

DANMARKS NATIONALBANK

20. MARTS 2019 — NR. 5

MONETÆRE OG FINANSIELLE TENDENSER — MARTS 2019

Lave renter understøtter opsvinget

- Kronekursen blev gradvist svækket i efteråret til at ligge lidt på den svage side af centralkursen. Nationalbanken inter-
venerede i valutamarkedet i december og januar, og krone-
kursen har efterfølgende været meget tæt på centralkursen.
- De finansielle forhold er overordnet set lempelige og under-
støtter det igangværende økonomiske opsving. Renterne
på husholdningernes og virksomhedernes gæld har været
faldende i takt med en nedgang i væksten globalt. Renterne
faldt i nogle tilfælde til det laveste niveau nogensinde.
- Kreditvæksten er fortsat moderat på trods af det meget lave
renteniveau, og det økonomiske opsving er således ikke
drevet af kredit. Gennem opsvinget har husholdningerne
øget deres finansielle formue mere end deres låntagning.
Virksomhederne har konsolideret sig via stigende overskud.

INDHOLD

- 2 VIGTIGSTE TENDENSER
PÅ DE FINANSIELLE
MARKEDER SIDEN
SEPTEMBER 2018
- 3 VALUTAMARKEDET
OG KRONE-
EFTERSPØRGSEL
- 5 UDVIKLINGEN PÅ
DE FINANSIELLE
MARKEDER
- 5 PENGEPOLITIK OG
PENGEMARKEDER
- 7 OBLIGATIONS-
MARKEDER
- 9 KREDITUDVIKLING
- 14 AKTIEMARKEDER
- 15 FINANSIELLE
FORHOLD SAMLET



Inter- ventioner

For første gang
i 21 måneder.

Læs mere



Faldende renter

Til det laveste niveau
i flere år.

Læs mere



Aktie- volatilitet

Udsving drevet af
skift i risikopfattelse.

Læs mere

Vigtigste tendenser på de finansielle markeder siden september 2018

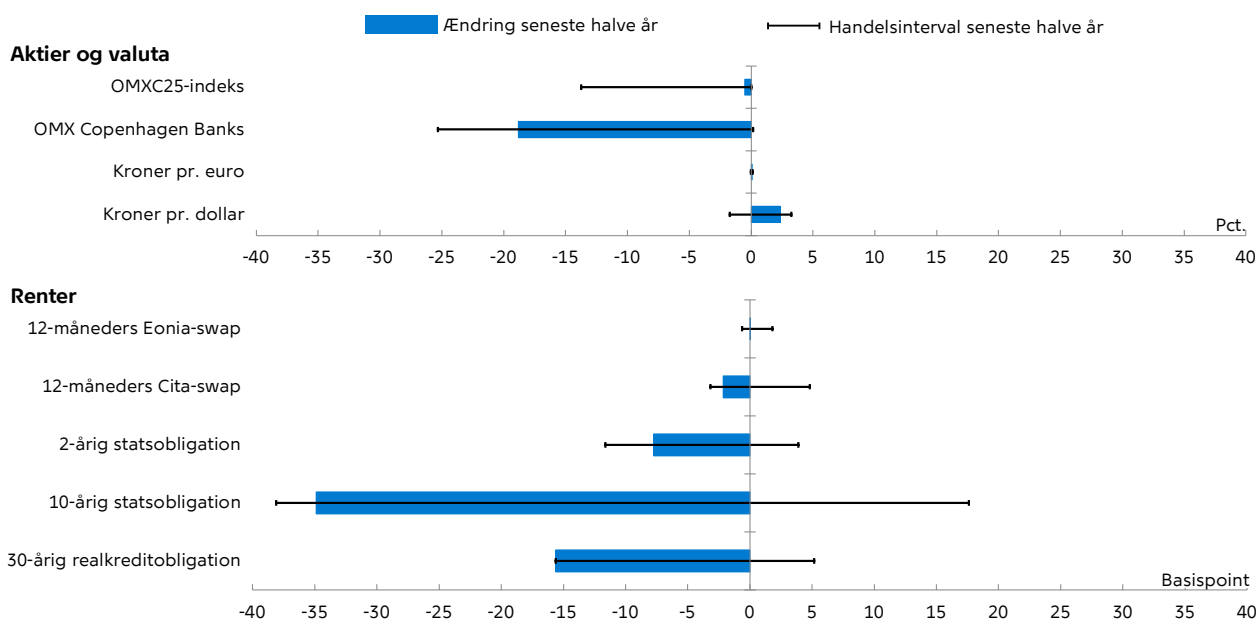
De seneste seks måneder har de finansielle markeder været præget af, at den globale vækst er bremset op.

Blandt markedsdeltagerne har der været en stigende bekymring for, om væksten i euroområdet aftager yderligere, bl.a. som følge af udfaldet af brexit og verserende handelskonflikter. Bekymringen har betydet, at renterne på bl.a. statsobligationer er faldet, og forventningerne til tidspunktet for en yderligere normalisering af pengepolitikken i euroområdet er udskudt. Usikkerheden medførte desuden, at aktiekurserne både i Danmark og globalt faldt kraftigt i efteråret 2018 i et marked med højere volatilitet end de foregående år. I 2019 er aktiekurserne steget igen, så de samlet set er stort set uændrede.

Den Europæiske Centralbank, ECB, stoppede for yderligere nettoopkøb af obligationer ved årsskiftet, men pengepolitikken er stadig meget lempelig. De pengepolitiske renter i euroområdet er de laveste nogensinde, og reinvesteringer af udløbne obligationer fra opkøbsprogrammet fortsætter.

Nationalbanken har købt kroner i valutamarkedet i december 2018 og januar 2019 for 13,5 mia. kr. for at understøtte kronekursen. Nationalbankens pengepolitiske renter og det pengepolitiske spænd til euroområdet har været uændrede.

Overblik Finansielle markeder siden september 2018



Anm.: Den blå bjælke angiver ændringen ved redaktionens afslutning d. 15. marts 2019 i forhold til udgangspunktet ved redaktionens afslutning for forrige udgivelse, nemlig 7. september 2018. Endepunkterne for de sorte linjer angiver henholdsvis den største og mindste ændring over perioden siden 7. september 2018.

Kilde: Thomson Reuters Datastream og Eikon.

Valutamarkedet og kroneefterspørgsel

Nationalbanken har inter文neret for første gang i næsten to år

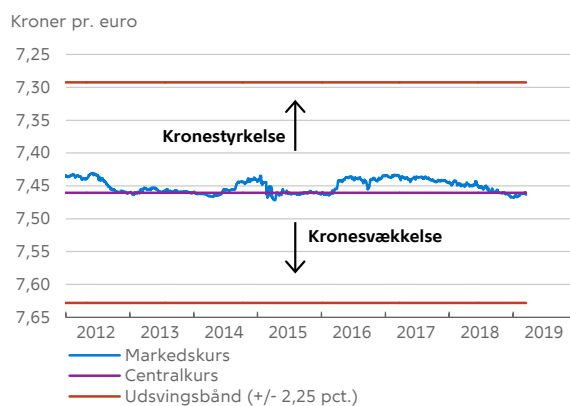
Kronens kurs over for euro har ligget tæt på centralkursen, jf. figur 1. Siden starten af 2017 er kronen gradvist blevet svækket fra at være på den stærke side af centralkursen til at være lidt på den svage side. Svækkelsen er sket under meget rolige markedsforhold, og der har ikke været større daglige bevægelser i kronekursen. Nationalbanken solgte i december 2018 og januar 2019 valuta for 13,5 mia. kr. for at sikre, at kronen fortsat var stabil og tæt på centralkursen. Interventionen i valutamarkedet var den første i 21 måneder. Det var den længste periode uden interventioner siden indførelsen af den nuværende fastkurspolitik i 1982. Valutareserven udgjorde 456 mia. kr. ved udgangen af februar 2019.

Udlandet sælger kroner, og indlændinge køber

Indenlandske sektorer købte i andet halvår af 2018 kroner under ét, jf. figur 2. Øvrige indland¹ og investeringsforeningerne købte kroner for henholdsvis 85 mia. kr. og 58 mia. kr. Forsikring og pension skilte sig ud blandt de indenlandske sektorer ved at sælge kroner for 53 mia. kr. Det afspejler, at deres køb af udenlandske værdipapirer i mindre grad end tidligere er blevet valutaafdækket.

