

DANMARKS NATIONALBANK

15. MARTS 2017 — NR. 2

MONETÆRE OG FINANSIELLE TENDENSER – MARTS 2017

Stabil krone og roligt pengemarked

- Kronen har i de seneste måneder ligget stabilt over for euroen på et niveau lidt stærkere end centalkursen. I lyset af øget politisk usikkerhed i Europa steg efterspørgslen efter kroner i februar. På den baggrund intervererede Nationalbanken for 4,7 mia. kr. i februar, og valutareserven var 466,6 mia. kr. ved udgangen af måneden.
- Nationalbanken har fastholdt indskudsbevisrenten på -0,65 pct. siden januar 2016, og ECB har fastholdt indlånsrenten på -0,4 pct. siden marts 2016. Det pengepolitiske rentespænd til euroområdet er dermed uændret -0,25 procentpoint.
- De korte danske pengemarkedsrenter er blevet mere stabile efter Nationalbankens indførelse af daglige køb og salg af indskudsbeviser.

KONTAKT

Niels Lynggård Hansen
Underdirektør og chef for
Økonomi og Pengepolitik

nlh@nationalbanken.dk
+45 3363 6571

ØKONOMI
OG PENGEPOLITIK



Stabil kronkurs

Kronen har ligget stabilt på den stærke side af centalkursen

Læs mere



Fastholdte renter

Indskudsbevisrenten er uændret -0,65 pct

Læs mere



Daglige markeds- operationer

De danske pengemarkedsrenter er blevet mere stabile

Læs mere

Valutamarkedet

Stabil kronekurs

Kronen har i de seneste måneder ligget stabilt over for euroen på et niveau lidt stærkere end centralkursen i valutasamarbejdet ERM2, jf. figur 1. I løbet af februar steg efterspørgslen efter kroner, da der kom øget fokus på usikkerhed om udfaldene af de forestående valg i Europa, bl.a. det kommende præsidentvalg i Frankrig. Bankerne i det danske valutamarked absorberede i første omgang den øgede efterspørgsel ved at sælge kroner og øge deres beholdning af valuta. På den måde bidrog bankerne til at stabilisere kronen. I takt med at efterspørgslen efter kroner fortsatte, blev bankerne mindre villige til at påtage sig yderligere valutaeksponering. På den baggrund interverenerede Nationalbanken i februar i valutamarkedet ved at købe euro for 4,7 mia. kr. Det er et velkendt mønster. Bankerne øger og reducerer deres lagre af valuta inden for et vist interval og spiller dermed en stabiliserende rolle for kronen i tillid til, at Nationalbanken understøtter den faste kronekurs over for euro.¹

Efter interventionerne steg valutareserven til 466,6 mia. kr. ved udgangen af februar, jf. figur 2. Det svarer til 23 pct. af bruttonationalproduktet (BNP). Nationalbanken har fastholdt de pengepolitiske renter, og indskudsbevisrenten er dermed fortsat -0,65 pct. Forskellen til Den Europæiske Centralbanks (ECB) pengepolitiske rente har været uændret -0,25 procentpoint siden marts 2016.

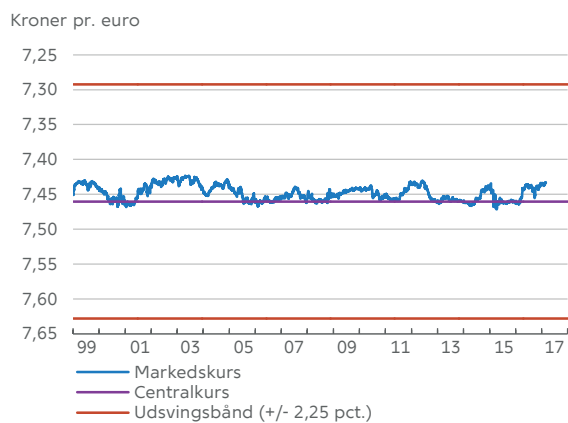
Dollar er styrket, og pund er svækket

Den danske fastkurspolitik over for euro betyder, at kronens bevægelser over for øvrige valutaer følger euroens. I det seneste år har der været betydelige udsving i det britiske pund, som bl.a. blev markant svækket efter Brexit-afstemningen, jf. figur 3. Pundets bevægelser har i høj grad været drevet af udmeldinger om udtrædelsesaftalen mellem EU og Storbritannien, herunder perspektiverne for en mulig handelsaftale med EU.

Den amerikanske dollar blev styrket over for euro efter det amerikanske præsidentvalg i begyndelsen af november 2016. Det afspejler markedsforventnin-

Stabil krone på den stærke side af centralkursen

Figur 1

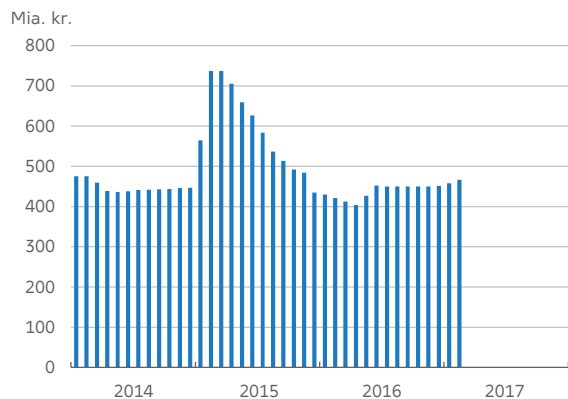


Anm.: Omvendt skala.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Valutareserve

Figur 2



Kilde: Danmarks Nationalbank.

