

DANMARKS NATIONALBANK

12. SEPTEMBER 2018 — NR. 6

Monetære og finansielle tendenser – september 2018

- Den Europæiske Centralbank, ECB, forventer at stoppe for yderligere opkøb af obligationer ved udgangen af året. Opkøbsprogrammet har medvirket til, at udenlandske investorer har købt danske obligationer. De nytilkomne investorer vil dog ikke nødvendigvis sælge igen, blot fordi ECB's opkøb stopper.
- Udlånet fra banker og realkreditinstitutter steg, men i et moderat tempo. Husholdningerne fortsatte med at skifte til lån med lav renterisiko og med afdrag. Dermed bliver deres rådighedsbeløb mindre følsomt over for renteændringer.
- De finansielle forhold er fortsat lempelige og understøtter aktiviteten i den nuværende konjunktursituation. Det er særligt renter, aktie- og boligpriser, der i det nuværende opsving bidrager til BNP-væksten. Samtidig er den økonomiske vækst ikke drevet af voksende låntagning.

INDHOLD

- 2 VIGTIGSTE TENDENSER PÅ DE FINANSIELLE MARKEDER SIDEN MARTS 2018
- 3 VALUTAMARKEDET OG KRONEEFTERSPØRGSEL
- 4 PENGEPOLITIK OG PENGEMARKEDER
- 6 OBLIGATIONS-MARKEDER
- 8 AKTIEMARKEDET
- 9 KREDITUDVIKLINGEN
- 10 HUSHOLDNINGERNES BALANCE OG RENTEFOLSOMHED
- 13 INDLÅN
- 14 FINANSIELLE FORHOLD SAMLET SET

**Længste periode uden
interventioner siden 1982**

Kronen

har været stabil og ligget på den stærke side af centralkursen over for euro

[Læs mere](#)

**Fortsat
lave renter**

Renterne

på statsobligationer faldt, bl.a. i lyset af bekymring over konsekvenser af protektionistisk handelspolitik

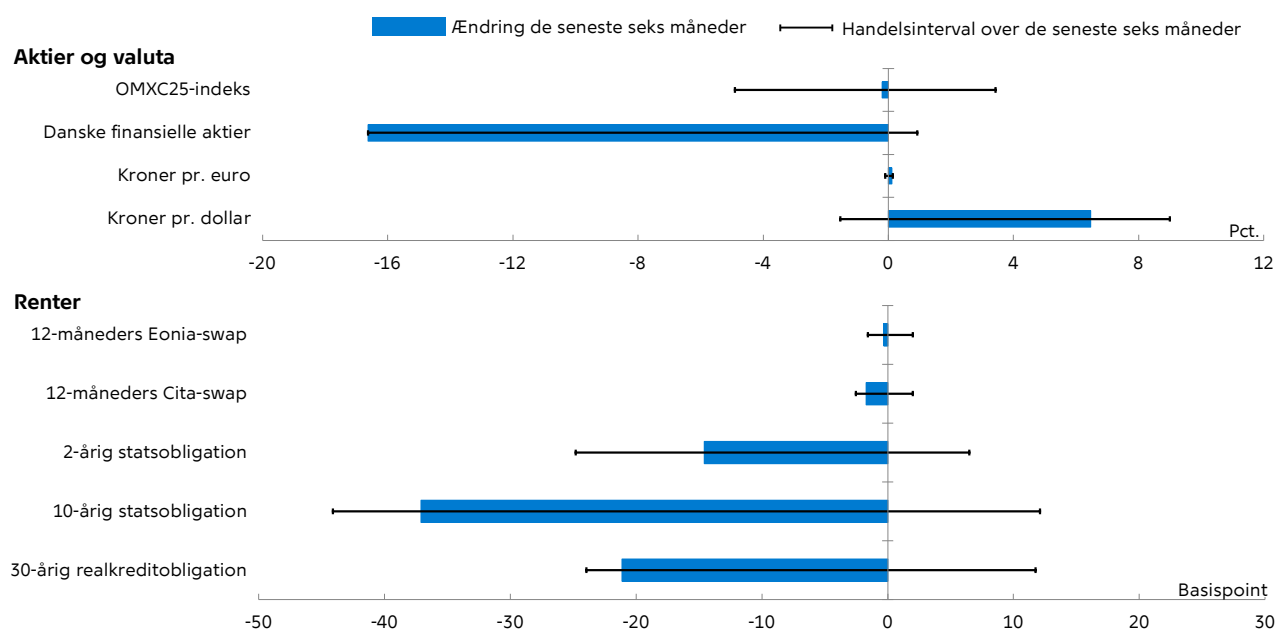
[Læs mere](#)

Vigtigste tendenser på de finansielle markeder siden marts 2018

Danske og tyske statsobligationsrenter faldt over de seneste seks måneder, og aktiemarkedet udviklede sig stort set sidelæns, men med fald for de finansielle aktier. Perioden har været præget af frygt for konsekvenserne af protektionistisk handelspolitik. Den underliggende økonomiske udvikling var dog fortsat robust, og inflationsudsigterne var stabile. Den Europæiske Centralbank, ECB, meddelte, at de

planlægger at fortsætte med normaliseringen af pengepolitikken og stoppe for yderligere obligationsopkøb ved udgangen af året. Efter fire år med opkøb markerer ECB's meddelelse en stor ændring på obligationsmarkederne fra næste år, men annonceringen var forventet. Kronen var stabil over for euroen og svækket over for dollaren.

Overblik Finansielle markeder siden marts 2018



Anm.: Den blå søjle angiver ændringen ved redaktionens afslutning d. 7. september 2018 i forhold til udgangspunktet ved redaktionens afslutning for forrige udgivelse, nemlig 9. marts 2018. Endepunkterne for de sorte linjer angiver henholdsvis den største og mindste ændring over perioden siden 9. marts 2018.

Kilde: Thomson Reuters Datastream.

Valutamarkedet og kroneefterspørgsel

Kronen var stabil, og Nationalbanken har ikke inter文neret i en lang periode

Kronens kurs over for euro var fortsat stabil på den stærke side af centalkursen det seneste halve år, jf. figur 1. Indskudsbevisrenten var -0,65 pct., hvilket den har været siden januar 2016. Forklaringen på den lange periode uden pengepolitiske renteændringer er, ud over at kronen var meget stabil, at ECB primært anvendte andre instrumenter end den korte rente til at ændre på sin pengepolitiske stilling, bl.a. opkøbsprogrammerne. Som konsekvens var det pengepolitiske rentespænd til euroområdet negativt med 0,25 pct. siden marts 2016.

Store valutahandler i forbindelse med virksomheds- overtagelser, bl.a. opkøbet af TDC, foregik uden væsentlig volatilitet i kronkursen og uden behov for interventioner fra Nationalbanken. Private markedsdeltagere var parate til at øge eller reducere deres kroneeksponering ved blot mindre ændringer i kronens kurs over for euroen. Det er et tegn på, at likviditeten i kronemarkedet var god. Til og med august 2018 havde Nationalbanken ikke inter文neret i 17 måneder, hvilket var den længste periode uden interventioner siden indførelsen af fastkurspolitikken i 1982. Valutaresserven udgjorde 468 mia. kr. ved udgangen af august 2018.

