

Likviditetsmedvinden er vendt

Udsigt til let modvind til RTL'erne

21. august 2026 09:20

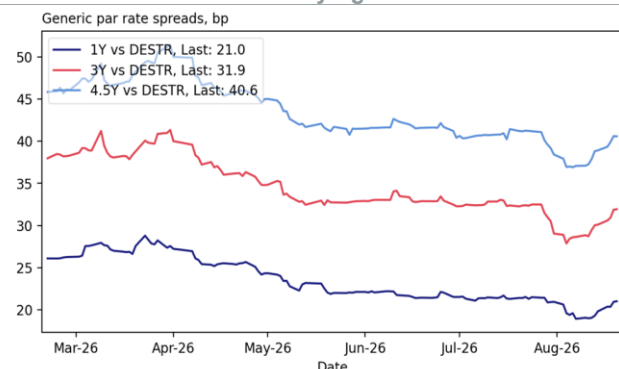
Markedsføringsmateriale

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

- Efter at være toppet omkring 375 mia. kr. i første halvdel af august er nettostillingen på vej nedad igen
- Den (lette) likviditetsmodvind kan presse DEST-SPændene 2-5 bp ud på RTL'erne i de kommende uger
- Vi foretrækker længere FRN over RTL – i hvert fald så længe de kan fås med ≥ 5 bp rabat til RTL-kurven

RTL'erne har nu sat mere eller mindre hele den performance, vi så i slutningen af juli og starten af august, over styr igen. Udstedelsen og likviditetsudviklingen har formodentlig været medvirkende faktorer. Ser man på likviditetsudsigterne, er der yderligere (let) modvind til RTL'erne forude – som kan blive forstærket i det omfang det bliver nødvendigt for Nationalbanken at intervenere i valuta-markedet for at understøtte kronekursen. Vi foretrækker længere FRN over RTL på de nuværende niveauer, og (gen)åbner en anbefaling af 3Y FRN mod 3Y RTL.

Performance i RTL sat over styr igen



Viser parrentespænd for generisk etårig RTL-obligation

Kilde: Nykredit Markets

RTL'erne: Frem og tilbage er lige langt!

Hvor RTL-obligationerne performede pænt mod DEST-SP i sidste del af juli og starten af august, er mere eller mindre hele denne performance sat over styr igen siden.

Der har givetvis været flere faktorer bag den performance vi så, men to af de væsentlige har været et lavt udstedelsesniveau samt en stigning i nettostillingen fra et niveau omkring 310 mia. kr. i maj til omkring 375 mia. kr. i første halvdel af august.

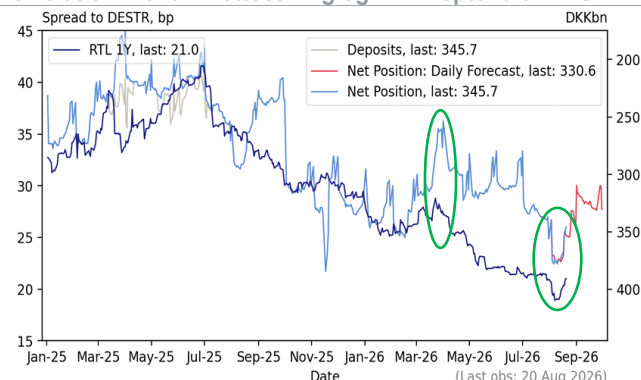
Når RTL-obligationerne har tabt den seneste uge, kan det hænge sammen med, dels at nettostillingen er begyndt at falde igen (aktuelt omkring 350 mia. kr.), dels at der igen er kommet gang i udstedelsen. Sidstnævnte skyldes i høj grad udbuddet på de igangværende refinansieringsauktioner, men også den løbende udstedelse begynder at komme tilbage fra sommerferie.

Likviditeten og de korte RTL-obligationer

Navnlig for de kortere RTL-obligationer er nettostillingens afsmidning på spændene tydelig. Den nederste figur til venstre viser spænd til DEST-SP for en generisk etårig RTL-obligation (mørkeblå kurve, venstre akse), udviklingen i nettostillingen (lyseblå kurve, højre inverterede akse) samt den seneste dagsfordelte prognose (rød kurve, højre inverterede akse).