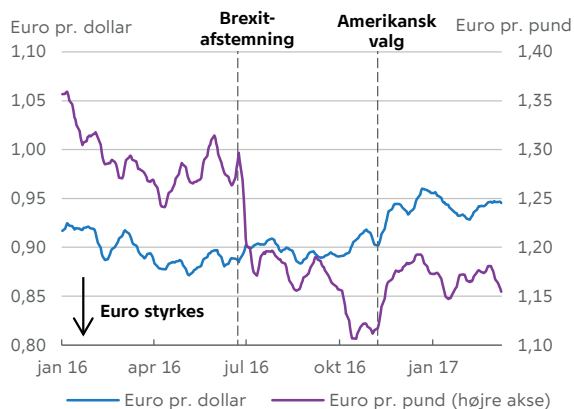
¹ Jf. Spange, Morten og Martin Wagner Toftdahl (2014), Fastkurspolitik i Danmark, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

ger om, at de amerikanske renter vil stige hurtigere end forventet før valget. I begyndelsen af marts lå dollarkursen over for euro på omtrent samme niveau som i slutningen af 2016.

I de senere år er det blevet dyrere at skaffe dollar via valutaswaps for udenlandske investorer, der ikke har direkte adgang til at låne i dollarmarkedet. Det har ført til betydelige afvigelser fra en normal situation, hvor valutakursen mellem to valutaer og valutaernes renteforskel er fuldt afspejlet i terminskursen (den såkaldte dækkede renteparitet). Det er udtryk for en knaphed på dollar uden for USA. Det kunne ligne en arbitragemulighed, men banker er globalt set blevet mindre villige til at bruge deres balance til sådanne handler. Samtidig er det langt fra alle banker, som har adgang til det amerikanske pengemarked, jf. boks 1.

Dollar er styrket, og pund er svækket

Figur 3



Anm.: Fem handelsdages glidende gennemsnit af valutakurser.
 Kilde: Bloomberg.

Dyrere dollarfinansiering

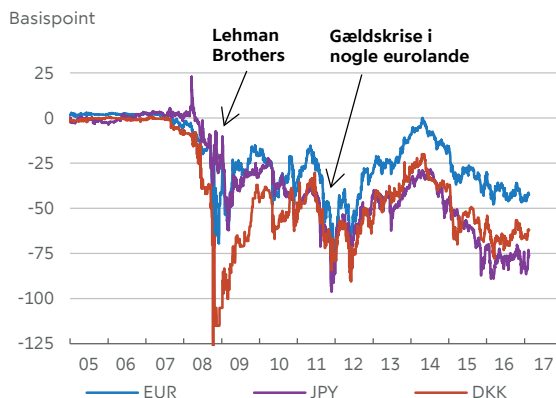
Boks 1

Fortsættes næste side

Det er blevet dyrere for japanske og europæiske investorer at finansiere sig i dollar via FX swaps og cross-currency basisswaps, dvs. aftaler hvor investorens valuta veksles til dollar for en given periode hhv. uden og med løbende rentebetalinger. Prisen på at låne dollar mod yen og euro er steget betydeligt siden 2014. Det skyldes bl.a. et øget fokus på omkostninger forbundet med størrelsen og sammensætningen af bankernes balancer, og at mange udenlandske banker har sværere ved at skaffe dollar direkte i det amerikanske pengemarked.

Prisen på at låne dollar via cross-currency basisswaps kan måles i basis. Basis er et rentetillæg, som investorer modtager, når de låner dollar mod en anden valuta. I begyndelsen af 2017 var basis faldet til ca. -80 basispoint for yen og -45 basispoint for euro i en 3-årig cross-currency basisswap, jf. figur. Det betyder, at investorer var villige til at modtage 0,80 procentpoint mindre i årlig rente på de yen, de udlåner i cross-currency basisswappen for dollar, end hvis de havde udlånt yen direkte i det japanske pengemarked. En negativ basis er et udtryk for en knaphed på dollar uden for USA.

Dyrere at skaffe dollar i valutaswaps i de senere år



Anm.: Basis på 3-årige cross-currency basisswap mod dollar.
 Kilde: Bloomberg.

Dyrene dollarfinansiering (fortsat)

Boks 1

Fortsættes næste side

Store afvigelser fra den dækkede renteparitet

Ifølge den dækkede renteparitet burde basis ligge tæt på nul. Afvigelser giver teoretisk set mulighed for arbitrage, idet en investor, fx en bank, i princippet kunne optage lån direkte i dollar-pengemarkedet frem for via valutaswaps.

Frem til 2008 var basis tæt på nul, men efter finanskrisen opstod store afvigelser fra pariteten, herunder mellem dollar og danske kroner. Afvigelsen opstod først som følge af en øget modpartsrisiko under finanskrisen og en knaphed på dollar.¹ Det betød, at amerikanske banker var mindre villige til at låne dollar ud til fx europæiske banker, der i stedet skaffede dollar ved at låne i andre valutaer og swappe til dollar. Basis blev derfor presset langt under nul. De europæiske banker kunne ikke udnytte denne umiddelbare arbitragemulighed, fordi de ikke kunne låne dollar direkte i det amerikanske pengemarked.