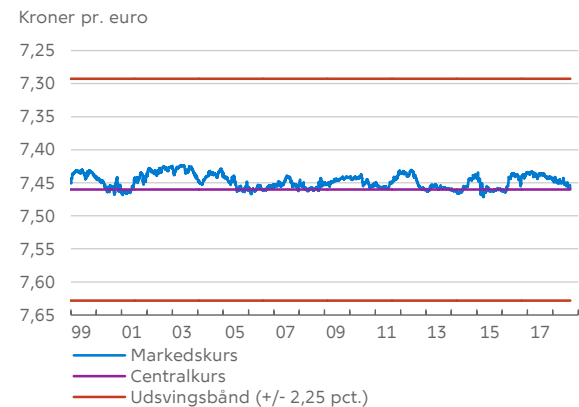
Indlændinge købte kroner

Danmarks overskud på betalingsbalancens løbende poster var i de første syv måneder af 2018 på 58 mia. kr. Overskuddet på betalingsbalancen medførte, at danskerne fik flere fordringer på udlandet, hvilket skabte et placeringsbehov i valuta.¹

I de første syv måneder af 2018 købte indlændinge kroner, især drevet af investeringsforeningerne, som har købt kroner for 37 mia. kr., jf. figur 2. Investeringsforeningerne solgte udenlandske aktiver og øgede samtidig valutaafdækningen på deres beholdning en smule. Begge dele bidrog til deres efterspørgsel efter kroner. Forsikrings- og pensions-selskaberne øgede i lighed med de to foregående år beholdningen af udenlandske aktiver, men afdæk-

Kronen har ligget på den stærke side af centalkursen

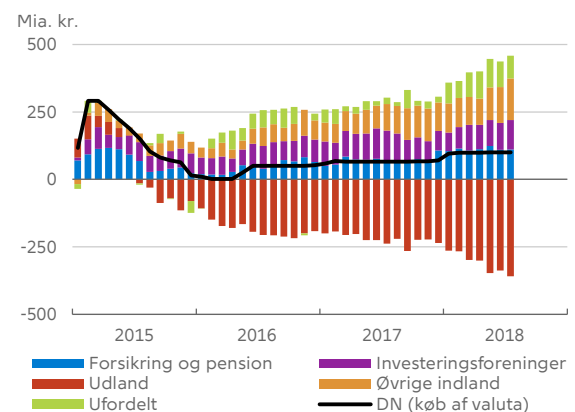
Figur 1



Anm.: Omvendt skala på venstre akse.
 Kilde: Danmarks Nationalbank.

Indlændinge købte kroner

Figur 2



Anm.: Identificeret sektor for nettokroneefterspørgslen. En positiv værdi angiver køb af kroner, på nær for Danmarks Nationalbank (DN), hvor det angiver køb af valuta. Akkumulerede køb siden 2015.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

¹ Jf. Danmarks Nationalbank, Monetære og finansielle tendenser, Danmarks Nationalbank Rapport, nr. 3, marts 2018.

kede valutarisiko i et betydeligt omfang, jf. figur 3. De seneste tre år har indlændinge under ét netto efterspurgt kroner.

Der var for både investeringsforeningerne og forsikrings- og pensionselskaberne en tendens til stigende afdækning af valutaeksponering i euro. Det kan bl.a. skyldes en gradvis svækkelse af kronen over for euroen det seneste år fra et meget stærkt niveau: Investorenes forventede omkostninger ved at afdække euroeksponering er alt andet lige høje, når kronen er stærk, hvis investorerne dermed forventer, at kronen svækkes fremadrettet.

Udlandets salg af kroner modsvare indlændinges køb

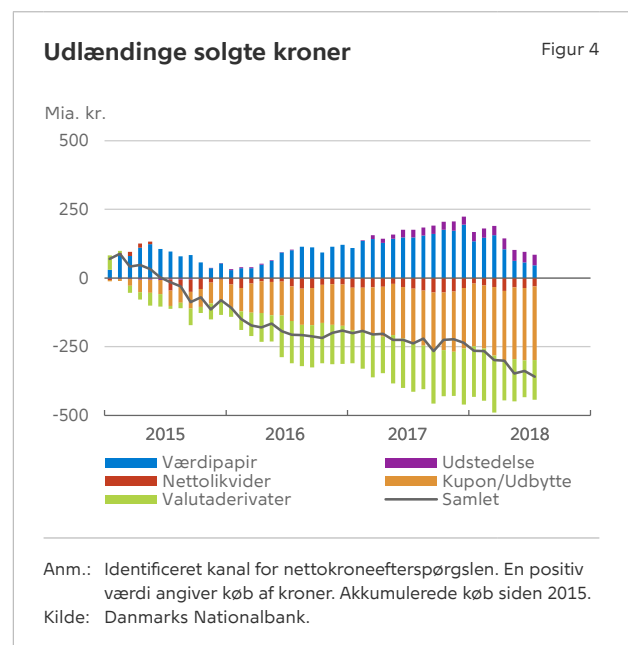
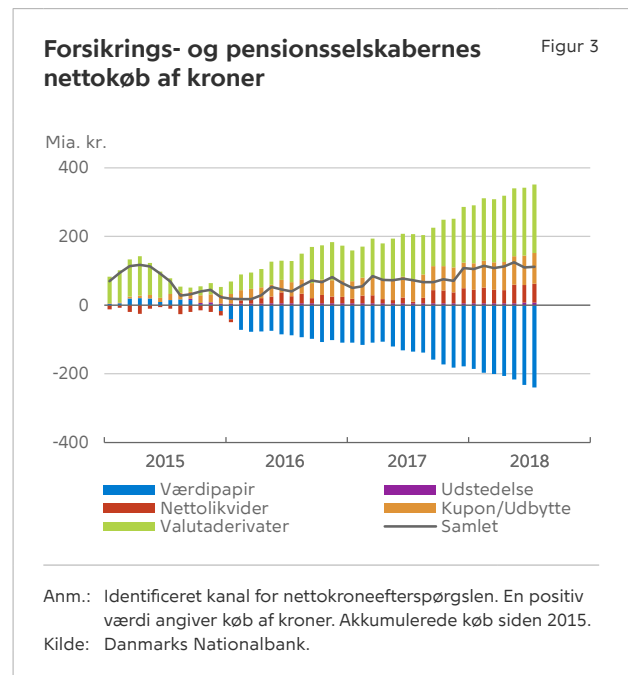
I første halvår 2018 solgte udlandet kroner for 123 mia. kr., jf. figur 4. Det skyldtes først og fremmest, at udlandet solgte værdipapirer – både aktier og obligationer – i kroner for i alt 149 mia. kr. Derudover var der rente- og udbyttebetalinger i kroner til udlandet på 47 mia. kr. Udbyttebetalinger udgjorde hovedparten med 36 mia. kr. og er omtrent fordoblet over de seneste fem år, i takt med at virksomhedernes overskud er steget, jf. afsnittet om aktiemarkedet senere. Rentebetalinger til udlandet var på 10 mia. kr. Det er lavere end tidligere på grund af det lave renteniveau på danske obligationer.

Efter presset på kronen i begyndelsen af 2015 har udlandet solgt kroner for 447 mia. kr. Det modsvare indlændinges køb af kroner, herunder Nationalbankens nedbringelse af valutareserven.

Pengepolitik og pengemarkeder

Pengepolitisk normalisering i euroområdet fortsatte

ECB's Styrelsesråd meddelte i juni 2018, at de forventer at trappe ned for yderligere opkøb af obligationer fra oktober 2018 og stoppe ved udgangen af året, hvis nye data bekræfter deres forventninger til den økonomiske udvikling. ECB vil fortsat reinvestere forfaldne obligationer. Opkøbsprogrammerne har bidraget til at nedbringe de lange obligationsrenter og fastholde dem på lave niveauer og har dermed været et centralt element i ECB's pengepolitik de seneste år. Styrelsesrådet forstærkede i samme omgang deres "forward guidance" vedrørende de pengepolitiske renter: De forventer, at ECB's penge-



politiske renter forbliver på de nuværende niveauer til i hvert fald efter sommeren 2019. I den forbindelse rykkede markedsdeltagerne deres forventninger til, hvornår ECB hæver renten, længere ud i fremtiden, jf. figur 5.

Spændet mellem pengemarkedsrenterne i Danmark og euroområdet har det sidste halve år ligget stabilt omkring -0,15 procentpoint, jf. figur 6. Forwardrenterne indikerer, at spændet kan forblive negativt de næste par år.

Lav omsætning på pengemarkederne

Omsætningen i det usikrede dag til dag-marked i kroner faldt igennem foråret og sommeren 2018. T/N-satserne var derfor i vid udstrækning igen afhængige af kvoterede satser i stedet for at være baseret på faktiske handler. Også på internationalt plan har omsætningen været faldende i de fleste pengemarkeder de senere år. Nogle pengemarkedsrenter anvendes som referencerenter i finansielle kontrakter. Bl.a. derfor er der udviklet nye referencerenter i flere valutaer, jf. boks 1. Det er vigtigt, at der kommer en afklaring om fremtiden for de danske referencerenter.

Reform af pengemarkedsrenter

Boks 1

Den 1. januar 2018 trådte benchmarkforordningen¹ i kraft med fælleseuropæiske krav til prisstillere, brugere og administratorer af referencerenter, såkaldte benchmarks. Forordningen indeholder en overgangsperiode indtil slutningen af 2019, hvorefter mange af de hidtil anvendte referencerenter ikke fortsætter.