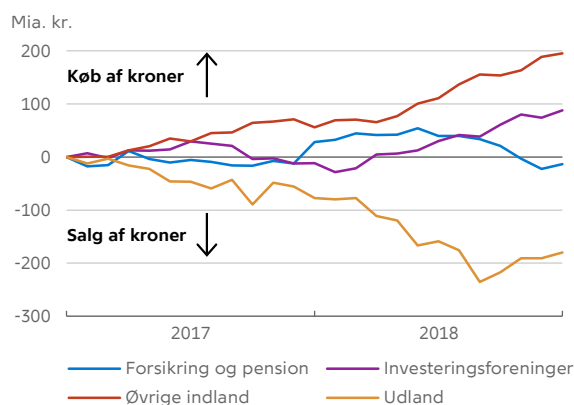
Udlandet solgte i andet halvår kroner i et mindre omfang end tidligere på året, men har set over hele 2018 været den største sælger af kroner. Udlandets salg af kroner skal ses i forbindelse med salg af danske aktier, heriblandt bankaktier, jf. boks 1. Overordnet set skyldes bevægelserne i kronekøb mellem sektorer i 2018 i høj grad køb og salg af værdipapirer.

Kronen har ligget tæt på centralkursen Figur 1



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

Akkumulerede nettokøb af kroner fordelt på sektorer Figur 2



Anm.: Estimerede nettokronekøb for udvalgte sektorer. En positiv værdi angiver, at sektoren har købt kroner. Akkumulerede køb siden begyndelsen af 2017.
 Kilde: Danmarks Nationalbank.

¹ Øvrige indland dækker over bl.a. den ikke-finansielle sektor, banksektoren og den offentlige sektor.

Køb og salg af værdipapirer har været afgørende for sektorenes kronekøb i 2018

Boks 1

Udlandet har solgt danske bankaktier

Udlandet solgte i 2018 kroner for 103 mia. kr., jf. figur A. Beløbet svarer nogenlunde til udlandets salg af danske værdipapirer. Danske aktier udgjorde 91 mia. kr. af salget, hvoraf 20 mia. kr. var bankaktier. Frasalget af bankaktier kan afspejle stigende mistillid til den danske banksektor i løbet af 2018 i forbindelse med hvidvask sagen. Valutarisikoen på udenlandske investorer's beholdninger af danske værdipapirer er delvist afdækket. Derfor har udlandet i samme periode købt kroner i valutaderivater (bl.a. i terminshandler) for 50 mia. kr.

Forsikring og pensions nettosalg af kroner skyldes uafdækkede køb af dollaraktiver

Forsikring og pension købte udenlandske værdipapirer for 143 mia. kr. i 2018, jf. figur A. Forsikring og pension købte i samme periode kroner for 81 mia. kr. i valutaderivater til afdækning af deres valutarisici.

I løbet af 2018 faldt forsikring og pensions afdækningsgrad i dollar. Faldet skyldes, at den stigende beholdning af dollaraktiver ikke i samme grad som tidligere er blevet afdækket. Det var særligt tilfældet i de ni første måneder af 2018, jf. figur B, hvilket kan afspejle, at prisen på dollarafdækning (dvs. prisen ved salg af dollar på termin) var stigende i denne periode. I de sidste tre måneder af 2018 var afdæknings-

graden i dollar omtrent uændret. De nye køb af dollaraktiver blev i den periode mere end opvejet af de markante fald på amerikanske aktier i efteråret 2018, jf. afsnittet om aktiemarkedet senere.

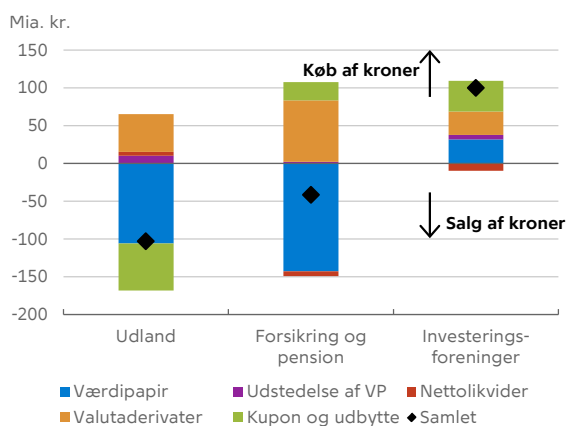
Investeringsforeninger har øget deres kronekøb

Investeringsforeningerne var i løbet af 2018 en betydelig køber af kroner i forhold til de seneste år. Deres nettokøb af kroner var i løbet af året højere end deres samlede nettokøb de foregående tre år. Investeringsforeningernes køb af kroner skal ses i lyset af, at de solgte udenlandske værdipapirer for 32 mia. kr. og modtog rente- og udbyttebetalinger i fremmed valuta for 40 mia. kr.

Overskuddet på betalingsbalancen medfører strukturel kroneefterspørgsel

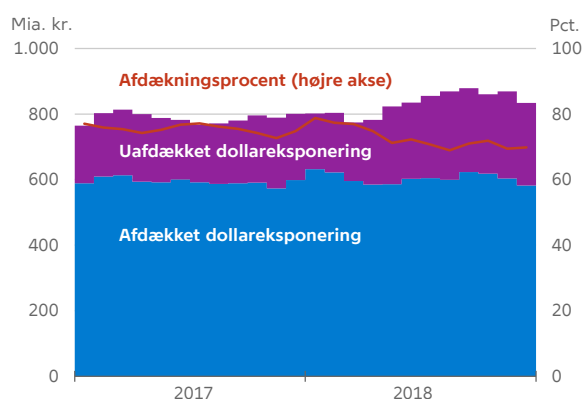
Danmarks overskud på betalingsbalancens løbende poster udgjorde 6 pct. af BNP i 2018. Overskuddet på betalingsbalancen indebærer, at indenlandske sektorer alt andet lige opbygger fordringer på udlandet. Danmark har haft overskud på betalingsbalancens løbende poster stort set hvert år siden 1990. I takt med den fortsatte opbygning af fordringer skal indlændinge (inkl. Nationalbanken) placere overskuddet i fremmed valuta. Alternativt kan udlandet sælge kroner.

Sektorenes nettokøb af kroner fordelt på underliggende aktivitet i 2018 **A**



Anm.: Estimeret kilde til nettokøb af kroner i 2018 for udvalgte sektorer. En positiv værdi angiver køb af kroner. VP er værdipapirer.
 Kilde: Danmarks Nationalbank.

Forsikring og pensions dollareksponering **B**



Kilde: Danmarks Nationalbank.

Udviklingen på de finansielle markeder

Svagere vækst og nedadrettede risici

Den økonomiske vækst i bl.a. euroområdet er bremset op i løbet af efteråret 2018, og inflationsforventningerne er faldet – både målt ved de markedsbaserede forventninger og ud fra ECB's spørgeskema til professionelle prognosemagere.² Derudover har der været bekymring for de nedadrettede risici i forbindelse med den verserende handelskonflikt og brexit-begivenhederne.

Volatiliteten i aktiemarkederne er på den baggrund steget, jf. figur 3. Dog har volatiliteten været højere i flere perioder med markedsuro siden den finansielle krise i 2007-08. Volatiliteten i de danske obligationsmarkeder er derimod tæt på historisk lav.

Niveauerne for volatiliteten i de finansielle markeder indikerer overordnet set ikke en væsentligt større bekymring om fremtiden end normalt.

Pengepolitik og pengemarkeder

ECB fokuserer på mere konventionelle instrumenter

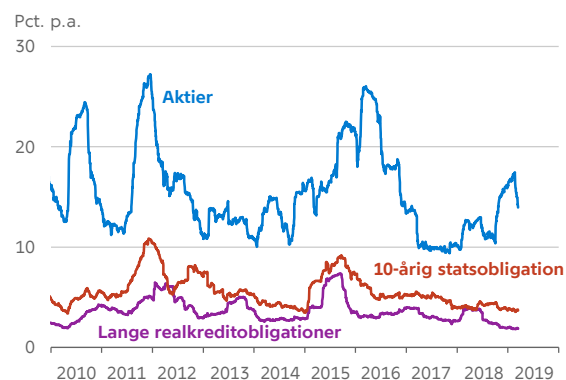
Eurosystemet ophørte ved udgangen af 2018 med at øge beholdningen af obligationer under sit opkøbsprogram. Siden årsskiftet er der derfor udelukkende geninvesteret afdrag på beholdningen af obligationer, som udgør 2.570 mia. euro, jf. figur 4.