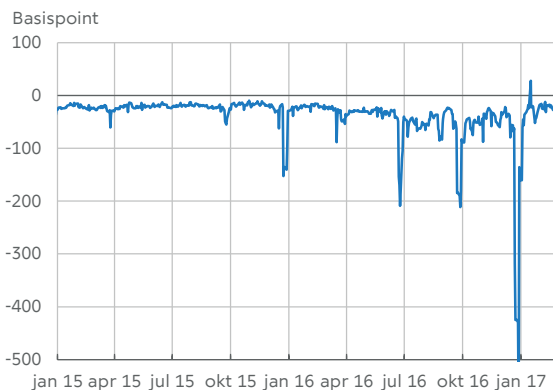
Afvigelsen fra rentepariteten blev også udvidet i forbindelse med statsgældskrisen i nogle eurolande i 2011-12. I takt med at statsgældskrisen stiltede af, steg basis, så den i midten af 2014 var tæt på nul for euro. Faldet i basis siden da er sket i en periode, hvor der ikke i samme grad har været uro på de finansielle markeder og tvivl om modparters kreditværdighed. Det er også tilfældet for danske kroner.

Afvigelsen fra rentepariteten i de seneste år skal snarere ses i lyset af bankernes øgede fokus på omkostninger forbundet med størrelsen og sammensætning af deres balancer, bl.a. som følge af ændret risikostyring og reguleringsmæssige tiltag. Et forsøg på at udnytte den umiddelbare arbitragemulighed medfører, at bankens balance bliver forøget. Siden 2014 har der været store udvidelser af basis ved kvartals- og årsskift for de korte valutaswaps, jf. figur. Udvidelsen af basis ved kvartals- og årsskift er et udtryk for, at bankerne ønsker at mindske balancer og risici i forbindelse med de offentlige regnskabsrapporteringer.^{2,3} Det kan være af hensyn til både investorer, regulerende myndigheder og andre interessenter. Fænomenet er også kendt som "window dressing".

En anden årsag til, at den umiddelbare arbitragemulighed ikke handles væk, kan være, at banker har forskellige finansieringsomkostninger. Arbitragemuligheden forudsætter, at

investorer er i stand til at låne dollar til dollar-Libor-renten og placere euro til Euribor-renten. I praksis er det ikke alle banker, som kan låne til dollar-Libor-renten og placere til Euribor-renten. Udenlandske banker har ikke adgang til billig dollar-finansiering via privatkunders bankindeståender, som amerikanske banker har. De må derfor skaffe dollarlikviditet ved fx at udstede kortfristede gældspapirer i dollar (fx Commercial Papers, CP'er). Ikke-amerikanske banker og banker med lavere kreditvurdering, der finansierer sig via CP'er, betaler typisk en højere rente end dollar-Libor-renten. Arbitragemuligheden er derfor i realiteten langt mindre eller ikke-eksisterende for en del af bankerne.⁴ CP'erne, som bankerne udsteder, er især blevet købt af amerikanske pengemarkedsfonde. En ny lovgivning indført i USA i oktober 2016 har medført en kraftig udstrømning af investeringer fra pengemarkedsfondene. Udstrømningen har betydet, at det er blevet sværere at skaffe dollarlikviditet via CP'er, og at basis siden sommeren 2016 er blevet endnu mere negativ.

Større afvigelser ved kvartalsskift



Anm.: Beregnet basis baseret på 1-uges FX swap mellem euro og dollar samt spænd mellem usikrede pengemarkedsrenter i USA og euroområdet. Annualiseret.

Kilde: Thomson Reuters Datastream og egne beregninger.

1. Jørgensen, Anders, Paul Lassenius Kramp, Carina Moselund Jensen og Lars Risbjerg (2011), Penge- og valutamarkedet under finanskrisen, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.
2. Borio, Claudio, Robert McCauley, Patrick McGuire og Vladyslav Sushko (2016), Covered interest parity lost: understanding the cross-currency basis, BIS, *BIS Quarterly Review*, September 2016.
3. Arai, Fumihiko, Yoshibumi Makabe, Yasunori Okawara og Teppei Nagano (2016), Recent trends in cross-currency basis, *Bank of Japan Review 2016-E-7*, September 2016.
4. Rime, Dagfinn, Andreas Schrimpf og Olav Syrstad (2016), Segmented money markets and covered interest parity arbitrage, *Working Paper*

Dyrene dollarfinansiering (fortsat)

Boks 1

Efterspørgsel efter dollarafdækning driver basis

Når bankerne ikke handler afvigelserne fra den dækkede renteparitet væk, betyder det, at ændringer i efterspørgslen efter dollar via valutaswaps slår mere direkte igennem i basis. En forskellig pengepolitik i USA, euroområdet og Japan har ændret på efterspørgslen efter dollar. Lave renter i Japan har tilskyndet japanske investorer til at søge højere afkast i udlandet.⁵ Det har betydet, at japanske banker og institutionelle investorers aktiver i dollar er vokset betydeligt. Mængden af passiver i dollar er imidlertid ikke fulgt med. Som følge heraf er gabet mellem japanske bankers og institutionelle investorers aktiver og passiver i dollar steget fra 900 mia. dollar i 2009 til 1.200 mia. dollar i 2015.⁶ Det har øget de japanske bankers efterspørgsel efter dollar-ven valutaswaps for at afdække den øgede valutarisiko, hvilket er med til at drive dollar-yen basis nedad.