De to vigtigste referencerenter i euro er den kvoterede referencerente for usikrede lån mellem bankerne, Euribor, og den transaktionsbaserede referencerente for usikrede dag til dag-lån mellem bankerne, Eonia. Det europæiske pengemarkedsinstitut, EMMI, som administrerer de to referencerenter, har valgt at reformere Euribor, hvorimod Eonia udgår som referencerente i nye finansielle kontrakter efter udgangen af overgangsperioden.

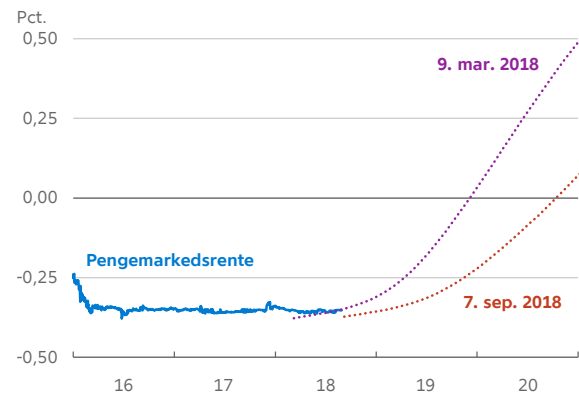
Eonia er central for ECB, da den – for nuværende – er den bedste indikator for transmissionen af ECB's renter til korte markedsbaserede renter. I euroområdet har ECB i juni 2018 derfor annonceret, at de vil begynde at publicere Euro Short-Term Rate, Ester, fra oktober 2019. Ester er en kort, usikret rente, der beregnes på baggrund af en større omsætning end Eonia og derfor er mere repræsentativ for markedsomsætningen. En arbejdsgruppe skal i efteråret 2018 beslutte, om Ester eller en af de to andre kandidater, som er baseret på repotransaktioner, skal erstatte Eonia. Ester var favorit blandt markedsdeltagere ifølge ECB's offentlige høring.

I USA har der også været arbejdet på at udforme nye, mere retvisende referencerenter. I april 2018 introducerede Federal Reserve bl.a. Secured Overnight Financing Rate, SOFR, som skal afløse Effective Federal Funds Rate. Flere andre lande har ligeledes udviklet nye referencerenter. Cibor og Cita er de primære danske referencerenter.

¹ Se mere på Finanstilsynets hjemmeside ([link](#)).

Udskudte forventninger til stigende renter i euroområdet

Figur 5



Anm.: 3-måneders Eonia-swaprente. De punkterede kurver angiver 3-måneders forwardrenter på de angivne datoer.
 Kilde: RIO Scanrate.

Stabil udvikling på pengemarkederne

Figur 6



Anm.: Spænd mellem 3-måneders Eonia- og Cita-swaps. Det pengepolitiske spænd er spændet mellem renten på ECB's indskudsfacilitet og Nationalbankens indskudsbeviser.
 Kilde: RIO Scanrate og Thomson Reuters Datastream.

Obligationsmarkeder

Lange renter i euroområdet faldt

Tyske statsobligationsrenter er faldet siden foråret 2018. Renterne faldt bl.a. i forbindelse med udsigten til eskalerende protektionistisk handelspolitik. Desuden opstod der i Italien fornyet politisk usikkerhed i forbindelse med dannelsen af en ny regering i maj 2018, og det medførte efterspørgsel efter sikre aktiver og et fald i bl.a. tyske statsobligationsrenter. Italienske statsobligationsrenter steg dog i den forbindelse med over 100 basispoint i det 10-årige segment og endnu kraftigere for kortere obligationer.

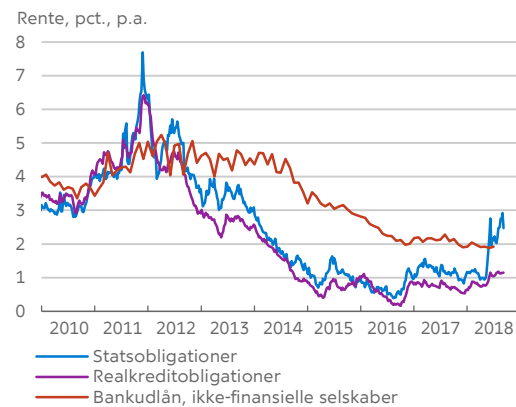
I modsætning til i tidligere perioder med uro og udvidelse af statsrentespænd var der begrænset afsmittning til renter på obligationer udstedt af private italienske virksomheder samt på obligationer udstedt af italienske banker og deres udlånsrenter, jf. figur 7. ECB's pengepolitik har siden statsgældskrisen været målrettet mod at sikre transmissionen af de pengepolitiske renter uden om de nationale statsobligationsmarkeder bl.a. ved at opkøbe obligationer udstedt af banker og virksomheder (ABSPP-, CBPP3- og CSPP-programmerne) og ved at tilbyde bankerne udlån med lang løbetid (LTRO'erne).² Ligeledes var der begrænset afsmittning til øvrige sydeuropæiske landes statsobligationsrenter i forhold til under statsgældskrisen.

Normaliseringen af pengepolitikken er nået længere i USA

Federal Reserve har sat deres pengepolitiske rentesatser op i alt syv gange siden 2015. De fortsatte derudover med at nedbringe balancen i et forsigtigt tempo. Spændene mellem renterne i USA og euroområdet steg for både korte og lange statsobligationer, jf. figur 8. Spændene nåede de højeste niveauer siden indførelsen af euroen. USA er længere fremme i den konjunkturelle cyklus, jf. Udsigter for dansk økonomi, september 2018.³ Det kan bidrage til at forklare særligt rentespændet for korte obligationer.

Begrænsede afsmittende effekter af italiensk politisk uro til andre italienske renter

Figur 7

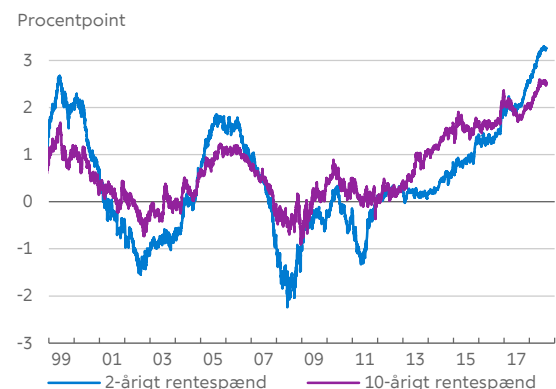


Anm.: Obligationsrenterne er baseret på IBOXX-obligationsindeks med sammenlignelige løbetider. Realkreditobligationer er særligt dækkede obligationer udstedt af italienske banker. Serien for bankudlån dækker over italienske bankers detailrenter.

Kilde: ECB og Thomson Reuters.

Største renteforskel mellem USA og euroområdet siden 1999

Figur 8



Anm.: Spænd mellem benchmarkobligationer. Euroområdet er repræsenteret ved renter på tyske statsobligationer.

Kilde: Thomson Reuters og egne beregninger.

² De såkaldte "credit easing"-politikker. Jf. Den Europæiske Centralbank, The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures, *ECB Economic Bulletin*, nr. 7, november 2015.

³ Danmarks Nationalbank, Højkonjunktur uden tegn på ubalance, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 15, september 2018.

Rebalancering af investorerers porteføljer som følge af ECB's opkøbsprogrammer

Boks 2

ECB's opkøbsprogram lakker mod enden, og det kan få konsekvenser også uden for euroområdet

Siden begyndelsen af 2015 er inflationen og inflationsforventningerne i euroområdet steget. ECB har bl.a. på den baggrund meldt ud, at de forventer at stoppe for yderligere obligationsopkøb ved udgangen af året. Opkøbsprogrammerne, APP, har bl.a. virket gennem rebalancering af investorerers porteføljer. Derfor vil et ophør også påvirke finansielle markeder uden for euroområdet, heriblandt Danmark.