ECB's Styrelsesråd udvidede i december 2018 sin "forward guidance" vedrørende opkøbsprogrammet. Rådet forventer nu at geninvestere udløbne obligationer i en længere periode efter den dato, hvor det forhøjer ECB's pengepolitiske renter. Udløb af obligationer forventes i 2019 at udgøre omkring 203 mia. euro. Eurosystemets bruttoopkøb var til sammenligning på 462 mia. euro i 2018 og 831 mia. euro i 2017.

ECB har fastholdt sin indlånsrente på -0,4 pct. og udmeldte i marts 2019, at Styrelsesrådet forventer, at

Volatiliteten for aktier er steget i 2018 og faldet for obligationer

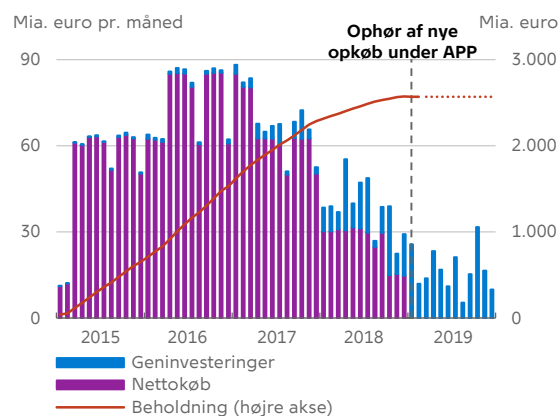
Figur 3



Anm.: Dag til dag-realiseret volatilitet af afkast (standardafvigelse) over 100 handelsdage, annualiseret. Baseret på "total return"-indeks for danske aktier, den danske 10-årige obligation og lange danske realkreditobligationer.
 Kilde: Thomson Reuters Datastream og egne beregninger.

Geninvesteringer medfører fortsat store ECB-opkøb af obligationer

Figur 4



Anm.: Inkluderer alle fire opkøbsprogrammer under ECB's Asset Purchase Programme, APP. Geninvesteringer i 2019 er baseret på Eurosystemets forventede afdrag på beholdningen af obligationer.
 Kilde: ECB og egne beregninger.

² Survey of Professional Forecasters January 2019.

de pengepolitiske renter forbliver på de nuværende niveauer i hvert fald indtil udgangen af 2019. Det er nogle måneder længere, end ECB tidligere havde udmeldt. Styrelsesrådet besluttede ved samme lejlighed at iværksætte nye langfristede udlån til bankerne fra efteråret 2019, de såkaldte TLTRO-III.

Markedsforventningerne til de fremtidige korte pengemarkedsrenter er faldet, jf. figur 5. Forventningerne indikerer, at eventuelle renteforhøjelser fra ECB formentligt først finder sted omkring et halvt år inde i 2020.

Uændrede rentespænd til euroområdet

Nationalbankens pengepolitiske renter har været uændrede siden januar 2016. Indskudsbevisrenten er på -0,65 pct. Dermed har det pengepolitiske rentespænd til euroområdet fortsat været negativt med 0,25 pct., jf. figur 6.

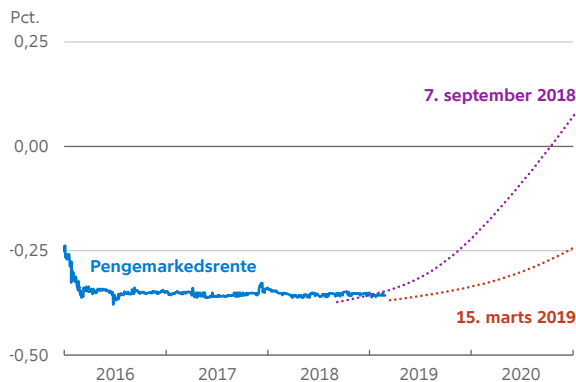
Spændet mellem pengemarkedsrenterne i Danmark og euroområdet har været omtrent uændret over det seneste halve år omkring -0,15 til -0,20 procentpoint. Spændet var kortvarigt indsnævret før årsskiftet.

Bankernes nettostilling i Nationalbanken er steget over de seneste seks måneder. Det har medvirket til lavere dag til dag-pengemarkedsrenter. Stigningen i nettostillingen skyldes primært, at staten har nedbragt sin konto i Nationalbanken.³

Staten har i 2018 og 2019 budt på de realkreditobligationer, der udstedes i forbindelse med statens omlægning af finansieringen af almennyttige boliger. Ved udgangen af februar 2019 havde staten opkøbt for 43 mia. kr., hvilket har bidraget til at reducere statens kontoindestående og dermed øge bankernes nettostilling.

Udskudte forventninger til stigende renter i euroområdet

Figur 5



Anm.: 3-måneders Eonia-swaprente. De prikkede kurver angiver 3-måneders forwardrenter på de angivne datoer.
 Kilde: RIO Scanrate og Thomson Reuters Datastream.

Stabile korte rentespænd til euroområdet

Figur 6



Anm.: Spænd mellem 3-måneders Eonia- og Cita-swaps.
 Kilde: RIO Scanrate og Thomson Reuters Datastream.

³ Danmarks Nationalbank, Statens låntagning og gæld 2018, *Danmarks Nationalbank Rapport*, nr. 1, januar 2019.

Obligationsmarkeder

Statsobligationsrenter er faldet i Tyskland

Tyske statsobligationsrenter er faldet støt siden efteråret 2018 til et niveau tæt på nul for den 10-årige rente. Det er det laveste niveau siden efteråret 2016, hvilket kan afspejle forventningerne om lavere vækst og inflation.

Statsrentespændet til Tyskland uændret

Danske statsobligationsrenter er faldet både i det mellemlange og det korte løbetidssegment, jf. figur 7. Det er stort set i tråd med udviklingen i Tyskland. Spændet mellem danske og tyske 10-årige statsobligationer har ligget stabilt siden midten af 2017 på omkring 5 basispoint.

Lange realkreditrenter har aldrig været lavere

Danske realkreditrenter er faldet, og den lange rente er faldet til det laveste niveau nogensinde.⁴ Faldet i renterne har været mindre end for statsobligationer, så rentespændet mellem realkredit- og statsobligationer blev udvidet på tværs af rentekurven. Den kraftigste udvidelse var i det lange løbetidssegment. Udvidelsen af rentespændet var i tråd med udviklingen i euroområdet for tilsvarende klasser af obligationer.

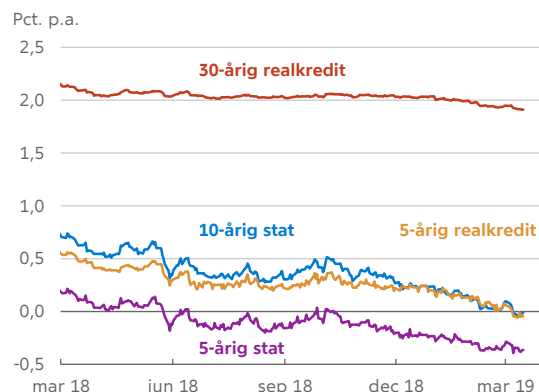
Nye 1,5-pct.-lån kan bidrage til øget forbrug

Den lange realkreditrente har siden 2016 og indtil det seneste rentefald været relativt stabil og i det meste af perioden lidt over 2 pct. Derfor er massen af udestående realkreditobligationer højt koncentreret på obligationer med kuponrente på 2 pct., jf. figur 8.

I 2018 var der i forhold til i 2015-16 færre låntagere, som kunne drage fordel af at omlægge deres fastforrentede lån til et nyt lån med en lavere kuponrente og dermed opnå en rentebesparelse. Det seneste rentefald kan føre til, at flere husholdninger igen kan reducere deres renteomkostninger ved omlægning af fastforrentede lån. Rentefaldet betød, at 2-pct.-obligationer lukkede for nye lån, og at kurstab ved at optage lån med 1,5-pct.-kuponrente blev reduceret.