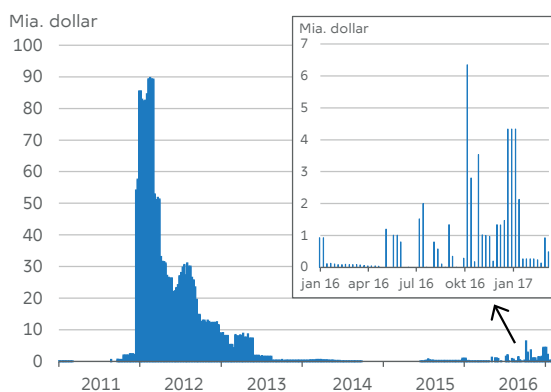
På tværs af valutaer ses en sammenhæng mellem størrelsen på basis og gabet mellem bankernes aktiver og passiver i dollar. I lande, hvor bankerne har flere aktiver end passiver i dollar og dermed et større behov for at afdække dollarrisiko, er basis markant mere negativ. Det gælder især i Japan og euroområdet. I Australien, hvor banksystemet omvendt har færre aktiver end passiver i dollar, er basis positiv.

Større brug af centralbankernes dollarfacilitet

For at lette udenlandske investorers adgang til dollar indførte den amerikanske centralbank i 2008 en dollarfacilitet, der gav andre centralbanker, herunder ECB, adgang til at låne dollar. Det har gjort det muligt for europæiske banker at låne dollar direkte fra ECB til en rente på 50 basispoint over dollar OIS-swaprenten, der normalt er lavere end Libor-renten.⁷ Dollarfaciliteten blev brugt i vid udstrækning under

statsgældskrisen i euroområdet i 2012. Efter at have været stort set ubrugt i 2014 og 2015 har den negative basis i slutningen af 2016 igen gjort det attraktivt at bruge dollarfaciliteten. Trækket på ECB's dollarfacilitet steg i slutningen af 2016 i forbindelse med årsskiftet, jf. figur. Tilsvarende fandt et øget træk på Bank of Japans dollarfacilitet også sted i 2016. Dollarfaciliteten er med til at sætte en grænse for, hvor negativ basis kan blive. Hvis basis bliver tilstrækkeligt negativ, vil det være mere attraktivt at låne dollar fra dollarfaciliteterne i centralbankerne.

Øget brug af ECB's dollarfacilitet i 2016



Anm.: Samlet træk på ECB's dollarfacilitet.
 Kilde: Federal Reserve.

5. Du, Wenxin, Alexander Tepper og Adrien Verdelhan (2017), Deviations from covered interest rate parity, *NBER Working paper No. 23170*.
 6. Borio, Claudio, Robert McCauley, Patrick McGuire og Vladyslav Sushko (2016), Covered interest parity lost: understanding the cross-currency basis, *BIS, BIS Quarterly Review*, September 2016.
 7. Omkostningen var oprindeligt 100 basispoint over OIS-renten, men blev siden reduceret til 50 basispoint over OIS-renten.

Pengemarkedet

Den danske fastkurspolitik over for euro betyder, at den danske pengepolitik er tæt knyttet til pengepolitikken i euroområdet. Forskellen mellem de pengepolitiske renter i Danmark og euroområdet har direkte afsmitning til forskellen mellem pengemarkedsrenterne i Danmark og euroområdet. Pengemarkedsspændet har afgørende betydning for at sikre kronens faste kurs over for euro.

ECB har fastholdt renterne, men har forlænget sit opkøbsprogram

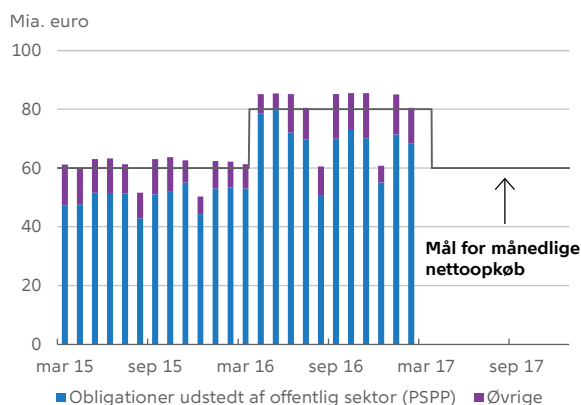
ECB holdt de pengepolitiske renter uændrede ved det seneste rentemøde i marts. ECB's indlånsrente er dermed fortsat -0,4 pct.

I december annoncerede ECB en justering af det udvidede program for opkøb af bl.a. stats- og virksomhedsobligationer i euroområdet. Det indebærer, at de månedlige nettoopkøb af obligationer med virkning fra april 2017 reduceres fra 80 til 60 mia. euro, jf. figur 4. Hovedparten af opkøbene er siden marts 2015 foretaget under det såkaldte Public Sector Purchase Programme (PSPP), hvor ECB har købt obligationer udstedt af den offentlige sektor i euroområdet, primært statsobligationer.