Særligt udenlandske investorer nedbragte deres beholdning af gæld i euroområdet

Før starten af APP (ultimo 2014) ejede investorer uden for euroområdet 32 pct. af udestående statsobligationer i euroområdet, svarende til ca. 2.400 mia. euro, jf. figur A. Men udlandet reducerede siden hen deres beholdning kraftigt med ca. 600 mia. euro, i takt med at Eurosystemet opkøbte obligationer i markedet. ECB har vurderet, at 45 pct. af opkøbene har været med udlandet som sælgere.¹

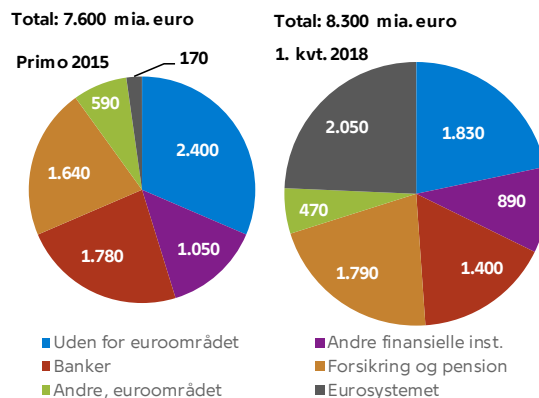
Samtidig har udenlandske investorer opkøbt danske langfristede gældsinstrumenter

Siden begyndelsen af 2015 opkøbte investorer uden for euroområdet netto danske obligationer for ca. 20 mia. dollar. Bl.a. øgede amerikanske og japanske investorer deres beholdninger. Euroområdets banker og kapitalforvaltere solgte også euroobligationer. Der er tegn på, at kapitalforvalterne købte betydelige mængder af danske realkreditobligationer. Rebalanceringen af udenlandske investorerers porteføljer ser dermed ud til at have betydet en højere efterspørgsel efter danske obligationer, jf. figur B. Særligt nye udstedelser af fastforrentede, konverterbare obligationer har tiltrukket udenlandske investorer. Euroområdets beholdning af danske statsobligationer er meget lavere end for realkreditobligationer og omtrent uændret over perioden.

Afvikling af opkøbsprogrammet: Porteføljebevægelserne kan være asymmetriske

Porteføljestrømmene kan vende, når ECB's opkøbsprogram ophører, og i særdeleshed hvis ECB stopper med at geninvestere forfaldne obligationer. Om afviklingen betyder, at udenlandske investorer også reducerer deres beholdning af danske obligationer, afhænger af, om de underliggende strukturer på de finansielle markeder har ændret sig som følge af opkøbsprogrammerne. Eksempelvis kan det tænkes, at udenlandske institutionelle investorer har investeret i viden og systemer til at investere i nye segmenter såsom dansk realkredit, og at mandaterne fra deres ejere efterfølgende inkluderer muligheden for at investere i nye aktiver. Hvis en kapitalforvalter har fået et nyt mandat til at investere i danske realkreditobligationer, kan det betyde, at ikke alle af de nyttilkomne investorer nødvendigvis igen vil sælge ud af danske obligationer i forbindelse med en normalisering af ECB's pengepolitik.

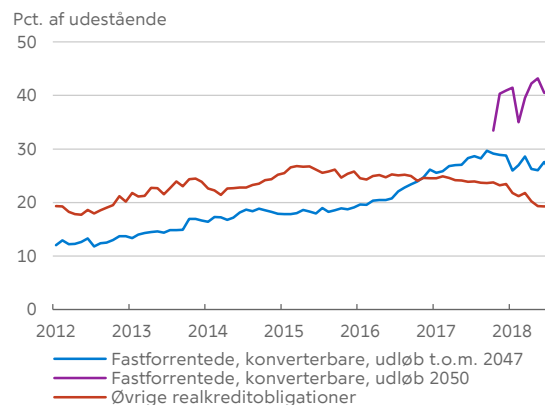
Ejerfordelinger for statsobligationer i euroområdet



Anm.: Estimeret ejerfordeling for lange gældsinstrumenter udstedt af den offentlige sektor. Opgjort i markedsværdi. Totalt udestående er estimeret fra ECB's securities statistics. "Udland" er beholdninger uden for euroområdet og er estimeret fra ECB's sectoral accounts. Beholdninger fra sektorer i euroområdet er fra ECB's securities holdings statistics. Eurosystemets beholdninger inkluderer kun SMP- og PSPP-programmerne. Summen af de identificerede sektors beholdninger stemmer ikke helt overens med det totale udestående.

Kilde: ECB og egne beregninger.

Udlandets ejerandel af lange, fastforrentede realkreditobligationer er vokset



Anm.: Konverterbare obligationer med udløb i 2050 vises først, når samlet udestående overstiger 20 mia. kr.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

¹ Se Den Europæiske Centralbank, boks: Which sectors sold the government securities purchased by the Eurosystem?, *ECB Economic Bulletin*, nr. 4, juni 2017.

Men overordnet set er udsigterne for vækst og inflation i USA og euroområdet konvergeret de seneste år, og forskellene er mindre end i tidligere perioder med store rentespænd.

De danske obligationsmarkeder var rolige

Spændet mellem renterne på danske og tyske 10-årige statsobligationer har været stabilt i 2018 på grund af et parallelt rentefald. Når der korrigeres for løbetidsforskelle mellem obligationer, var rentespændet omkring 5 basispoint. Danske realkreditrenter faldt i tråd med statsobligationsrenterne, jf. figur 9. Rentespændet mellem 30-årige konverterbare obligationer og statsobligationer blev dog udvidet lidt. Udenlandske investorer opkøbte fortsat obligationer i det konverterbare segment og ejede ved udgangen af juli 2018 29 pct. af det samlede udestående, jf. boks 2.

Aktiemarkedet

Risikopræmien ved at investere i aktier er fortsat høj

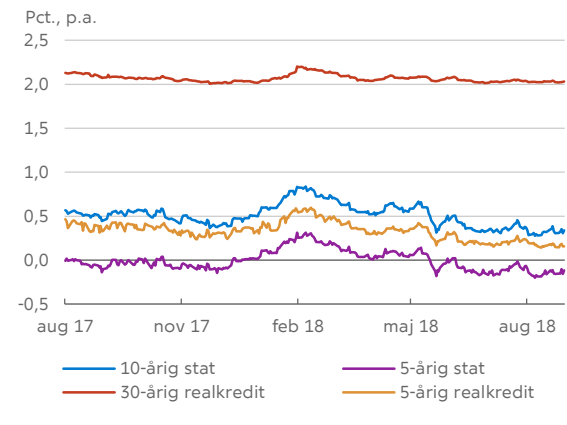
Afkastet på danske aktier de seneste seks måneder var stort set nul, jf. figur 10. De danske finansielle aktier faldt dog 17 pct. siden marts 2018, imens de øvrige aktier er steget. Uroen om verdenshandlen medførte volatilitet, og at handelsfølsomme aktier faldt.

Kursudviklingen på aktiemarkedene efter afslutningen på den finansielle krise har været ekstraordinært gunstig. Fx har det samlede afkast på større danske aktier (OMXC20) været 17 pct. pr. år siden 2012. Til sammenligning var det 16 pct. for amerikanske aktier (S&P 500) og 11 pct. for europæiske (Euro Stoxx).

Stigninger i aktiekurser kan skyldes vækst i virksomhedernes forventede fremtidige indtjening, eller at investorer er villige til at betale mere for en given indtjening. Sidstnævnte vil give sig udslag i, at risikopræmien ved at investere i aktier falder.⁴

Renterne på danske obligationer er faldet

Figur 9

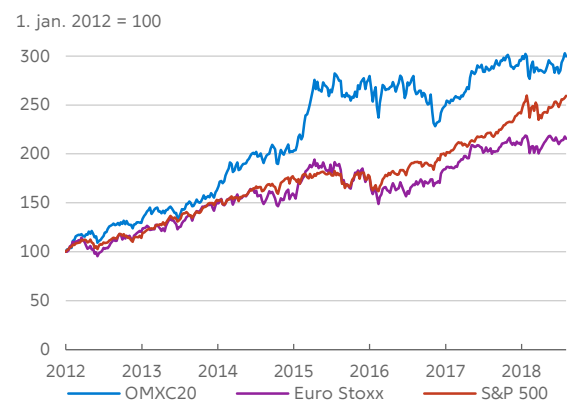


Anm.: Effektive renter. Statsobligationsrenter er renterne på de danske statsobligationer med udløb i 2023 og 2027. 5-årig realkredit er 1 pct. Realkredit Danmark med udløb 1. apr. 2023. 30-årig realkredit er Nykredit 2 pct. med afdrag med udløb 1. okt. 2050.

Kilde: Thomson Reuters.

Aktieafkastet har været tæt på nul det seneste halvår

Figur 10



Anm.: Totalafkast, dvs. inkl. udbetalte dividender.

Kilde: Thomson Reuters og egne beregninger.

⁴ Risikopræmien angiver det ekstra afkast over en 10-årig statsobligation, som aktier forventes at give på langt sigt givet forventninger til fremtidig indtægt. Aktierisikopræmien vil konstruktivt falde, når aktiepriserne stiger, hvis intet andet ændres.

