RTL under ét og hhv. 47% og 53% for de oprindeligt 5-årige RTL-obligationer.

RD kom med et pænt RTL5-udbud i januar, og, som vi tidligere har pointeret, var dette formentligt et forskud på refinansieringsauktionerne i februar. Derudover var den store RTL5-udstedelse i 26'Q1 primært drevet af udstedelsen i marts op til kvartalsskiftet, mens vi i februar ikke så ekstra stor udstedelse (eksklusiv auktionsudbuddet).

Det er således overvejende sandsynligt, at den største udstedelse af RTL(5) i Q4'25 og Q1'26 er drevet af den del af refinansieringen af RTL-udløbet, som ikke er sket på refinansieringsauktionerne i november og februar. Dette skal også ses i lyset af, at RTL-segmentet – på trods af stigningen i udstedelsen – ikke er vokset mere i Q4'25 eller Q1'26 end i de foregående kvartaler (se figuren øverst til højre).

Udløbet af RTL-obligationer (både samlet set og for de oprindeligt femårige) er væsentligt mindre til de kommende to terminer (juli- og oktoberterminerne 2026). P.t. ser udløbene ud til at blive hhv. ca. 36 mia. kr. og 44 mia. kr. (se tabellen til højre). Derudover forventes omfanget af de skrå nedkonverteringer fra 5%-konverterbare at tage yderligere af. Navnlige det forhold, at refinansieringskilden tørrer ud, betyder, at pilen peger klart nedad for udstedelsen af især RTL5 i Q2'26 og Q3'26!

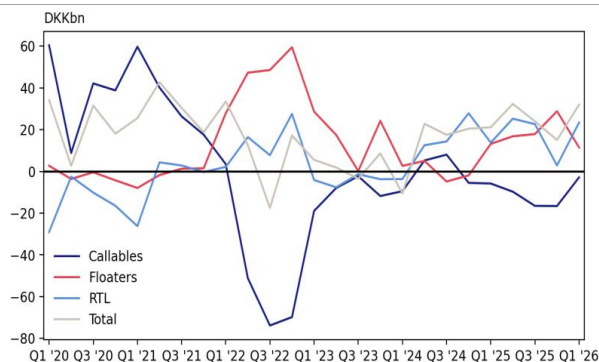
Vi har i de seneste måneder set en markant stejlning af RTL-DESTR spændkurven. Selvom markedsuroen formodentligt har været den primære drivkraft på det seneste, vurderer vi, at den betydelige RTL5-udstedelse har skubbet på denne udvikling. Vi forventer derfor også, at en lavere RTL5-udstedelse i det indeværende og kommende kvartal vil medvirke til at RTL-DESTR-spændkurven flader 2-3bp igen (4,5Y-2Y). Vi har en åben anbefaling af RTL5 mod RTL3, som vi fastholder på ryggen af denne forventning.

Men hvorfor STEG udstedelsen af RTL5 i Q1'26 ift. Q4'25?

Ovenstående lyder måske meget godt, men forskellen på udløbet af RTL(5) og refinansieringsauktionsudbuddet var mindre i Q1'26 end i Q4'25, og det samme var omfanget af indfrielse i 5%-konverterbare. Hvorfor kom der så *flere* – og ikke *færre* – RTL(5) i Q1'26 end i Q4'25?

For det første endte en større andel af den refinansiering, der ikke skete på refinansieringsauktionerne, i RTL5 i Q1'26 end i Q4'25. Den primære årsag er givetvis, at den finansielle uro og rentestigningerne i marts fik de låntagere, der endnu ikke havde refinansieret, til i højere grad at søge mod RTL-lån med længere rentebinding og at et RTL3 og RTL5 lån pt. koster det samme. Dertil kommer RD's tidlige RTL5-refinansiering i januar.

Vækst i den samlede udestående mængde pr. segment



I Q4'25 er FRN-væksten trukket op af, at JRK refinansierede F1-lån for 10 mia. kr. via udstedelse af en CITA 12M FRN (og RTL-væksten er trukket tilsvarende ned).