Det er hensigten, at nettoopkøbene fortsætter på et månedligt niveau på 60 mia. euro indtil udgangen af december 2017 – eller om nødvendigt endnu længere – og under alle omstændigheder indtil ECB ser en vedvarende ændring i inflationsudviklingen, som er i overensstemmelse med ECB's mål for inflationen. Målet er at holde inflationen under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt.

ECB valgte at tilpasse nogle af opkøbsprogrammets parametre fra januar 2017 for at understøtte implementeringen af programmet. Løbetidsspektret for kvalificerede obligationer under PSPP blev udvidet fra 2-30 årige obligationer til 1-30 årige obligationer. Samtidig tillader ECB nu opkøb af obligationer under PSPP med en effektiv rente under ECB's indlånsrente

ECB har justeret sit opkøbsprogram Figur 4



Anm.: ECB's opkøb er lavere i august og december på grund af sæsonbetonet reduktion i markedslikviditeten. På den baggrund er opkøbene typisk en smule højere i de øvrige måneder.

Kilde: ECB.

på -0,4 pct., i det omfang det er nødvendigt for at sikre en smidig implementering af opkøbsprogrammet.²

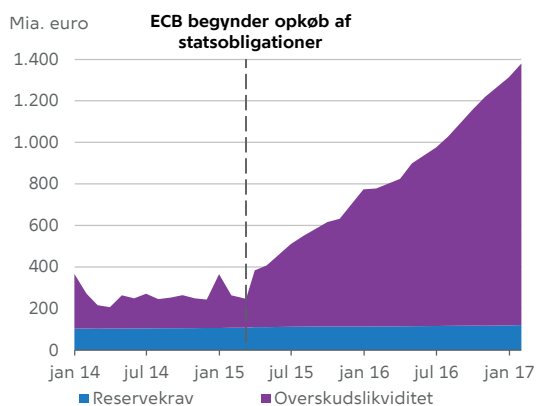
Opkøbsprogram medfører stort overskud af likviditet

ECB's opkøb af obligationer tilfører likviditet til banksektoren i euroområdet. Siden marts 2015 er overskudslikviditeten i euroområdet steget med 1121 mia. euro og var på 1260 mia. euro ved udgangen af januar 2017, jf. figur 5. Overskudslikviditeten er bankernes samlede indestående i centralbanken ud over summen af de enkelte bankers minimumskrav, de såkaldte reservekrav. Reservekravet er den mængde likviditet, som hver bank i euroområdet skal holde i reserve på deres anfordringskonti i den nationale centralbank i gennemsnit over en fastsat periode, også kaldet reservekravsperioden.

² ECB prioriterer opkøb af aktiver, hvor den effektive rente er over indlånsrenten. Det betyder, at omfanget af opkøb til effektive renter under indlånsrenten vil variere på tværs af lande. ECB har desuden understreget, at begrænsede og midlertidige afvigelser fra kapitaløglen er uundgåelige.

ECB's opkøbsprogram øger overskudslikviditeten i euroområdet

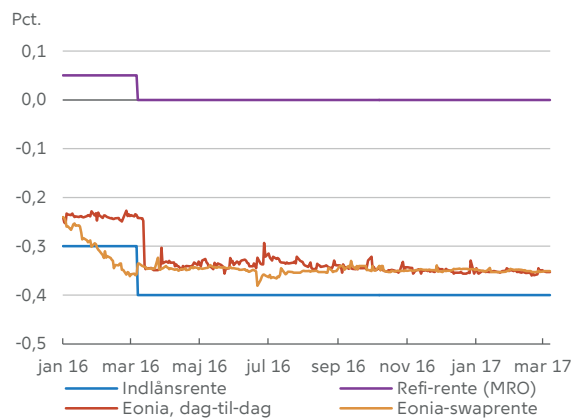
Figur 5



Kilde: ECB.

Lave og stabile pengemarkedsrenter i euroområdet

Figur 6



Anm.: Den viste Eonia-swaprente er en 3-måneders rente.
 Kilde: ECB og Bloomberg.

Stabile pengemarkedsrenter i Danmark og euroområdet

Den høje grad af overskudslikviditet bidrager til, at pengemarkedsrenterne i euroområdet er stabilt lave tæt på indlånsrenten, jf. figur 6. Forventningerne til de korte pengemarkedsrenter udtrykt ved 3-måneders Eonia-swaprenten er ligeledes stabile på samme niveau.