Renterne på danske obligationer er faldet

Figur 7

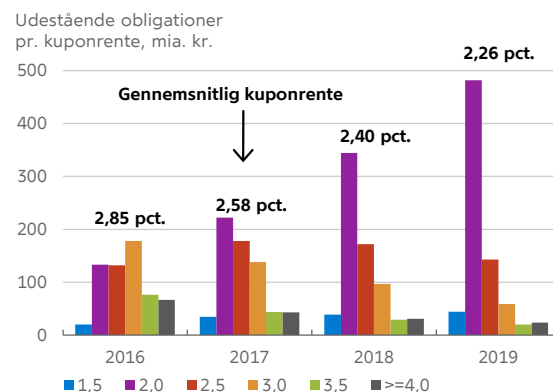


Anm.: Effektive renter. Statsobligationsrenter er baseret på danske statsobligationer med udløb i 2023 og 2027. 5-årig realkreditobligation er en Nykredit med 1-pct.-kupon og udløb 1. juli 2023. 30-årig realkredit er en Nykredit med 2-pct.-kupon og udløb i 2050.

Kilde: Thomson Reuters Datastream.

Højere koncentration i kuponrenter efter lang tid med stabil rente

Figur 8



Anm.: Konverterbare obligationer bag udestående 30-årige fastforrentede lån. Januar for hvert år.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

⁴ Jf. Kim Abildgren, *Danmarks Nationalbank 1818-2018*, Danmarks Nationalbank, 2018.

Et nyt studie har vist, at et rentefald kan forstærke forbrugseffekten af en uventet boligprisstigning, jf. boks 2. Effekten skyldes, at boligejerne er mere tilbøjelige til at optage mere realkreditgæld og forbruge mere, hvis det er fordelagtigt at konvertere deres lån, samtidig med at boligpriserne stiger. Boligprisstigningerne forventes at være moderate i 2019 og 2020.⁵

Renterisikoen i obligationsmarkedet vil stige betydeligt, hvis renten stiger

Det danske obligationsmarked adskiller sig fra sammenlignelige landes obligationsmarkeder ved den store udbredelse af konverterbare realkreditobligationer. De konverterbare obligationer har den særlige egenskab, at renterisikoen (varigheden) på dem i nogle tilfælde kan ændres kraftigt ved renteændringer, og det kan påvirke det samlede danske obligationsmarked.

Renterisikoen i realkreditobligationsmarkedet har været stort set uændret igennem 2016-18, jf. figur 9.⁶ Det dækker over to modsatrettede tendenser: På den ene side er det samlede udestående af lange realkreditobligationer forøget de seneste år, og det trækker den samlede renterisiko op.⁷ På den anden side har den gennemsnitlige rentefølsomhed for obligationerne været svagt faldende, i takt med at de lange realkreditrenter er faldet. Det har ikke mindst været tilfældet i 2019, hvor den samlede varighed er faldet. De faldende renter har medført, at de udestående obligationer er tæt på eller over pari (kurs 100). Obligationer omkring eller over pari har relativt lav renterisiko på grund af låntagers ret til at indfri lånet til pari.

Hvis renterne stiger, vil den samlede renterisiko stige, fordi obligationerne med lav kupon falder under kurs 100 og dermed igen bliver mere rentefølsomme. Den potentielle stigning i renterisikoen⁸ ved en stigning i renteniveauet er øget kraftigt siden midten af 2015 (lilla kurve i figur 9). Forøgelsen i

Realkreditlån og realøkonomien

Boks 2

Realkreditsystemet spiller en vigtig rolle for husholdningerne, når boligformuen skal omsættes til forbrug. Stigende boligpriser giver husholdningerne mulighed for at øge realkreditgælden mod sikkerhedsstilling i boligen. På den måde kan husholdningerne finansiere et højere forbrug.

Nye analyser fra Danmarks Nationalbank viser, at danske husholdninger øger realkreditgælden og forbruget, når de uventet oplever, at deres bolig er steget i værdi, jf. Andersen og Leth-Petersen, 2019.¹ Forfatterne finder desuden, at sammenhængen forstærkes, hvis boligprisstigningen er sammenfaldende med et fald i renten på fastforrentede obligationslån. Det indikerer, at boligformuegevinster omsættes til øget privatforbrug, når det er fordelagtigt for boligejerne at omlægge eksisterende realkreditlån med henblik på at fastlåse en ny, lavere rentebetaling.

Tilsvarende finder et andet studie, at husholdningerne øger realkreditgælden, når boligpriserne stiger, jf. De Stefani og Hviid, 2019.² Studiet viser, at boligejerne øger deres realkreditgæld ved at omlægge eksisterende lån eller optage tillægslån og dermed omsætter formuegevinster til likvide midler. Boligprisstigningerne øger dermed forbrugsmulighederne eller skaber rum for at afdrage på anden, dyrere gæld.

1. Henrik Yde Andersen og Søren Leth-Petersen, Housing Wealth Effects and Mortgage Borrowing: The Effect of Subjective Unanticipated House Price Changes on Home Equity Extraction, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 133, januar 2019.
2. Alessia De Stefani og Simon Juul Hviid, Housing Collateral and Home-Equity Extraction, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 135, februar 2019.

renterisikoen vil fx være væsentligt kraftigere, end den var i forbindelse med rentestigningen i midten af 2015. Derudover vil efterspørgslen efter renterisiko fra forsikring og pension⁹ være lavere, når renten stiger. Det skyldes, at værdien af deres lange pensionsforpligtelser falder, når renten stiger.

5 Jf. Danmark Nationalbank, Dansk økonomi bevæger sig længere ind i højkonjunkturen, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 7, marts 2019.

6 Den kraftige stigning i rentefølsomheden midt i 2015 skyldtes stignende renter.

7 Nyudstedelser af realkreditlån har i overvejende grad været i fastforrentede obligationer, jf. kreditaftsnittet senere.

8 Den såkaldte konveksitet måler, hvor meget varigheden ændres, når renten ændrer sig.

9 Forsikring og pension ejer 40 pct. af alle danske obligationer med restløbetid over 20 år.

Stigningen i renterisikoen sammen med den lavere efterspørgsel efter renterisiko kan potentielt føre til, at renterne på realkreditobligationer stiger endnu kraftigere. Det skyldes, både at renterisikoen på den enkelte obligation stiger, og at investorerne formentligt kræver en højere risikopræmie for at holde den højere samlede mængde renterisiko udestående i obligationsmarkedet. Udenlandske investorer ejer fortsat omkring 30 pct. af danske konverterbare realkreditobligationer og holder dermed en betydelig del af renterisikoen.¹⁰

Bankernes og realkreditinstitutternes udlånsrenter falder

De gennemsnitlige effektive udlånsrenter er faldet til det laveste niveau nogensinde, jf. figur 10. Udlånsrenterne fra realkreditinstitutterne til husholdninger og virksomheder var henholdsvis 2,0 pct. og 1,5 pct. i januar 2019. Renterne på banklån var tilsvarende 4,0 pct. og 2,4 pct.

Skiftet til flere fastforrentede realkreditudlån har bidraget til at begrænse faldet i de gennemsnitlige renter på udestående realkreditlån. For ikke-finansielle selskaber har renten på nye forretninger været faldende det seneste halve år. For husholdninger har renten stort set været uændret.

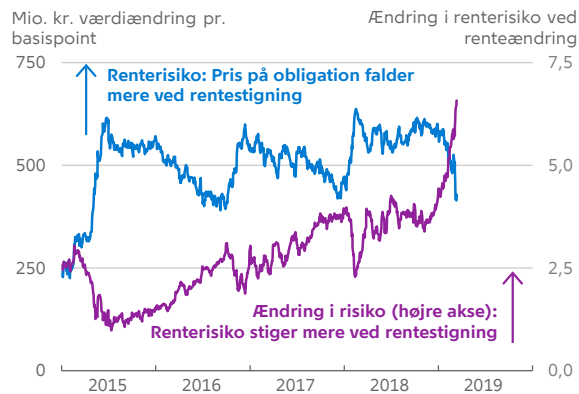
Kreditudvikling

Moderat kreditvækst på niveau med BNP-vækst

Udlånet fra banker og realkreditinstitutter er samlet set steget moderat, jf. figur 11. Selv om stigningstakten de seneste måneder er den højeste efter finanskrisen, er den blot på niveau med væksten i BNP.¹¹ Væksten i udlånet har været størst for de ikke-finansielle selskaber. Virksomhederne har øget deres låntagning lidt hurtigere end husholdningerne og gennem både banker og realkreditinstitutter. For husholdningerne er væksten i realkreditlån sket på bekostning af deres låntagning i bankerne.

