

## FRN-refinansieringer de kommende år

### Herfra og til floatergeddon

8. juni 2026 08:46

Markedsføringsmateriale

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

- Størrelsen af FRN-udløbet til juliterminen har været faldende – og bliver endnu mindre i 2027
- Det kommende 1,5 års FRN-terminer byder kun på mindre forskelle i udløbet, hvilket kan give stabilitet i FRN-RTL spændene
- I 2028 vender juliterminen dog frygteligt tilbage med et kæmpe FRN-udløb!

Vi fik i maj overstået årets store FRN-refinansieringsauktioner, som imidlertid ikke var så store endda, når man sammenligner med majauktionerne de seneste tre år. Dette er relateret til faktorer, som også betyder, at det kommende halvandet år byder på mindre forskelle i størrelsen af FRN-refinansieringsauktionerne end vi har været vant til – og vi kan se frem til et FRN-årshjul, som har flere "mellemstore" FRN-refinansieringsauktioner fremfor at juliterminen er den klart dominerede. Det forventes at bidrage til større stabilitet i FRN-RTL spændene, og vi ser positivt på FRN. Det holder imidlertid kun indtil juliterminen genetablerer sin dominans i 2028!

#### Kommende FRN-udløb (DKKbn)

Payment date	Total	NYK	RD	NDA	BRF	DLR	LRF
2026-07-01	88,852	29,213	37,358	8,017	3,894	10,369	0
2026-10-01	37,286	37,286	0	0	0	0	0
2027-01-01	65,239	17,438	0	35,104	0	12,696	0
2027-04-01	38,219	38,219	0	0	0	0	0
2027-07-01	76,199	27,769	19,209	0	19,238	9,983	0
2027-10-01	65,763	65,612	150	0	0	0	0
2028-01-01	60,666	32,574	0	15,199	0	12,893	0
2028-04-01	19,799	19,799	0	0	0	0	0
2028-07-01	197,800	66,227	67,883	36,537	16,877	10,275	0
2028-10-01	47,397	47,397	0	0	0	0	0

Udløb af FRN på de kommende ti terminer.

Kilde: Nykredit Markets

#### Mindre juliterminer varsler ændret FRN-årshjul

Refinansieringsauktionerne i maj, hvor udløbet til juliterminen refinansieres, er sædvanligvis årets klart største FRN-auktioner. Til de netop overståede auktioner var FRN-udbuddet imidlertid "kun" 76 mia. kr., hvilket er noget lavere end de 105-115 mia. kr., der var på majauktionerne i 2023 til 2025.

Det lavere FRN-auktionsudbud i maj i år afspejler hverken lavere refinansieringsgrader for FRN, eller at FRN-segmentet som helhed skrumper (det vokser fortsat). Det afspejler i stedet nogle skift i løbetiden og valg af udløbstermin for de FRN, som institutterne har udstedt/refinansieret i.

For mens løbetiden af RTL-obligationer som udgangspunkt afspejler, hvor længe låntager vælger at låse renten på sit lån, har institutterne mere selvbestemmelse, når det kommer til løbetiden på FRN.

De omtalte ændringer i udstedelsesmønstret har også konsekvenser for "FRN-udløbsmønstret" i de kommende år – og dermed også for størrelsen af de FRN-refinansieringsauktioner, vi kan se frem til.

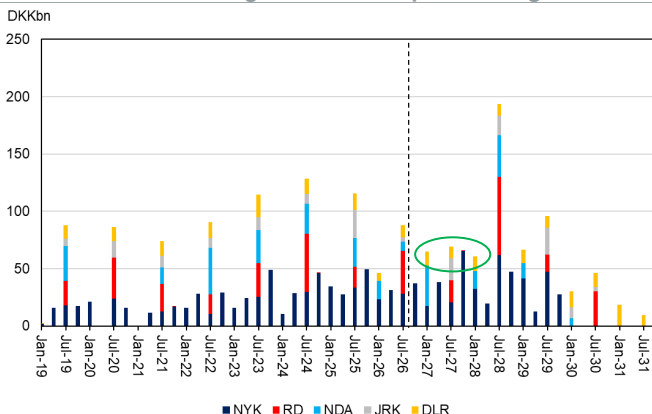
#### Mere ligelig fordeling af FRN-udløbet det næste 1,5 år

Ser vi på terminerne fra oktober 2027 til januar 2028 er forskellen på FRN-udløbene p.t. væsentligt mindre end vi har været vant til. Således er både januarterminerne i 2027 og 2028 samt oktoberterminen i 2027 tæt på lige så store som juliterminen i 2027 (som igen er mindre end foregående år).