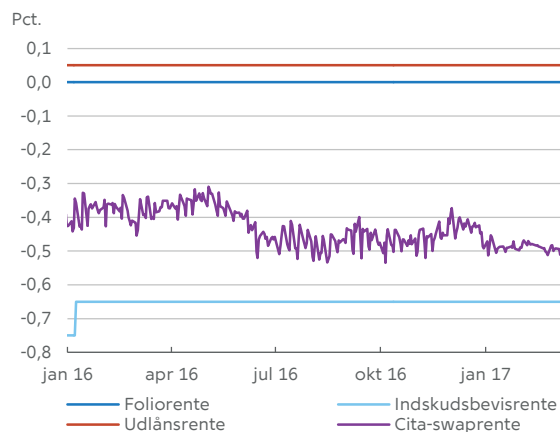
De danske pengemarkedsrenter har tilsvarende været meget stabile gennem en længere periode på et niveau omkring -50 basispoint, jf. figur 7. Det skal - ligesom i euroområdet - ses i lyset af, at der er rigelig kronelikviditet i den danske banksektor. Bankernes nettostilling over for Nationalbanken har de seneste måneder været omkring 200 mia. kr., jf. figur 8. Nettostillingen påvirkes primært af statslige betalinger og Nationalbankens interventioner i valutamarkedet. I lyset af det lave omfang af interventioner, skyldes udsvingene i nettostillingen i de seneste måneder primært de statslige betalinger. Med en samlet folioramme på omkring 31 mia. kr. indebærer niveauet for nettostillingen, at langt størstedelen af den overskydende likviditet i den danske banksektor placeres i indskudsbeviser til en rente på -0,65 pct.

Fortsat negativt pengemarkedsspænd

Den lave volatilitet i pengemarkedsrenterne i både Danmark og euroområdet har betydet, at pengemarkedsspændet over en længere periode har været meget stabilt på et niveau omkring -10 basispoint,

Danske pengemarkedsrenter på stabilt niveau

Figur 7



Anm.: Den viste 1-måneders Cita-swaprente er et markedsbaseret udtryk for forventningen til dag-til-dag pengemarkedsrenten (T/N-renten) i den kommende måned.
 Kilde: Thomson Reuters og Danmarks Nationalbank.

jf. figur 9. Det har bidraget til en rolig periode på det danske valutamarked.

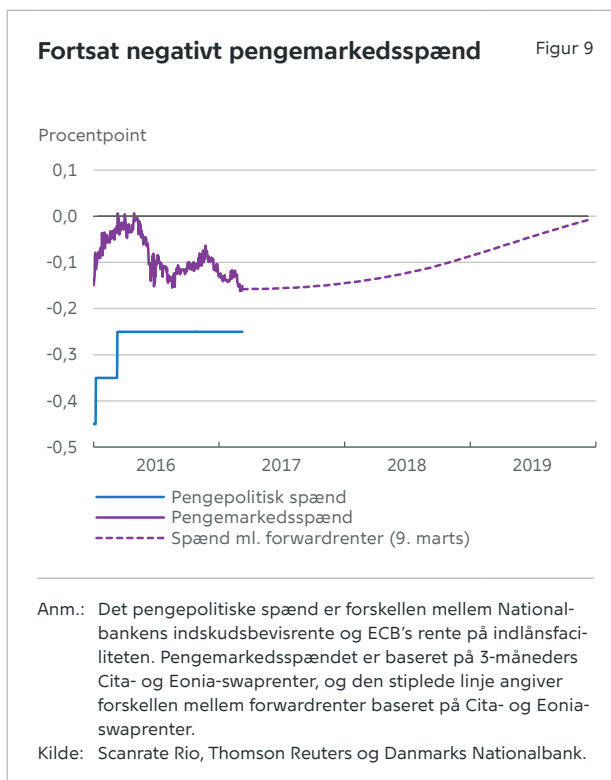
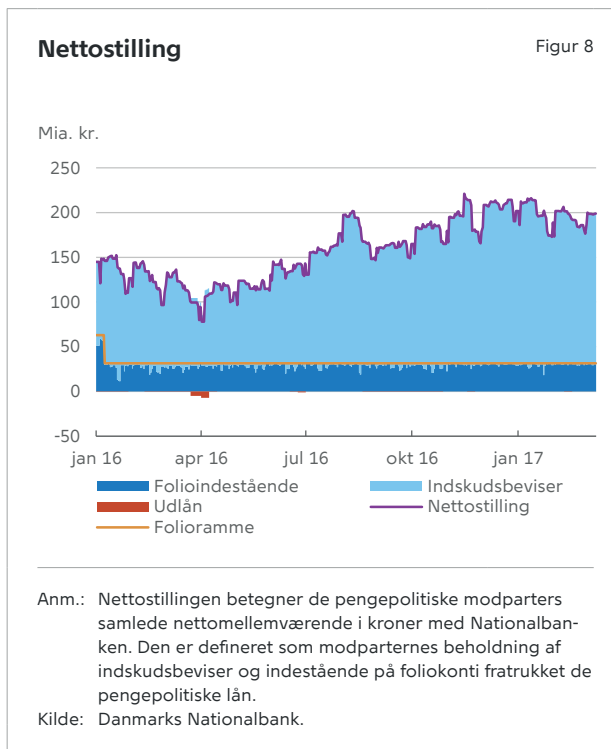
Aktuelle renter med længere løbetid peger i retning af markedsforventninger om en langsom normalisering af de pengepolitiske renter i euroområdet med negative renter frem til 2020. Det samme gør sig gældende i Danmark. De aktuelle markedspriser indikerer en forventning om, at spændet mellem 3-måneders pengemarkedsrenter i Danmark og euroområdet vil være svagt negativt i de kommende år.