Højere koncentration i kuponrenter efter lang tid med stabil rente

Figur 9

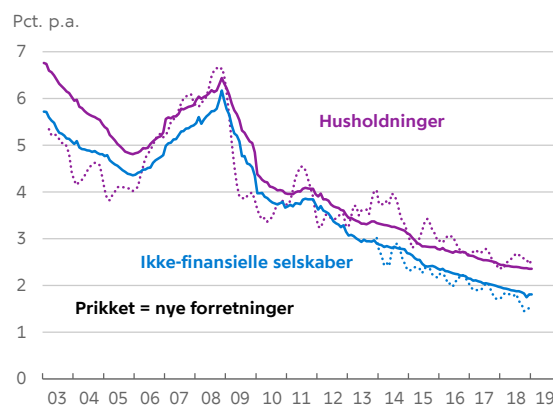


Anm.: Alle udestående konverterbare obligationer. Den lille kurve er et udtryk for den samlede negative konveksitet i markedet.

Kilde: Rio Scanrate og egne beregninger.

Bank- og realkreditrenter er faldende

Figur 10



Anm.: Gennemsnitlig rente på alle udestående lån i danske kroner (inkl. bidrag). Rente på nye forretninger er et 3-måneders gennemsnit. For de ikke-finansielle selskaber er der kun data siden 2014, da serien kun inkluderer lån med løbetid over 12 måneder i de nye forretninger.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

¹⁰ Jf. Danmarks Nationalbank, Monetære og finansielle tendenser – september 2018, *Danmarks Nationalbank Rapport*, nr. 6, september 2018.

¹¹ Gennemsnitlig nominel BNP-vækst for 2016-18.

Husholdningerne bevæger sig fortsat mod mindre risikobetonede lån

Der har de seneste år været stigende aktivitet i form af nyudlån fra realkreditinstitutterne til husholdningerne, men også stigende afdrag. Husholdningernes ordinære afdrag har været stigende gennem hele opsvinget og var i 2018 ca. 40 pct. højere end i 2014.¹² Det står i kontrast til opsvinget før finanskrisen, hvor afdragene faldt i lyset af indførelsen af muligheden for afdragsfrihed fra 2003. De stigende afdrag bidrager til, at gældsbyrden stiger mindre, end den ellers ville, når efterspørgslen efter nye lån er stigende.

Størstedelen af nye lån i 2018 har været med fast rente. Med stort set lige mange afdrag på lån med fast og variabel rente betyder det, at stigningen i det samlede udlån fortrinsvist er sket med fastforrentede lån, jf. figur 12. En relativt lille forskel i udlånsrenten mellem fast og variabelt forrentede lån kan have bidraget til skiftet. Det samme kan retningslinjer for bankernes og realkreditinstitutternes kreditgivning have gjort. Selv om de fleste nyudlån er med fast rente, er mere end 55 pct. af de udestående lån stadig med variabel rente.

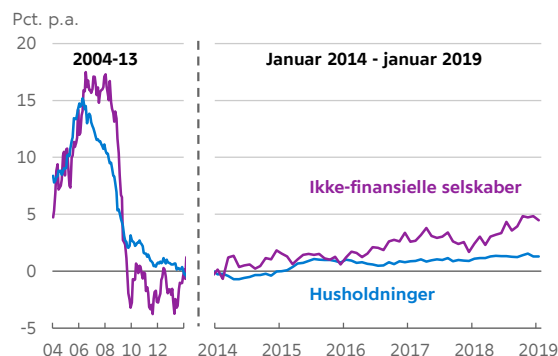
Mængden af lån uden afdrag faldt i 2018, fordi udløbet af afdragsfrihed på eksisterende lån oversteg nyudlånet. Lån uden afdrag udgør lidt mindre end halvdelen af alle udestående realkreditlån ved udgangen af 2018.

Øget finansiel formue skyldes især pensionsopsparing og gevinster på aktier

Husholdningernes finansielle balancer er stigende og væsentligt større end ved indgangen til finanskrisen, jf. figur 13. I årene op til finanskrisen var husholdningernes lån på niveau med deres nettoformue.¹³ Siden finanskrisen er husholdningernes finansielle formue steget kraftigere end deres gæld. Formuestigningen siden 2008 skyldes primært formuegevinster på pensioner og aktier mv. samt store indbetalinger på pensionsopsparinger. Husholdningernes opsparingskvote er steget fra ca. -5 pct. af disponibel indkomst i årene før finanskrisen til 5

Moderat vækst i udlånet i 2018

Figur 11

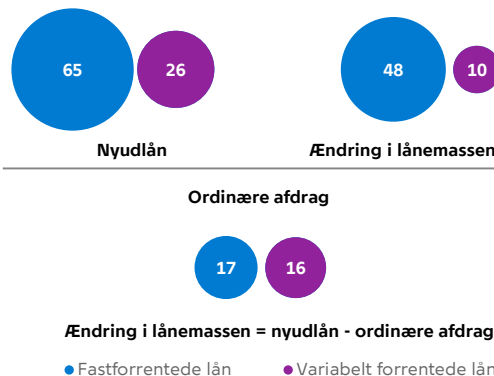


Anm.: Samlet udlån fra banker og realkreditselskaber til alle indenlandske sektorer. Udlån i alle valutaer. Sæsonkorrigeret. Nominel værdi. År til år-vækstrater.
 Kilde: Danmarks Nationalbank.

Vækst i realkreditudlånet i 2018 skete primært i fastforrentede lån

Figur 12

Bevægelser i 2018 i mia. kr.



Anm.: Dækker husholdninger: Lønmodtagere, pensionister mv. Nyudlån er netto, dvs. nye lån fratrukket førtidige indfrielse. Variabelt forrentede lån er alle ikke-fastforrentede lån.
 Kilde: Danmarks Nationalbank.

12 Jf. Danmarks Nationalbank, Danskerne afdrager mere på realkreditgælden, *Danmarks Nationalbank Statistik, Bank og realkredit, renter, september 2018, oktober 2018.*

13 Nettoformuen er finansiel formue fratrukket gæld. Den inkluderer ikke boligformuen.

pct. i 2018.¹⁴ Det har også bidraget til formuestigningen.

Den stigende formue mindsker den makroøkonomiske risiko

Den højere formue betyder, at den makroøkonomiske usikkerhed forbundet med en høj gæld er lavere.¹⁵ Pensionsformuen, som udgør godt halvdelen af formuen, er dog relativt illikvid, så den kan ikke umiddelbart bruges til at modgå kortsigtede behov for likviditet, fx i forbindelse med arbejdsløshed, eller til at nedbringe gæld.¹⁶ Husholdningernes likvide formue, bl.a. indlån, er også steget. Stigningen i indlån afspejler, at den danske økonomi er vokset, og at renten på alternativer til bankindsud, fx obligationer, er faldet og for mange typer af obligationer er negativ.¹⁷

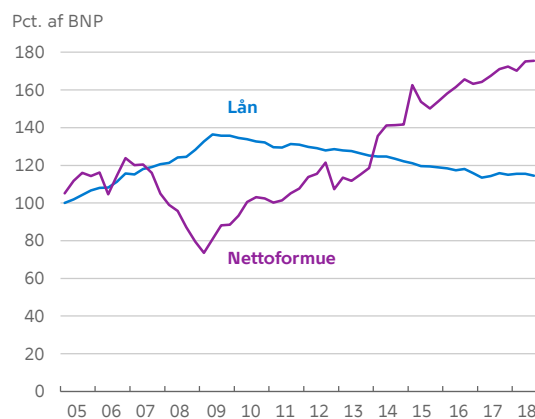
Danske husholdningers gæld er fortsat den højeste i EU. Deres finansielle nettoformuer er siden 2012 steget hurtigere end i euroområdet og er også blandt de højeste.¹⁸ Danske husholdningers boligformue er i samme periode steget. Boligformuen udgjorde knap 3.800 mia. kr. svarende til ca. 170 pct. af BNP ved udgangen af 3. kvartal 2018. Hovedparten af husholdningernes gæld er knyttet til deres bolig.