Estimer af risikopræmien fra en standardmodel for diskontering af dividender⁵ er stort set uændrede over de seneste seks år, jf. figur 11. De uændrede estimer afspejler, at stigende indtjening og dividende kan forklare hovedparten af det høje afkast de seneste år. Stigende indtjening har været med til at understøtte dividendebetalingerne, der er steget med omkring 175 pct. siden 2012. Selv om danske aktier er steget mere end europæiske, har risikopræmierne udviklet sig nogenlunde ens. Det skyldes, at danske virksomheders indtjening steg mere end for euroområdet og USA.

Kreditudviklingen

Den økonomiske vækst er ikke på nuværende tidspunkt drevet af voksende låntagning

Udlånet fra banker og realkreditinstitutter steg fortsat, jf. figur 12. År til år-væksten var 2,3 pct. i juli 2018, hvilket var en svag stigning i væksten i forhold til i foråret 2018. Væksten i udlånet har samlet set været lavere end væksten i BNP siden 2009. Den langsomme gældsopbygning bidrager til at gøre opsvinget mere balanceret og holdbart. Udlånsvæksten sker fortsat primært gennem realkreditinstitutterne, som overtager markedsandele fra bankerne.⁶

Den lavere kreditvækst i det nuværende opsving sammenlignet med tidligere skal ses i lyset af et højt udgangspunkt for gælden ved begyndelsen af det økonomiske opsving.⁷ Det høje gældsniveau kan have bidraget til høje opsparingsoverskud for virksomheder og husholdninger og dermed lave-

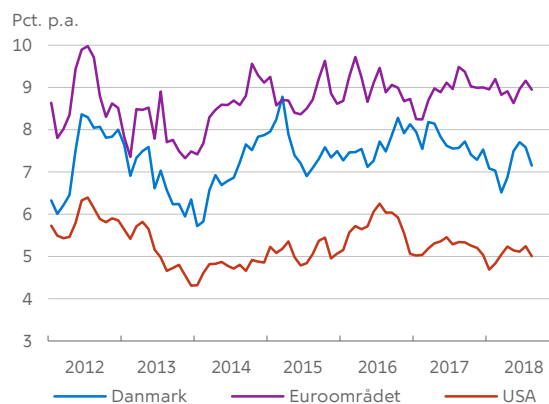
5 Se Den Europæiske Centralbank, Measuring and interpreting the cost of equity in the euro area, *ECB Economic Bulletin*, nr. 4, juni, 2018.

6 Brug af fællesfunding, dvs. at realkreditobligationer bruges til at finansiere bankudlån (fx prioritetslån), er dog statistisk set med til at øge realkreditudlånet på bekostning af udlån fra de store banker. Derudover har de mellemstore banker vundet markedsandele det seneste år og øget udlånet med knap 5 pct., dvs. lidt hurtigere end udviklingen i BNP. De mellemstore bankers udlån udgør dog kun knap 8 pct. af BNP.

7 Udgangspunktet for udlån i forhold til BNP er steget monotont over de seneste fem opsving (henholdsvis 92, 94, 118, 133 og 175 pct.). Det højere gældsniveau i begyndelsen af opsvinget skal ses i lyset af et lavere renteniveau og husholdningernes stigende bruttobalancer, herunder udbygningen af arbejdsmarkedspensionssystemet. Disse drivkræfter understøtter alt andet lige højere gælds niveauer.

Aktierisikopræmierne er fortsat høje

Figur 11

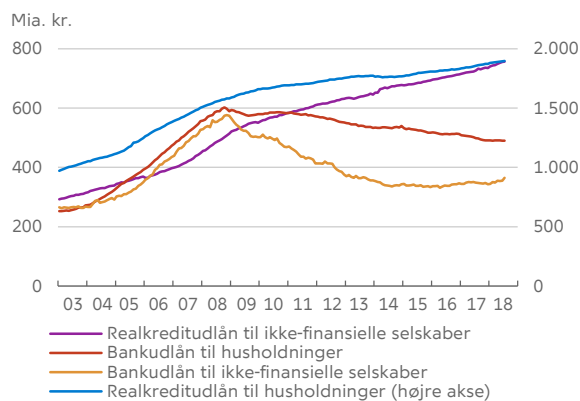


Anm.: Baseret på OMXC20, Euro Stoxx og S&P 500. Implicit fremtidigt afkast er udledt via en approksimation til en "three stage dividend discount model", se Fuller, Russell J. og Chi-Cheng Hsia, A simplified common stock valuation model, *Financial Analysts Journal*, vol. 40(5), 1984. Som forventninger til indtjeningsvækst anvendes indsamlede konsensusforventninger fra aktieanalytikere samt en langsigtet vækst, der er lig med den realiserede gennemsnitlige reale BNP-vækst de sidste 20 år plus 2 procentpoint.

Kilde: Thomson Reuters og egne beregninger.

Tendenserne i udlån fra banker og realkreditinstitutter fortsætter

Figur 12



Anm.: Sæsonkorrigerede udlån i alle valutaer til husholdninger og ikke-finansielle selskaber, som er hjemmehørende i Danmark.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

re lånebehov i sammenligning med andre opsving siden 1970'erne, jf. figur 13.

Det er normalt, at kreditvæksten først tager til et stykke inde i et opsving, da husholdninger og virksomheder ofte benytter intern finansiering i opsvingets begyndelse.⁸ Erfaringer fra de tidligere opsving i 1980'erne og 1990'erne viser, at kreditvæksten dog kan komme hurtigt og kraftigt. I så fald kan det bidrage til et øget forbrugs- og investeringsomfang og i værste fald gøre opsvinget mindre robust.

Der er tegn på, at virksomhederne gradvist har ændret deres finansieringsstruktur og i stigende omfang finansierer sig uden om banker og realkreditinstitutter gennem fx holdingselskaber, jf. boks 3. Dermed undervurderes den faktiske kreditgivning til virksomhederne, når der kun ses på kredit fra banksektoren. Men selv når kreditformidlingen fra ikke-banker tages i betragtning, har kreditvæksten været lav i de seneste år.

Højere udlånsniveau, men lavere vækst sammenlignet med nordeuropæiske lande

Kreditvæksten i euroområdet som helhed var på niveau med Danmark de seneste tre år, men meget forskelligartet på tværs af lande. Væksten i udlånet var højere i de fleste nordeuropæiske eurolande og Sverige end i Danmark. Derimod var udlånsvæksten negativ i lande, som var hårdere ramt af den finansielle krise i 2007-08 og siden hen statsgældskrisen. Niveaue for udlånet til den private, ikke-finansielle sektor i Danmark er fortsat over niveauet i andre EU-lande, jf. figur 14.

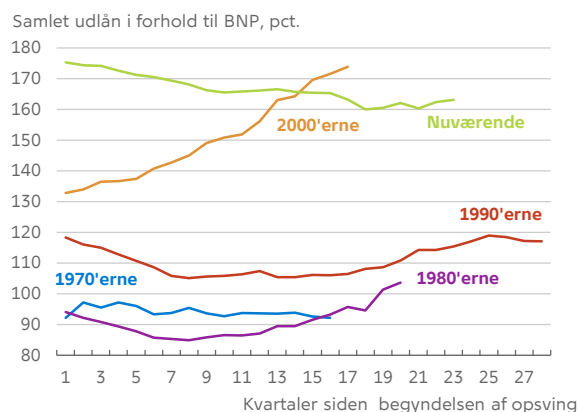
Husholdningernes balance og rentefølsomhed

Husholdningerne har skiftet til lån med lav renterisiko og med afdrag

I oktober 2018 er det 10 år siden, at renterne begyndte et langt fald frem til 2015, hvorefter de har været relativt stabile på historisk lave niveauer.