Daglige markedsoperationer

Nationalbanken indførte fra begyndelsen af februar daglige køb og salg af indskudsbeviser. Det giver banksektoren mulighed for på daglig basis at skaffe eller placere likviditet i Nationalbanken, hvilket understøtter en smidig likviditetsudveksling. Samtidig blev tilbagekøbstillægget forhøjet fra 0,05 procentpoint til 0,10 procentpoint for at tilskynde bankerne til at udjævne likviditetsudsving indbyrdes. Indførelsen af daglige operationer skete efter en længere periode med mange ekstraordinære markedsoperationer, jf. boks 2, samt positive erfaringer fra en tre-ugers periode omkring årsskiftet, hvor bankerne dagligt havde adgang til at købe og sælge indskudsbeviser hos Nationalbanken.

Nationalbankens daglige køb og salg af indskudsbeviser har medført, at referencerenten for pengemarkedsudlån – T/N-renten – er blevet mere stabil, jf. figur 10. Dels er den tekniske volatilitet³ relateret til ugedage fjernet, dels er det ugentlige gennemsnit af T/N-renten blevet mere stabilt. Stabiliteten i T/N-renten har også smittet af på Cita-renteswapmarkedet⁴, der i perioden med daglige markedsoperationer ikke har udvist samme udsving som tidligere.

De nye tiltag har tilsyneladende ikke påvirket omfanget af bankernes indbyrdes likviditetsudveksling på dag-til-dag pengemarkedet, jf. figur 11. Den gennemsnitlige daglige omsætning i T/N-markedet i



3 For en beskrivelse af den tekniske volatilitet, se Andresen, Morten Fremlich, Mark Strøm Kristoffersen og Lars Risbjerg (2015), Pengemarkedet ved pres på kronen og negative renter, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

4 I en Cita-renteswap betaler den ene part gennemsnittet af T/N-renten over perioden og modtager en fast rente, der aftales ved swapkontraktens indgåelse.

Nationalbankens ekstraordinære markedsoperationer

Boks 2

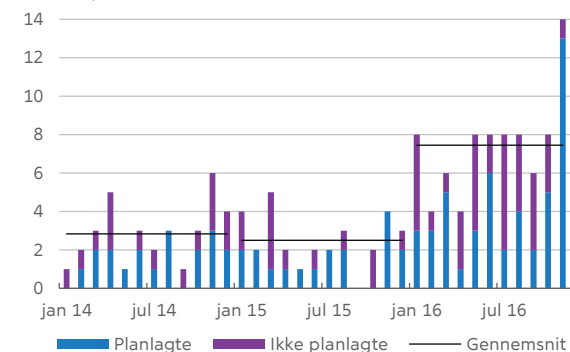
Nationalbanken gennemfører på sidste bankdag i hver uge markedsoperationer, hvor bankerne har mulighed for at optage pengepolitiske lån mod sikkerhed og placere indskud ved at købe indskudsbeviser udstedt af Nationalbanken. Ved større udsving i likviditeten har Nationalbanken tilbudt at tilbagekøbe eller sælge indskudsbeviser uden for de faste ugentlige markedsoperationer.

De seneste år har det i stigende grad været nødvendigt at gøre brug af ekstraordinære markedsoperationer – både planlagte og ikke-planlagte operationer, jf. figur. Bankerne har dermed oftere haft adgang til at handle indskudsbeviser med Nationalbanken. Denne stigning i Nationalbankens brug af ekstraordinære markedsoperationer skal bl.a. ses i lyset af, at mønstrene for indbetalinger til staten fra virksomhederne har ændret sig i takt med bankernes indførelse af negative indlånsrenter for flere virksomheder. I en periode med ændrede betalingsmønstre, har likviditetsudsvingene i banksektoren været mindre forudsigelige. Samtidig har bankerne haft rentemæssigt incitament til at placere mest muligt på foliokontoen. Som en konsekvens heraf skal der blot ske små likviditetstilførsler, før foliorammen overskrides, og Nationalbanken må åbne ekstraordinært for at sælge indskudsbeviser.

I en tre-ugers periode omkring årsskiftet havde bankerne ekstraordinært adgang til dagligt at købe og sælge indskudsbeviser i Nationalbanken. Indførelsen af daglige køb og salg af indskudsbeviser fra begyndelsen af februar skete bl.a. på baggrund af positive erfaringer fra denne periode.

Ekstraordinære markedsoperationer

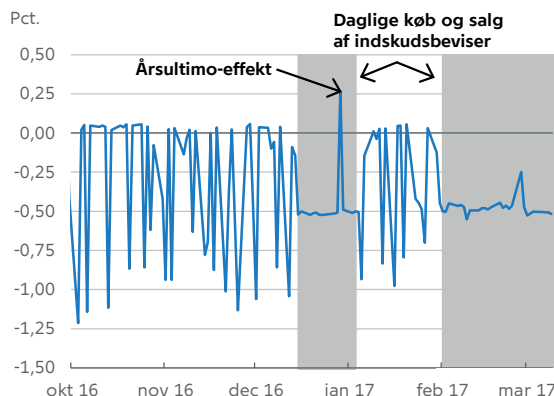
Antal ekstraordinære markedsoperationer



Anm.: Antal ekstraordinære markedsoperationer pr. måned. Ekstraordinære markedsoperationer er enten køb og/eller salg af indskudsbeviser.
 Kilde: Danmarks Nationalbank.