Virksomheders låntagning er moderat

Den tiltagende vækst i udlånet til ikke-finansielle virksomheder dækker over en moderat vækst i udlånet til det meste af den ikke-finansielle sektor og en stærkere vækst i udlånet til ejendomsudlejning.¹⁹

Husholdningers finansielle formue markant højere i 2018 end i 2008

Figur 13



Anm.: Finansiell nettoformue. Derfor indgår fx boligformuen ikke. Lån er husholdningernes gæld til MFI-sektoren.
 Kilde: Danmarks Nationalbank.

Kortsigtede banklån til forsyningssektoren bidrog midlertidigt til en høj udlånsvækst til offentlige selskaber sidst i 2018.

Væksten i udlån til ikke-finansielle virksomheder fra banker og realkreditinstitutter har generelt været lav i det nuværende opsving sammenlignet med tidligere opsving. Den lave vækst gælder på tværs af brancher, jf. boks 3.

14 Jf. Danmark Nationalbank, Dansk økonomi bevæger sig længere ind i højkonjunktoren, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 7, marts 2019.

15 Husholdninger med den højeste gæld er husholdninger med høj indkomst, jf. temaartikel om husholdningers formue og gæld, *Danmarks Nationalbanks hjemmeside*, og høj formue ([link](#)).

16 Pensionsformuen er desuden før skat.

17 Udviklingen i indlånene kan dog ikke alene forklares ud fra disse forhold. Det skyldes, at en stigende boligformue i større grad har medvirket til stigende indlån siden midten af 2000'erne, jf. Jonas Ladegaard Hensch, A New Model for Money Demand in Denmark: Money Demand in a Negative Interest Rate Environment, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 136, februar 2019.

18 Danske husholdningers nettoformue var i 2017 23 procentpoint større end euroområdets gennemsnit (i pct. af lokalt BNP). Nettoformuen var større i Belgien, Holland og Italien.

19 Realkreditudlånet til privat ejendomsudlejning er steget med 9 pct. i gennemsnit de seneste to år. Det udgjorde 35 pct. af al realkreditgæld for de ikke-finansielle virksomheder ved udgangen af 2018. Til sammenligning var væksten i realkreditgælden i de øvrige brancher knap 3 pct. i samme periode.

Erhvervenes låntagning lavere end før finanskrisen

Boks 3

Lavere lånevækst i alle brancher

Den generelt lave udlånsvækst til erhvervsvirksomheder gennem det nuværende opsving er bredt fordelt på brancher. Branchernes investeringer har været stigende siden 2013, men primært finansieret ved opsøret indtjening. Det er normalt, at låntagningen først stiger i den sene fase af et opsving. I 2018 er låntagning så småt begyndt at stige i en del brancher, jf. figur A.

Lånevæksten er markant lavere end i opsvinget før finanskrisen. Det skal dog ses i lyset af, at lånevæksten i sidstnævnte opsving var usædvanligt kraftig og tog afsæt i et betydeligt lavere gælds niveau i forhold til det nuværende opsving.

Den lavere vækst i lånoptagelse i branchen "fast ejendom" spiller en stor rolle for erhvervenes samlede låntagning, da branchen tegner sig for ca. 45 pct. af den samlede låntagning. Godt en tredjedel af branchens lån er knyttet til finansiering af private udlejningsejendomme, og resten er stort set ligeligt fordelt mellem kontor- og forretningsejendomme og alment boligbyggeri. I 2017 og til dels 2018 har værdien af de samlede transaktioner på ejendomsmarkedet ligget på et højt niveau. Størstedelen af branchens lånevækst i samme periode skyldes stigende investeringer i private udlejningsejendomme, jf. afsnittet om kreditudviklingen.

Lavere låneefterspørgsel og ændret investeringsmiks

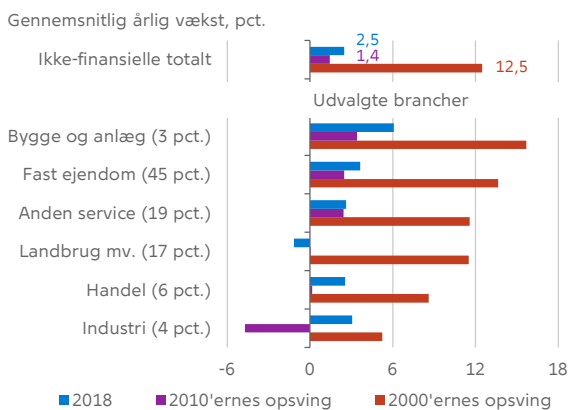
Den lavere lånevækst er særligt drevet af lavere efterspørgsel efter banklån og ikke af et strammere udbud af kredit, jf. bl.a. Nationalbankens udlånsundersøgelse.

Erhvervene har i det nuværende opsving i højere grad end i opsvinget i 2000'erne investeret i immaterielle aktiver, såsom intellektuelle rettigheder. Denne investeringstype trækker sandsynligvis mindre på låntagning, da aktiverne er svære at værdiansætte og dermed at belåne. Ændringen i investeringsmiks skal ses i lyset af, at dansk økonomi i højere grad i dag består af serviceerhverv, og at bearbejdningen af danske eksportvarer i højere grad i dag foregår uden for landets grænser, såkaldt processing og merchanting eksport.¹ Det bidrager alt andet lige til, at den indenlandske værdiskabelse bliver mindre maskinintensiv.

En ændret finansieringsstruktur

Virksomheder gældsfinansierer sig i stigende omfang uden om traditionelle kreditinstitutter. Andre finansielle selskaber og koncerninterne mellemværender spiller en større rolle som långivere.² Det ændrer dog ikke billedet af en lavere kreditvækst sammenlignet med tidligere opsving. Derudover finansierer virksomheder sig i stigende grad ved hjælp af aktieudstedelser og opsøret indtjening.

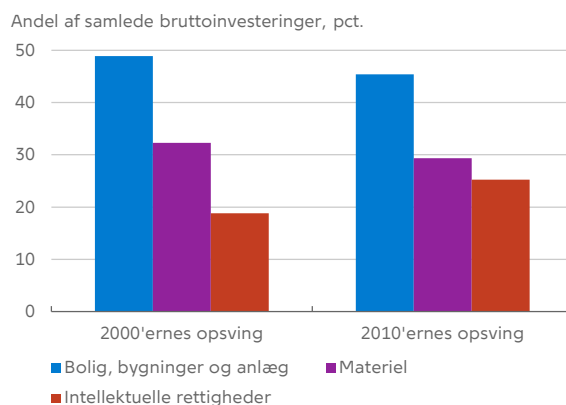
Lavere lånevækst i nuværende opsving A



Anm.: Udlån fra banker og realkreditinstitutter til ikke-finansielle selskaber og personligt ejede virksomheder. Procentangivelser i parentes angiver branchens andel af det samlede lån til de ikke-finansielle brancher i december 2018. Opsvinget i 2000'erne og 2010'erne dækker over henholdsvis 4. kv. 2003 – 4. kv. 2007 og 4. kv. 2012 – 4. kv. 2018.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Investeringsmiks ændret mod mere immaterielle aktiver B



Anm.: Materiel dækker over informations- og kommunikationsteknologiudstyr, andre maskiner, inventar samt transportmidler. Intellektuelle rettigheder er korrigeret for 2008 på baggrund af ny opgørelsesmetode i 2008.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

1. Jf. Danmarks Nationalbank, Globalisering gør det vanskeligere at fortolke betalingsbalancen, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 2, februar 2018.
 2. Jf. Danmarks Nationalbank, Monetære og finansielle tendenser – september 2018, *Danmarks Nationalbank Rapport*, nr. 6, september 2018.