Dette skyldes primært to bevægelser i udstedelsen:

- NDA og DLR begyndte i 2022 at udstede FRN med udløb på januarterminer fremfor udelukkende at udstede FRN med udløb på juliterminer. Den første årgang af NDA's og DLR's januar-FRN havde udløb i 2026, og i 2027 bidrager NDA's og DLR's fordeling af FRN-udløbet på både januar og juliterminerne i høj grad til den mere ligelige fordeling af

#### FRN: Historisk udløb og aktuelt udløb på fremtidige terminer



Til venstre for den stiplede linje vises historiske udløb af FRN. Til højre for den stiplede linje vises det aktuelle udløb af FRN på fremtidige terminer. Det faktiske udløb på fremtidige terminer kan naturligvis komme til at afvige herfra som følge af både udstedelse og tilbagekøb frem til den pågældende termin.

Kilde: Nykredit Markets

FRN-udløbet henover året. Navnlig sprang NDA ifm. indfasningen af januar-FRN helt over at udstede FRN med udløb på juliterminen i 2027.

- NYK og RD har haft forholdsvis begrænset udstedelse af jul27-FRN. For NYK's vedkommende er jul27-FRN aldrig rigtigt blevet brugt i den løbende udstedelse, og RD havde forholdsvis begrænset løbende FRN-udstedelse i den periode hvor jul27 blev brugt. Det har (ligeledes) bidraget til, at juli 2027 samlet set ikke er blevet en nævneværdigt større FRN-udløbstermin end de omkringliggende.

Derudover har NYK opbygget et ganske pænt udløb af CIBOR 3M FRN til oktoberterminen 2027, hvilket også bidrager til den mere ligelige fordeling af udløbet på tværs af terminer i det kommende halvandet år.

De mindre forskelle på størrelsen af FRN-udløbet på de forskellige terminer i løbet af det kommende halvandet år forventes at bidrage til mindre udsving i FRN-RTL spændene henover året. I lyset af, at FRN-RTL-spændene forekommer afstemt med omfanget af FRN-udstedelse – samt at der er udsigt til (fortsat) rigelig likviditet – ser vi samlet set positivt på FRN mod RTL herfra.

### Men SÅ!

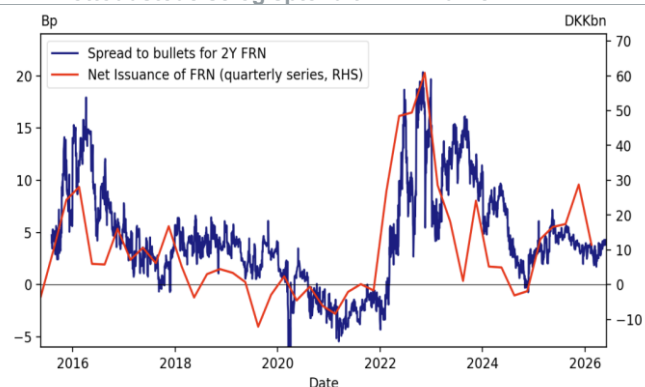
Efter en periode med en række mellemstore FRN-udløbsterminer, rammer "floatergeddon" os i maj 2028, hvor udløbet til juliterminen 2028 skal refinansieres. P.t. er der FRN for knap 200 mia. kr., der har udløb til denne termin!

Selvom dette udløb må forventes at blive reduceret af tilbagekøb i den mellemliggende periode, står majauktionerne 2028 til klart at overgå den hidtidige udbudsrekord for FRN-auktioner på 115 mia. kr. fra majauktionerne 2024.

Årsagen til den ekstraordinært store FRN-termin i juli 2028 er primært, at både NYK og RD havde rullet den løbende udstedelse af FRN ud i jul28 inden størstedelen af den samlet set betydelige FRN-udstedelse i 2025 kom (FRN-udstedelsen lå lavt i sidste del af 2024, men kom igen efter at FRN-kuponerne fikede lavere pr. 1. januar 2025 og "indhentede" de rentefald, der havde reduceret RTL-renterne betydeligt i juli/august 2024). Både NYK og RD har derfor opbygget et udløb af FRN på juliterminen på over 65 mia. kr.

Derudover havde NDA i 2025 tilsyneladende opnået tilstrækkeligt udjævning af den udestående mængde af FRN på januar og juliterminer, og NDA begyndte i 2025 igen at refinansiere og lave løbende udstedelse i juli-FRN – hvilket så skete i jul28-FRN. Dermed kommer NDA efter fravær af på juliterminen 2027 således igen med et udløb på over 36 mia. kr. på juliterminen 2028.

FRN: Nettoudstedelse og spænd til RTL-kurven



Den mørkeblå kurve angiver gennemsnitligt spænd til RTL-kurven for toårige "standard-FRN".

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 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