Kilde: Nykredit Markets

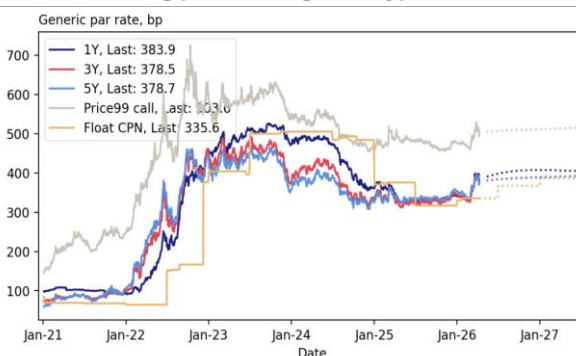
Udløb af RTL-obligationer efter oprindelig løbetid

Payment date	Total	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y+
2026-07-01	35,553	2,027	876	8,277	2,008	22,365	0
2026-10-01	43,628	20,874	691	5,456	374	16,233	0
2027-01-01	168,617	60,400	7,539	27,722	3,627	66,348	2,981
2027-04-01	145,645	44,660	7,794	33,528	3,002	51,165	5,495
2027-07-01	44,703	26	1,120	17,152	1,758	24,645	0
2027-10-01	18,429	0	859	9,376	387	7,807	0
2028-01-01	80,314	0	5,643	44,162	3,655	23,288	3,565
2028-04-01	64,835	0	6,648	27,893	7,010	19,909	3,377

Udløbet er fordelt på oprindelige løbetider pba. hvordan den cirkulerende mængde i de enkelte obligationer er opbygget over tid.

Kilde: Nykredit Markets

Låneomkostning på forskellige låntyper



Viser låntageromkostning, herunder renteudgifter, bidrag, evt. kurssikring etc. samt forventningen hertil (pba. forwardkurven).

Kilde: Nykredit Markets

For det andet var det større omfang af indfrielse af konverterbare til januarterminen drevet af, dels at 3,5'56'eren op til opsigelsesfristen nåede en kurs på omkring 97,5, dels at 4%'erne kom over kurs 100, og vi derfor også begyndte at se indfrielse heri. De låntagere, der har stået for det større omfang af indfrielse i Q4'25, har derfor haft lidt andre bevæggrunde for deres indfrielse end de låntagere, der i øvrigt har indfriet deres 5%-konverterbare mhp. en skrå nedkonvertering siden Q4'24 – og derfor har de i højere grad refinansieret sig i konverterbare eller FRN. Det større omfang af indfrielse af konverterbare i Q4'25 har dermed ikke nødvendigvis været en kilde til væsentligt flere RTL5'ere.

Disse forhold ændrer ikke på forventningen om færre RTL(5) i Q2'26 og Q3'26. I det omfang den finansielle uro tager af og renterne falder tilbage, kan andelen af låntagerne, som søger mod RTL5, tage af igen. Men uanset hvad bør et markant lavere samlet RTL-refinansieringsbehov give anledning til lavere udstedelse af RTL(5)!

RTL-udstedelsen kan stige igen fra sidst på året!

Hen mod slutningen af 2026, kan udstedelsen af RTL(5) komme til at stige igen. I hvert fald står januar- og aprilterminerne 2027 til igen at blive (ekstra) store RTL(5)-udløbsterminer (se tabellen på foregående side). Derudover står FRN-lån – med de nuværende forventninger til de korte renter – til at miste noget af deres ydelsesfordel sammenlignet med RTL'erne (se figuren nederst på foregående side).

Endelig er det i løbet af 2027, at låntagere, der skal refinansiere deres RTL5-lån, ikke længere vil opleve en pæn rentestigning i forbindelse med refinansieringen. Det kan gøre RTL5-låntagerne mere tilbøjelige til at blive i deres eksisterende låntype. Men på den korte bane peger pilen altså nedad.

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 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 fremtidig 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