Udgangspunktet for det økonomiske opsving var et højt udlån i forhold til BNP

Figur 13

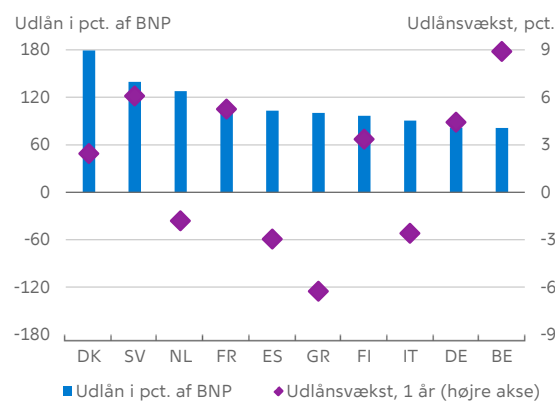


Anm.: X-aksen viser antallet af kvartaler siden opsvingets begyndelse. Samlede udlån dækker over udlån fra banker og realkreditinstitutter til husholdninger og ikke-finansielle selskaber hjemmehørende i Danmark. Udlånet fra banker inkluderer udlån fra udenlandske enheder. Realkreditudlånet er inklusive ikke-obligationsrelaterede udlån. 1970'erne angiver perioden 2. kv. 1976 til 1. kv. 1980, 1980'erne angiver perioden 2. kv. 1981 til 1. kv. 1986, 1990'erne angiver perioden 2. kv. 1993 til 1. kv. 2000, 2000'erne angiver perioden 4. kv. 2003 til 4. kv. 2007, og nuværende angiver perioden 4. kv. 2012 til 2. kv. 2018.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

Kreditvæksten i Danmark som gennemsnittet i euroområdet

Figur 14



Anm.: Udlån ved udgangen af juni 2018 opgjort i euro på nær for Sverige. BNP for 2017 er anvendt. Udlån fra den indenlandske MFI-sektor til alle sektorer bortset fra MFI-sektoren og den offentlige sektor.

Kilde: ECB, Sveriges Riksbank, Thomson Reuters og egne beregninger.

⁸ Se Lars Risbjerg og Christina Pedersen, Danske virksomheders finansiering i et makroøkonomisk perspektiv, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 62, juli 2009.

Erhvervsvirksomhederne finansierer sig oftere uden om gængse kreditinstitutter

Boks 3

En ændret finansieringsstruktur hos erhvervsvirksomhederne har medvirket til den svage udlånsvækst fra banker og realkreditinstitutter, MFI'er. Der er indikationer på, at virksomhederne i stigende grad finansierer sig uden om MFI'erne. Det berettiger en større opmærksomhed på disse finansieringskilder for at opnå et retvisende billede af kreditvæksten.

Erhvervsvirksomhedernes samlede gæld er steget og MFI-udlånet stagneret siden 2010. Samlet set steg virksomhedernes nominelle gæld med 1 pct. p.a. fra 2010 til 2015. Samtidig faldt deres lån fra MFI'erne en anelse. Siden er lånene fra MFI'erne steget svagt, mens den samlede gæld er faldet svagt og havde en markedsværdi på ca. 2.500 mia. kroner i 1. kvartal 2018.

Udlån fra indenlandske MFI'er udgjorde 45 pct. af erhvervsvirksomhedernes gæld i 1. kvartal 2018 mod 53 pct. i 2010,

jf. figur A. En tilsvarende reduktion i andelen af MFI-udlån ses også i euroområdet, jf. ECB.¹ Erhvervsvirksomhedernes resterende gældsoptagelse i 1. kvartal 2018 var finansieret af andre indlændinge, herunder andre erhvervsvirksomheder og andre finansielle selskaber, samt af udlandet.

Kredit formidles i stedet mellem virksomheder og af andre finansielle selskaber

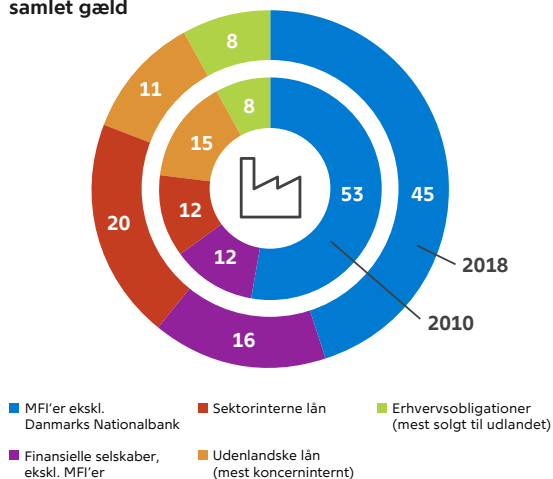
Stigningen i den samlede gæld fra 2010-15 kan særligt tilskrives en kraftig stigning i sektorinterne lån (lån mellem erhvervsvirksomheder). Kredit fra andre finansielle selskaber end MFI'er er også steget i perioden. Det dækker over relativt store stigninger i kredit fra holdingselskaber i de seneste år, mens kredit fra andre finansielle formidlere mv. (fx investerings-, venture- og leasingselskaber) og forsikrings- og pensionselskaber er omtrent uændret, jf. figur B.

Fortsættes

Erhvervsvirksomheder gældsfinansierer sig gennem flere kilder

A

Procent af samlet gæld

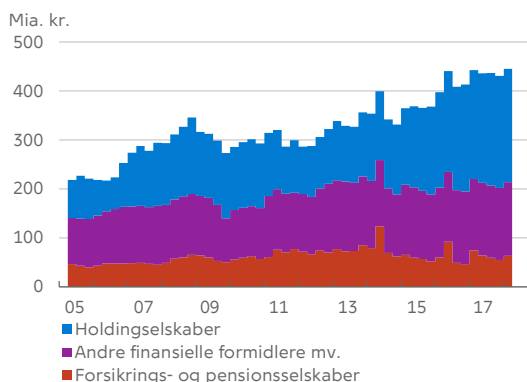


Anm.: Data er for ultimo 1. kvartal 2010 og 1. kvartal 2018 og er opgjort til markedsværdi. Lån udgøres af finansielle konti-lån samt andre forfaldne ikke-betalte mellemværender. Indenlandske finansielle selskaber, ekskl. MFI'er, omfatter holdingselskaber, andre finansielle formidlere mv. samt forsikrings- og pensionselskaber. Sektorinterne lån er lån mellem erhvervsvirksomheder. Der ses bort fra de relativt små lån fra andre aktører, såsom offentlig forvaltning og service, husholdninger samt nonprofitvirksomheder rettet mod husholdninger.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Højere gældsfinansiering via andre finansielle selskaber end MFI'er, særligt holdingselskaber

B



Anm.: Indeholder lån samt andre forfaldne ikke-betalte mellemværender, jf. anmærkning til figur A. Ændringerne i beholdningerne afspejler nettotransaktionerne, idet der korrigeres for omvurderinger/kursreguleringer samt andre mængdemæssige ændringer.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

1. Den Europæiske Centralbank, *Årsberetning 2017*, boks 4, 2018.

Erhvervsvirksomhederne finansierer sig oftere uden om gængse kreditinstitutter

Boks 3

fortsat

MFI'erne formidler dog også kredit indirekte. Ca. 40 pct. (64 mia. kr.) af udlånene fra finansielle formidlere mv. er finansiel leasing. Størstedelen af de finansielle leasingvirksomheder er koncernforbundne med MFI'er, og der er således primært tale om gennemstrømsfinansiering fra MFI'erne til erhvervsvirksomheder.

Nationalbankens statistik, Finansielle konti, indikerer en vigtigere rolle for koncernintern gæld. En større del af lånene fra udlandet er udtryk for koncerninterne mellemværender, og omfanget af lån via indenlandske koncernrelaterede holdingselskaber er steget, jf. figur B. En del af lånene mellem erhvervsvirksomheder er også koncerninterne, om end det

præcise omfang ikke kendes. Koncerninterne lån er i højere grad udtryk for likviditetsstyring end egentlig finansiering.

Usikkerhed i den statistiske opgørelse

Fordelingen af erhvervsvirksomhedernes passiver, herunder omfanget af sektorinterne lån, er behæftet med en vis usikkerhed. Fordelingen opgøres ved at sammenholde regnskabsoplysninger om erhvervsvirksomhedernes gæld med oplysninger om omfanget af udlån fra MFI'er og udlandet. Stigningen i de sektorinterne lån kan således have flere årsager, fx nye organiseringsformer. Dog afspejler de markante stigninger i den del af virksomhedernes låntagning, som ikke kan henføres til MFI'er, formentlig en ændret finansieringsstruktur.