Stigende investeringer finansieret via overskud

Virksomhedernes stigende investeringer siden 2015 har primært været finansieret af den løbende indtjening, idet virksomhederne fortsat har et opsparingsoverskud, jf. figur 14. Opsparingsoverskuddet

skal ses i lyset af kraftige stigninger i deres overskud, jf. boks 4. På trods af at opsvinget har været i mere end fem år, fortsætter de ikke-finansielle virksomheder dermed samlet set deres langstrakte konsolidering efter finanskrisen.²⁰

Virksomhedernes overskud vokser

Boks 4

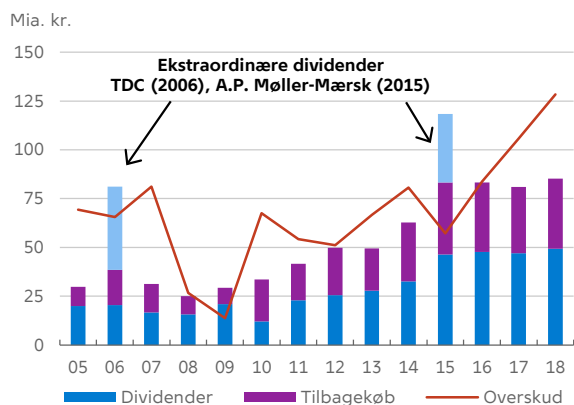
De danske ikke-finansielle virksomheders overskud er vokset støt siden 2009. Det viser Danmarks Statistiks regnskabsstatistik¹ frem til 2016. Billedet bekræftes af en analyse af de danske børsnoterede selskabers² årsregnskaber frem til regnskabsåret 2018. Deres overskud steg fortsat i 2017 og i 2018, jf. figur A. Det voksende overskud har understøttet stigningerne i aktiekurserne siden finanskrisens afslutning.³

Virksomheders overskud er aflønning af egenkapitalen. Det er derfor virksomhedernes ejere, fx aktionærerne, anpartshaverne eller moderselskaberne, der kan disponere over overskuddet.

Ejerne kan beslutte at udbetale overskuddet eller tilbageholde det i virksomheden og fx investere i nyt kapitalapparat eller tilbagebetale gæld.

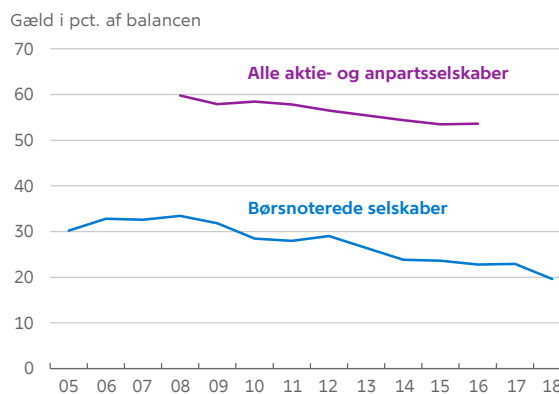
For de børsnoterede aktieselskaber er overskuddet i stort omfang anvendt til aflønning af aktionærerne: Dividendebetalingerne er mere end fordoblet over perioden, og aktietilbagekøb er blevet langt mere udbredte. De børsnoterede virksomheder har dog samtidig øget deres egenkapital en anelse og nedbragt gælden. Under ét øgede aktie- og anpartsselskaber gælden fra 2008 til 2016 men ikke i lige så hurtigt tempo, som de opbyggede egenkapitalen. Derfor faldt deres gearing, jf. figur B.

Stigende overskud og aflønning af aktionærer A



Anm.: Inkluderer alle danske, ikke-finansielle selskaber noteret på Københavns Fondsbørs. 2018 inkluderer de virksomheder, som havde fremlagt regnskab for 2018 pr. 13. marts 2019.
 Kilde: Thomson Reuters Datastream og egne beregninger.

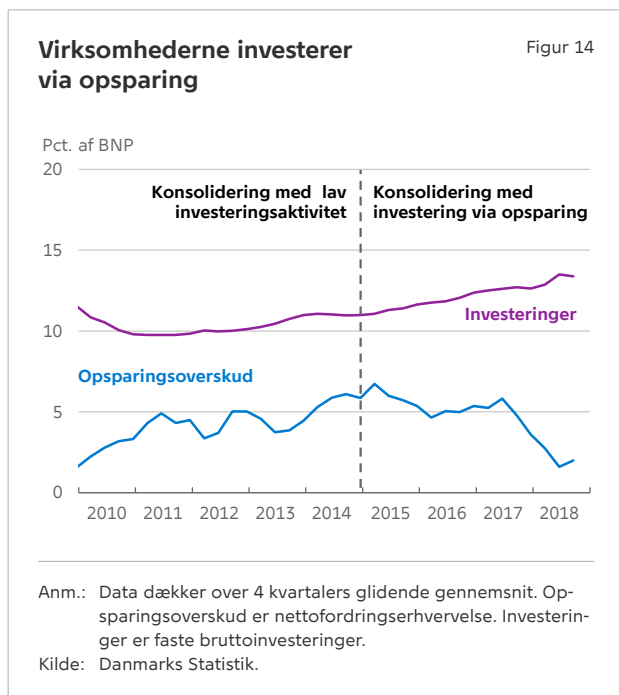
Faldende gearing B



Anm.: Samlet gæld opgjort i regnskabet i forhold til hele balancens størrelse.
 Kilde: Thomson Reuters Datastream, Danmarks Statistik og egne beregninger.

1. For samtlige danske selskaber i byerhvervene, eksklusive pengeinstitutter og energi- og vandforsyning.
 2. De børsnoterede aktieselskaber udgør knap en tredjedel af de ikke-finansielle selskaber målt ved resultat efter skat.
 3. Jf. Danmarks Nationalbank, Monetære og finansielle tendenser – september 2018, *Danmarks Nationalbank Rapport*, nr. 6, september 2018.

20 Typisk har virksomheder i sene faser af opsving finansieret investeringer med lån.



Aktiemarkeder

Danske aktier præget af store udsving

De seneste seks måneder er danske aktier (OMXC25 CAP) faldet 1 pct., jf. figur 15. Faldet i aktiepriserne skyldes udviklingen i danske bankaktier, som er faldet med 19 pct. De øvrige aktier er dermed steget en anelse. Til sammenligning er amerikanske aktier (S&P 500) faldet 2 pct., og europæiske aktier (Euro Stoxx) har været uændrede. De stort set uændrede aktiepriser dækker over et kraftigt fald i de sidste tre måneder af 2018 og en tilsvarende kraftig stigning i begyndelsen af 2019.

Aktiefald i efteråret 2018 var drevet af stigende risiko

En dekomponering²¹ af aktieprisfaldet i efteråret 2018 indikerer, at faldet i danske aktier var drevet af en stigning i risikopræmien, jf. figur 16. Stigende ri-

sikopræmier har også drevet aktiefaldene i USA og euroområdet i efteråret 2018. De højere risikopræmier skyldtes formentlig risici om den verserende handelskrig, frygten for en økonomisk afmatning og brexit. Rentefald understøttede derimod aktiemarkederne i alle tre områder i perioden.

Aktierisikopræmier er faldet igen i 2019

Stigningen i aktiepriserne i 2019 har været drevet af, at risikopræmierne er faldet tilbage til nær det samme niveau som før aktiefaldene i efteråret 2018. Udsvingene i aktiepriserne i løbet af de seneste seks måneder skal derfor ses i lyset af skiftende risikoappetit. Udviklingen står dermed i kontrast til de foregående år, hvor stigningerne i aktiepriserne primært var drevet af højere forventet indtjening.²²

21 En dividendediskonteringsmodel kan anvendes til at dekomponere drivkræfterne bag aktieprisændringer. Værdien af aktier afspejler investorers forventninger til virksomhedernes fremtidige indtjening samt deres villighed til at påtage sig risikoen ved at investere i aktier frem for eksempelvis obligationer. Risikopræmien er et mål for det ekstraafkast, som kræves i kompensation for at investere i en aktie frem for et "risikofrit" aktiv (obligation). Aktierisikopræmien vil pr. konstruktion falde, når aktiepriserne stiger, hvis intet andet ændres.

22 Jf. Danmarks Nationalbank, Monetære og finansielle tendenser – september 2018, *Danmarks Nationalbank Rapport*, nr. 6, september 2018.