I figuren er den overordnede korrelation mellem nettostillingen og RTL1-spændene tydelig frem til marts 2026. Herefter divergerer kurverne i et vist omfang (kan skyldes en fladning af rentekurven), men da nettostillingen dykkede i slutningen af marts – og ikke mindst da den toppede i starten af august – havde det fortsat et klart aftryk på spændudviklingen (se de to cirkler). Dette ses også ved, at den seneste performance, vi så i RTL1'erne, kom lidt senere end i RTL3-5 (se øverste figur) – og først i forbindelse med at nettostillingen fik et nøk opad i starten af august.

Korrelation mellem nettostilling og RTL1-spænd til DEST-SP



Nettostillingen (lyseblå kurve) aflæses på den højre, inverterede akse

Kilde: Danmarks Nationalbank, Bloomberg og Nykredit Markets

Pil nedad for nettostillingen i de kommende uger

Pointen er nu, at nettostillingen ikke er færdig med at falde – frem mod starten af september står nettostillingen til at falde fra de aktuelle omkring 345 mia. kr. til et niveau omkring 310 mia. kr. – og nettostillingen står p.t. til at slutte året på omkring 320 mia. kr. På baggrund af, hvad vi har set tidligere vil det umiddelbart (alt andet lige) tilsige, at de korte RTL-obligationer skal yderligere 2-5 punkter ud mod DESTR i de kommende uger.

Dertil kommer, at hvis vi kommer til at se større interventioner fra Nationalbankens side mhp. at understøtte kronkursen, så vil det trække ned i nettostillingen relativt til prognosen. Indtil videre har vi kun set stærkt begrænset intervention i juni (700 mio. kr.) og ingen interventioner i juli, men der er en sandsynlighed for, at vi kommer til at se interventioner igen i august.

Hvad med de længere RTL-obligationer?

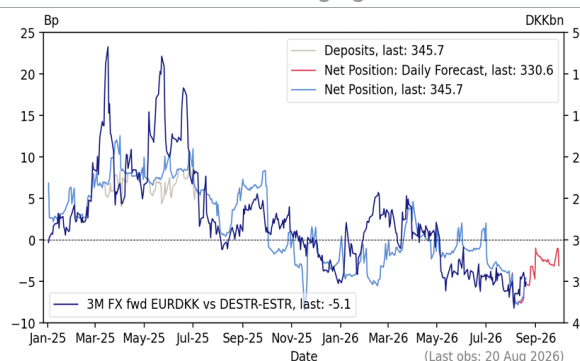
Nettostillingen påvirker også prisingen af de længere RTL-obligationer bl.a. via FX-terminerne. Vi har set en tendens til, at den implicitte renteforskel på DKK og EUR renter i korte EURDKK FX-forwards har været højere end forskellen på DESTR og ESTR (mørkeblå kurve i øverste figur), når likviditeten har været lav (lyseblå kurve, højre inverterede akse) – og omvendt når den har været høj. Sagt på en anden måde, så giver høj DKK-likviditet et "merpickup" ved køb af danske RTL-obligationer fremfor EUR-obligationer, hvis der benyttes korte FX-forwards til at håndtere valutarisikoen eller tilvejebringe funding. Omvendt giver lav likviditet en meromkostning.

Siden februar har 4,5-årige RTL-obligationer været priset relativt konsistent med EUR-covereds, netop når deres spænd til ESTR opgøres ved brug af en kort FX-forward (konkret 3M), se den midterste figur til højre. Det betyder også, at den stigning i pickup'et i 3M FX-forwards, vi har set siden april, har medvirket til de 4,5-årige RTL-obligationers performance mod DESTR i perioden.