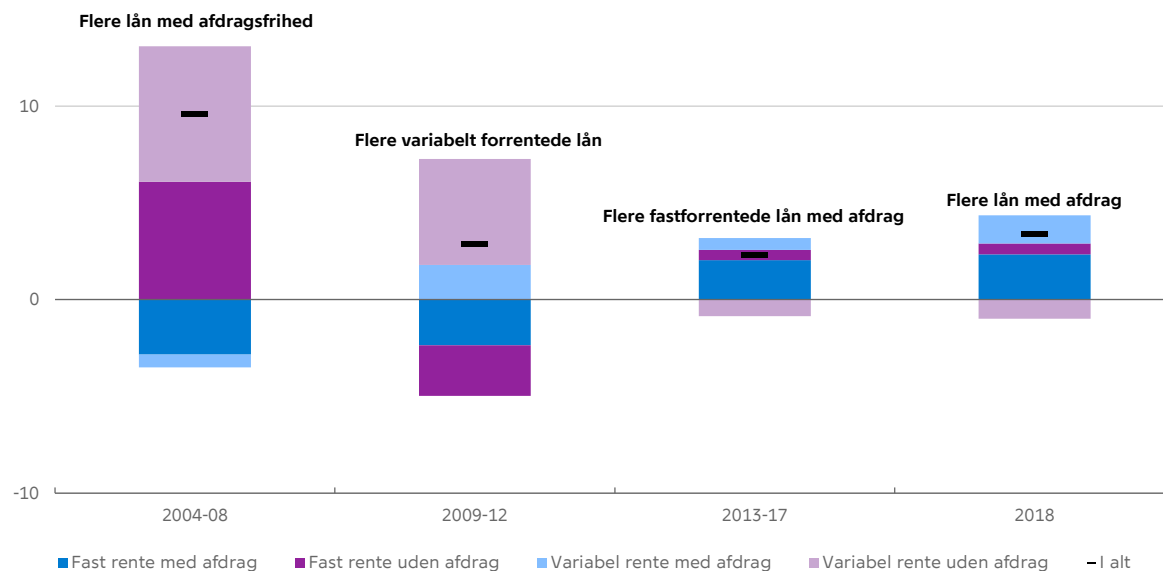
Mange husholdninger har benyttet rentefaldet til at skifte til lån med lavere renterisiko. Derudover har ændringer i prisstrukturen for realkreditinstitutternes bidragsatser tilskyndet til skiftet mod lån med lavere renterisiko og lån med afdrag.

Væksten i husholdningernes realkreditlån i 2018 var i lighed med de foregående fem år særligt i fastforrentede lån med afdrag, jf. figur 15.⁹ Andelen af variabelt forrentede lån med fem års rentebinding med afdrag steg også, mens færre havde rentetilpas-

Væksten i realkreditudlån til husholdninger var i lån med afdrag, primært med fast rente

Figur 15

Gennemsnitlige årlige vækstbidrag, procentpoint, p.a.



Anm.: Bidrag til væksten i realkreditlån til ejerboliger og fritidshuse. Delperioder er defineret på baggrund af mønstre i låntyper. 2018 til og med juli.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

9 Fastforrentede lån udgjorde i de første syv måneder af 2018 størstedelen af de nye lån og udgjorde i juli 2018 42 pct. af alle udestående realkreditlån.

ningslån med kortere rentebinding. Før finanskrisen var væksten i realkreditudlånet omvendt særligt drevet af variabelt forrentede lån uden afdrag efter indførelsen af afdragsfrie lån i 2003, dvs. lån med højere renterisiko og lavere betalinger.

Justeringen af god skik-reglerne med effekt fra 1. januar 2018 lagde restriktioner på valg af låntype for boligkøbere, der har stor gæld i forhold til indkomsten og ejendommens værdi. Reglerne kan bidrage til, at højt belånte husholdninger optager lån med afdrag og længere rentebinding. Nationalbankens udlånsundersøgelse viser en effekt på realkreditinstitutternes kreditpolitik, idet institutterne rapporterede om den største stramning over for husholdninger, siden undersøgelsen startede for 10 år siden.

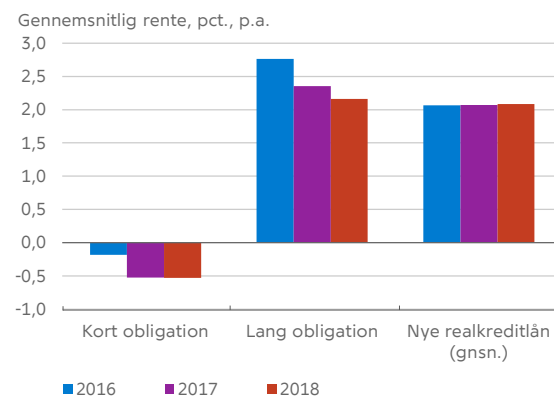
Rentefaldet de seneste år på både korte og lange realkreditobligationer betød, at husholdningernes rentebetalinger for et givent lån faldt, og deres forbrugsmuligheder derfor – alt andet lige – blev forøget. Men skiftet til lån med lavere renterisiko, hvor renten til gengæld var højere, betød, at den gennemsnitlige rente på husholdningernes nye realkreditlån ikke faldt i tråd med obligationsrenterne de seneste to år, jf. figur 16. De fleste danske husholdningers rentefølsomhed er bl.a. på den baggrund begrænset, og de makroøkonomiske konsekvenser af en rentestigning er derfor moderate, jf. boks 4.

Indlån

Husholdningernes indlån i banker steg

Husholdningernes indlån steg fortsat og udgjorde knap 880 mia. kr. svarende til 45 pct. af BNP. Stigningen skal ses i lyset af, at den danske økonomi er vokset, og at forskellen mellem renten på en obligation og et bankindskud er indsnævret og i nogle tilfælde negativ. Der er dermed kun et lille rentetab,

Renter på gennemsnitligt realkreditlån var uændret de seneste to år Figur 16



Anm.: Data dækker over henholdsvis korte og lange effektive obligationsrenter samt den gennemsnitlige effektive rente på nye realkreditlån til lønmodtagere, pensionister mv. Der anvendes et gennemsnit for første halvår for hvert af årene. Den gennemsnitlige rente på nye lån indeholder bidragsbetalinger.

Kilde: Finans Danmark og Danmarks Nationalbank.

hvis overhovedet noget, ved at have penge i banken til lav eller ingen forrentning i stedet for at eje en obligation, jf. Hensch og Pedersen (2018).¹⁰ Den gennemsnitlige rente på et almindeligt indlån i bankerne fra danske husholdninger er på 0,08 pct.¹¹ Husholdningers almindelige indlånskonti uden binding eller særlige vilkår forrentes hovedsageligt med nul, men negative renter er endnu ikke udbredte på den type forretninger.

Virksomhedernes indlån er i stor stil negativt forrentet. 60 pct. af indlånet fra ikke-finansielle virksomheder var forrentet negativt pr. april 2018. Det var en fordobling i forhold til for to år siden, da Nationalbanken gennemførte den første undersøgelse af udbredelsen af negative renter, jf. figur 17.¹² Negative renter er især udbredt for kunder i de store banker. Negative indlånsrenter er desuden mere udbredte for bankernes finansielle kunder såsom forsikrings-

¹⁰ Jonas Ladegaard Hensch og Erik Haller Pedersen, Lave renter øger indskud i banker, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 9, juli 2018.

¹¹ Udlånsrelaterede indlån trækker gennemsnitsrenten for det samlede indlån væsentligt op til 0,35 pct.

¹² Det fremgår af Nationalbankens halvårslige undersøgelse, som pr. april 2018 dækkede 18 af de største banker.

og pensionselskaberne end for de ikke-finansielle selskaber.