Handelsfølsomme aktier faldt i hele 2018

De forskellige risici har afspejlet sig i forskellige sektorer i aktiemarkedet. Sektorer, som er særligt udsatte for handelskonflikter, er faldet kraftigt i hele 2018, i lyset af at handelskonflikten har været et tema året igennem, jf. figur 17. De mest konjunkturfølsomme sektorer steg indtil efteråret, hvorefter de faldt kraftigt. Skiftet er i tråd med, at der blandt investorerne indtil efteråret 2018 var generel optimisme om styrken på det økonomiske opsving, hvorefter forventningen om en kommende afmatning bredte sig. De mindre konjunkturfølsomme sektorer er også faldet i efteråret 2018, men mindre udpræget end de øvrige aktier.

Finansielle forhold samlet

Rentefald stimulerer økonomien

Husholdningernes gennemsnitlige lånerenter har været svagt faldende de seneste tre år, jf. figur 18. En sammenvægtning af renteomkostningerne på tværs af forskellige låneformer giver et overblik over de samlede ændringer i deres eksterne låneomkostninger over tid.²³

Når faldet i låneomkostninger over de seneste tre år ikke har været større, skyldes det, at realkreditrenterne kun er faldet lidt på grund af husholdningernes skifte til fastforrentede lån, jf. tidligere. Realkreditlån udgør mere end tre fjerdedele af husholdningernes gæld.

Virksomhedernes renter på gældsfinansiering er faldet på linje med husholdningernes. Samlet set er det lave pengepolitiske renteniveau blevet transmitteret til lånerenterne i økonomien, og pengepolitikken stimulerer fortsat økonomien.

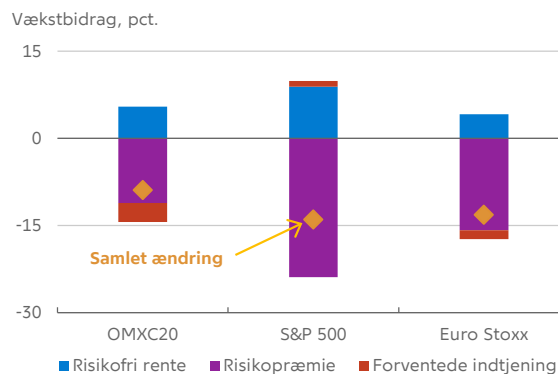
Det økonomiske opsving er hidtil ikke drevet af låntagning

De lave og faldende renter har det seneste halve år fortsat været den væsentligste drivkraft bag de lem-

²³ Virksomheder og husholdninger kan anvende flere eksterne lånefinansieringskilder, når de investerer eller forbruger. Ekstern finansiering er finansiering fra eksterne kilder, såsom banker eller de finansielle markeder. Det antages, at finansiering sker via nye lån i stedet for via en omlægning mellem aktiver, dvs. fx ved nedbringelse af indlån eller salg af aktier.

Stigende risiko drev aktiefald i efteråret 2018

Figur 16



Anm.: Udvikling fra 1. oktober 2018 til 31. december 2018. Baseret på OMXC20, Euro Stoxx og S&P 500. Implicit fremtidigt afkast er udledt via en approksimation til en 3-perioders dividendediskonteringsmodel. Som forventninger til indtjeningsvækst anvendes indsamlede konsensusforventninger fra aktieanalytikere samt en langsigtet forventet vækst, der er lig med den realiserede gennemsnitlige reale BNP-vækst tillagt 2 procentpoint. Som risikofrit aktiv anvendes en 10-årig statsobligation for det respektive land, som indekset tilhører. For Euro Stoxx anvendes en tysk 10-årig statsobligation.

Kilde: Thomson Reuters Datastream og egne beregninger.

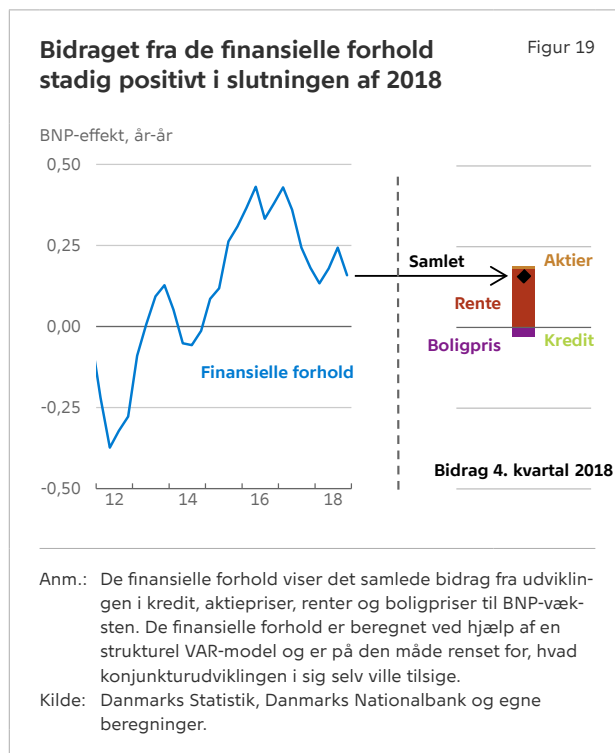
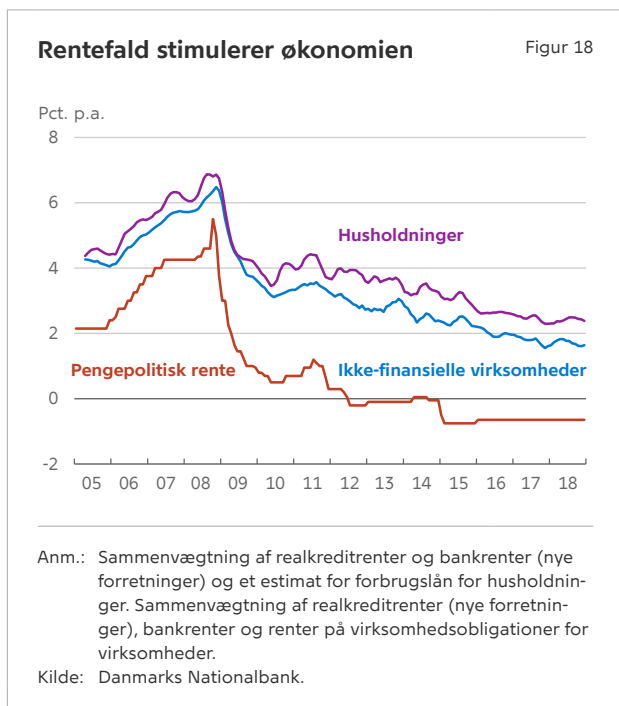
Handelskonflikt og risici for økonomisk afmatning har påvirket aktiemarkedene

Figur 17



Anm.: Globale sektorindeks. Egen kategorisering. "Handel" består af bilindustri, aluminium, industrielt maskineri, industriel transport og søfart. "Mindre konjunkturfølsom" består af drikkevarer og mad, telekommunikation, medier og it, medikoteknologi, forsyning og forsvar. "Konjunkturfølsom" består af personligt forbrug og detailhandel, fritidsaktiviteter og rejser samt computerhardware. Simpelt gennemsnit af totalafkastindeks.

Kilde: Thomson Reuters Datastream og egne beregninger.



pelige finansielle forhold, jf. figur 19. Faldet i aktiepriser i 2018 trak isoleret set den anden vej, men de seneste års aktieprisstigninger gør stadig, at aktiemarkedet vurderes at have en svagt stimulerende effekt på økonomien. Effekten af kreditudviklingen er stort set neutral for det økonomiske opsving, selv om udlånsvæksten er stigende. Opsvinget er derfor for nuværende ikke kreditdrevet. Overordnet set er de finansielle forhold stadig lempelige og bidrager til væksten i dansk økonomi.²⁴

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

OM ANALYSE



Som en konsekvens af Nationalbankens rolle i samfundet udarbejdes analyser af økonomiske og finansielle forhold.

Analyserne udkommer løbende og omfatter bl.a. vurderinger af den aktuelle konjunktursituation og den finansielle stabilitet.

Analysen består af en dansk og engelsk version. I tilfælde af tvivl om oversættelsens korrekthed gælder den danske version.

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

Redaktionen er afsluttet
15. marts 2019



**DANMARKS
NATIONALBANK**