Tidligere (før rentestigningerne i forlængelse af udbruddet af Irankrigen i slutningen af februar) var de 4,5-årige RTL-obligationer konsistent priset mod EUR-covereds, når deres spænd til ESTR opgøres ved hjælp af en maturity-matched basisswap. Dermed var deres spænd til DESTR mindre følsomt over for udsving i "merpickup'et" i korte FX-forwards. Denne ændring af prisningsdynamikken kombineret med det aktuelle "merpickup" i korte FX-forwards betyder, at de 4,5-årige RTL-obligationer ser dyre ud mod EUR-covereds, når de sammenlignes pba. en maturity-matched basisswap, jf. nederste figur.

Udsigten til mindre likviditetsrigelighed (se ovenfor) må forventes at blive afspejlet i "merpickup'et" i de korte FX-forwards, og dermed også at kunne presse spændene til DESTR på de længere RTL-obligationer lidt ud. Konkret taler vi nok 2-5 bp på den korte bane. Skal vi tilbage til den "gamle" prisningsdynamik, hvor de prises mod EUR-covereds pba. en maturity-matched basisswap, kræver det også omkring 5 bp spændudvidelse mod DESTR. Vi har allerede en åben anbefaling af 4,5 årige tyske covered bonds vs. RTL (inkl. maturity matched basisswap).

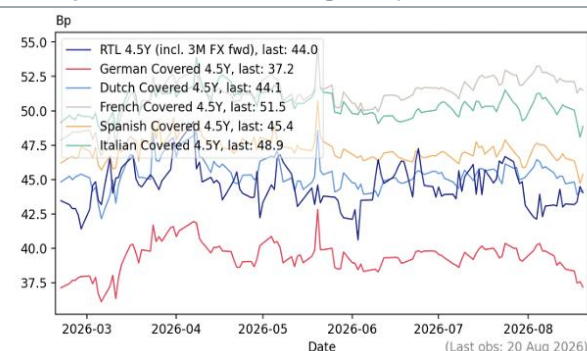
Korrelation mellem nettostilling og 3M FX-forwards



Den mørkeblå kurve angiver forskellen mellem den implicitte renteforskel i 3M EURDKK FX forward og DESTR-ESTR.

Kilde: Danmarks Nationalbank, Bloomberg og Nykredit Markets

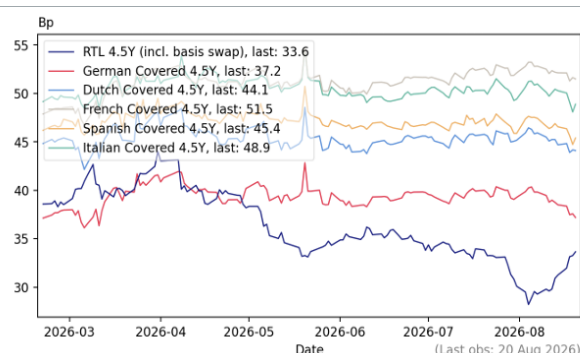
ESTR-spænd: EUR-covereds og RTL (via 3M FX-forward)



Her er spænd til ESTR for RTL opgjort ved brug af 3M FX-forward

Kilde: Bloomberg og Nykredit Markets

ESTR-spænd: EUR-covereds og RTL (via basisswap)



Her er spænd til ESTR for RTL opgjort ved brug af maturity-matched basisswap.

Kilde: Bloomberg og Nykredit Markets

Nettostillingen på lidt længere sigt

Det forventede niveau for nettostillingen ultimo 2026 (godt 320 mia. kr.) svarer næsten præcist til, hvor nettostillingen sluttede 2025. Dvs. med det almindelige sæsonbetingede fald i nettostillingen i første kvartal, kan nettostillingen meget vel falde ned til omkring 250 mia. kr. i starten af første kvartal 2027, og der kan således være udsigt til yderligere likviditetsmodvind til korte og længere RTL-obligationer. Dette bliver vi klogere på, når vi senere på måneden får en opdateret prognose for bl.a. statens nettofinansieringsbehov i 2026 og 2027 fra finansministeriet (og når vi efterfølgende får en månedsfordeling af prognosen for 2027). Vi følger naturligvis op, når vi ved mere!