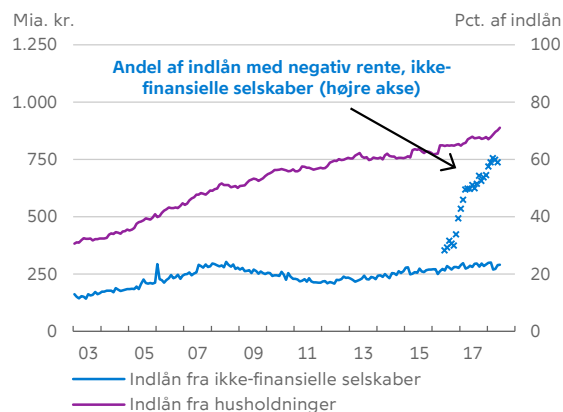
Finansielle forhold samlet set

De finansielle forhold var lempelige og øgede den økonomiske aktivitet

De finansielle forhold under ét har siden 2016 bidraget til år til år-væksten i BNP med 0,3-0,5 procentpoint årligt, jf. figur 18. Det svarer til omtrent en fjerdedel af den samlede BNP-vækst. Bidraget fra de finansielle forhold var de to seneste år på det højeste niveau siden forud for den finansielle krise i 2008. Det har særligt været renter, aktie- og boligpriser, der i det nuværende opsving har bidraget til BNP-væksten. Det udledte mål er et udtryk for de finansielle forholds bidrag til væksten i BNP *ud over* det, som konjunkturudviklingen tilsiger.¹³ Se mere i Jensen og Pedersen (2018).¹⁴

Stigende indlån trods udbredt nul eller negativ forrentning

Figur 17

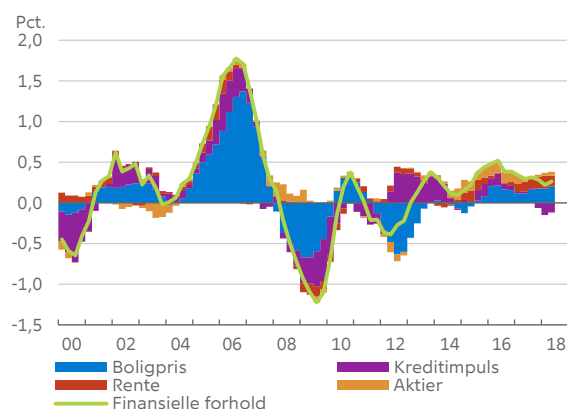


Anm.: Alle valutaer. Husholdninger inkluderer lønmodtagere og pensionister mv. Undersøgelsen af udbredelsen af negative renter startede i maj 2016, og der er derfor ingen observationer før.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Rente-, aktie- og boligprisudviklinger bidrog til væksten

Figur 18



Anm.: Figuren viser det samlede bidrag fra finansielle variable opdelt i bidrag fra henholdsvis boligpris, kredit, rente og aktier.

Kilde: Egne beregninger.

13 Det er altså det samlede bidrag til BNP-væksten, der skyldes ændringer i de finansielle variable, der ikke kan forklares via ændringer i BNP, inflation eller de andre finansielle variable.

14 Jakob Roager Jensen og Jesper Pedersen, Finansielle forhold understøtter opsvinget, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 14, september 2018.

Husholdningernes rentefølsomhed er moderat

Boks 4

Danske husholdningers rentefølsomhed er moderat på trods af deres store bruttogæld

Husholdningernes rentebetalinger udgør kun en begrænset del af en typisk husholdnings budget. Baseret på data på husholdningsniveau for 2015 estimeres en rentestigning på 1 procentpoint at kunne reducere husholdningernes samlede disponible indkomst med 0,89 pct. af deres forbrug, jf. Hviid og Kuchler (2017).¹ Da husholdningerne i stigende grad vælger fastforrentede realkreditlån, er rentefølsomheden faldende. Med udgangspunkt i de senest tilgængelige registerdata for 2016 estimeres det tilsvarende fald i disponible indkomst at være 0,72 pct. af husholdningernes forbrug.

Betydningen af en rentestigning for en given husholdning afhænger af dens gælds- og formueforhold

Der er betydelig forskel på husholdningernes rentefølsomhed, fx på tværs af aldersgrupper, jf. figur til venstre. Husholdninger med høj gæld rammes hårdest af et rentestød. Selv blandt husholdninger med høj gæld er rentefølsomheden dog generelt beskedent. For en typisk husholdning med en gæld, der overstiger 5 gange dens årsindkomst, betyder en rentestigning på 1 procentpoint blot et fald i disponibel indkomst på 2,7 pct. af forbruget, jf. figur til højre. De fleste husholdninger vil være i stand til fortsat at honorere deres gældsforpligtelser med et indkomststød i den størrelsesorden. Der er dog også husholdninger, særligt unge og højt belånte, som vil blive ramt noget hårdere af en rentestigning.

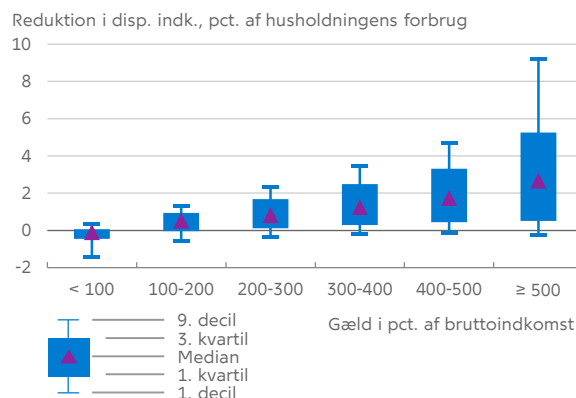
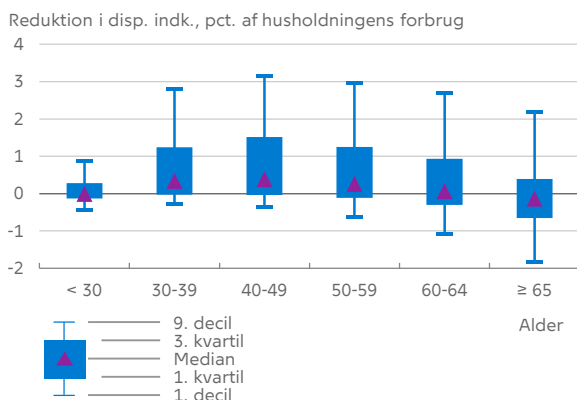
Lavere gennemslag til indlånsrenter kan forøge rentefølsomheden på kort sigt

På kort sigt må det forventes, at en rentestigning ikke giver fuldt gennemslag til stigninger i bankernes indlånsrenter.

Det skyldes, at bankerne ikke har indført negativ rente på husholdningers almindelige indskud i kølvandet på introduktionen af negative pengepolitiske renter. Renterne på almindelige bankindsud må derfor forventes at forblive på det nuværende niveau under en begyndende normalisering af renteniveauet. Omvendt er der højere gennemslag af ændringer i de pengepolitiske renter på den del af indlånet, der eksempelvis er tilknyttet prioritetslån. Hvis det antages, at stigninger i de pengepolitiske renter ikke giver anledning til stigende indlånsrenter, er husholdningernes rentefølsomhed højere, end tallene ovenfor afspejler. Under den forudsætning reduceres husholdningernes disponible indkomst med 1,15 pct. af deres forbrug som følge af en rentestigning på 1 procentpoint. Af de nævnte årsager er der formentlig tale om et overkantsskøn, og effekten må forventes at være aftagende med størrelsen af rentestigningen.

Resultaterne ovenfor omhandler kun den direkte effekt af rentestigninger på husholdningernes disponible indkomst og ikke de bredere makroøkonomiske effekter. Hvis husholdningerne ændrer opsparings- og forbrugsadfærd, kan de makroøkonomiske effekter være væsentligt anderledes. Fx har husholdningerne efter finanskrisen i 2008 øget deres forbrug langsommere end stigningen i deres disponible indkomst. Hvis husholdningerne tilsvarende reducerer forbruget langsommere, i tilfælde af at deres disponible indkomst reduceres på grund af en rentestigning, kan de makroøkonomiske effekter være mindre end effekterne på indkomsten. Den samlede effekt af en rentestigning afhænger derfor af de nærmere omstændigheder, fx om stigningen finder sted i en periode med generel fremgang og økonomisk optimisme eller i en periode, hvor husholdningerne er mere tilbageholdende.

Fordeling af husholdningernes rentefølsomhed – effekt af rentestigning på 1 procentpoint



Anm.: Figurene viser reduktionen i husholdningernes disponible indkomst som følge af en rentestigning på 1 procentpoint. Rentestødet omfatter al bankgæld, variabelt forrentet realkreditgæld samt bankindsud. Desuden omfatter stødet 25 pct. af den fastforrentede realkreditgæld for at tage hensyn til låneomlægninger, køb af nye boliger mv.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af registerdata fra Danmarks Statistik.

1. Simon Juul Hviid og Andreas Kuchler, Forbrug og opsparing i et lavrentemiljø, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 116, juni 2017.

OM RAPPORT



Rapporter er tilbagevendende beretninger om Nationalbankens virke.

Rapporter omfatter bl.a. Nationalbankens årsrapport og den halvårige rapport om monetære og finansielle tendenser.

DANMARKS NATIONALBANK
HAVNEGADE 5
1093 KØBENHAVN K
WWW.NATIONALBANKEN.DK

Redaktionen er afsluttet
7. september 2018



**DANMARKS
NATIONALBANK**