Dag-til-dag pengemarkedsrenten

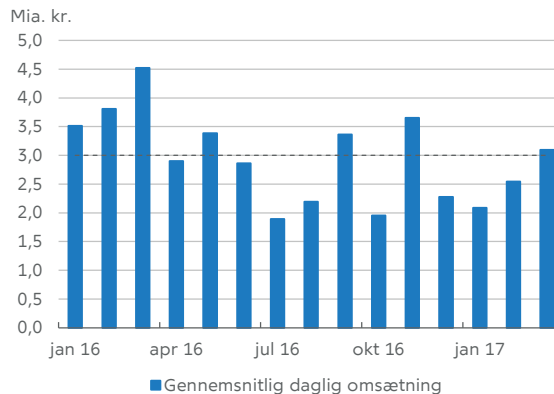
Figur 10



Anm.: T/N-renten. De store udsving afspejler den tekniske volatilitet.
 Kilde: Finans Danmark.

Omsætning i T/N-markedet

Figur 11



Anm.: På dage med omsætning under 3 mia. kr. bliver fastsættelsen af T/N-renten suppleret med kvoterede satser. For marts 2017 er vist den gennemsnitlige daglige omsætning til og med 9. marts.
 Kilde: Finans Danmark.

februar 2017 var på omtrent samme niveau som i 2. halvår 2016. På dage med omsætning under 3 mia. kr. fastsættes T/N-renten dels på baggrund af rentesatser på den faktiske omsætning, dels ud fra kvoterede satser indberettet af et panel af banker. De kvoterede satser hjælper med at sikre en retvisende T/N-rentefastsættelse på dage med lav omsætning. I perioden med daglige markedsoperationer har der været mindre spredning i bankernes kvoteringer for T/N-renten. Det indikerer, at der er bred enighed om markedsprisen på T/N-renten.

Ingen tegn på ekstraordinær kontantefterspørgsel

Der er fortsat intet, der tyder på, at de negative indlånsrenter for visse kundesegmenter har fået efterspørgslen efter kontanter til at stige ekstraordinært. Der er ikke observeret nævneværdigt større efterspørgsel efter kontanter fra de kundesegmenter, der er pålagt negativ rente, fx forsikrings- og pensions-selskaber og store virksomheder. Husholdningernes bankindsud forventes ikke negativt. Dertil kommer, at elektroniske betalinger typisk er et væsentligt billigere og nemmere betalingsmiddel for både banker, forretningsdrivende og forbrugere. Det kommer bl.a. til udtryk ved, at kontanters andel af privates betalinger er faldet støt igennem de seneste årtier, jf. figur 12.

Stats- og realkreditobligationer

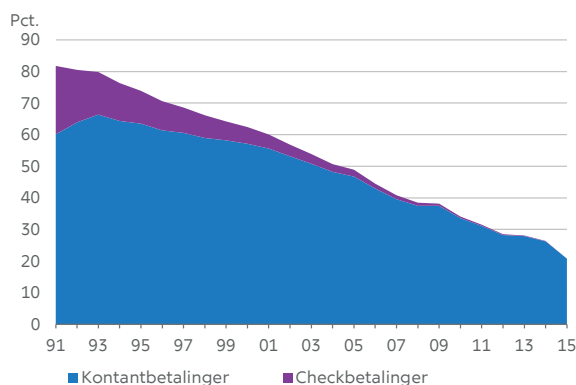
De lange statsobligationsrenter steg i efteråret 2016 i flere avancerede økonomier, især i perioden omkring præsidentvalget i USA, jf. figur 13. Det afspejler forbedrede vækstudsigter og højere forventet inflation. Sidstnævnte fremgår af de markedsudledte langsigtede inflationsforventninger, der er steget, jf. figur 14.

De lange renter er dog fortsat lave set i et længere perspektiv. Det skyldes bl.a., at der er et stort globalt opsparingsoverskud. Inflationsforventningerne er også lave sammenlignet med niveauet i 2000'erne. I eurområdet giver det anledning til markedsforventninger om en længere periode med lempelig pengepolitik.

Renterne på de italienske statsobligationer er steget mere end i de øvrige eurolande, og rentespændet til lange tyske statsobligationer er steget med mere end 50 basispoint siden efteråret 2016, jf. figur 15.

Kontanters andel af privates betalinger falder støt

Figur 12

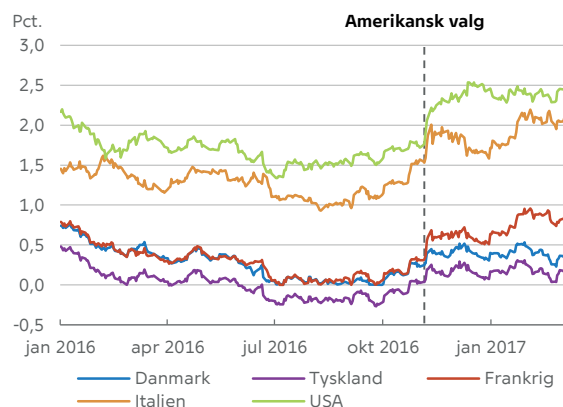


Anm.: Skøn for andelen af kontantbetalingeres værdi af detailomsætningen

Kilde: Rapport om kontanters rolle i samfundet, Betalingsrådet.

Højere lange renter i de avancerede økonomier

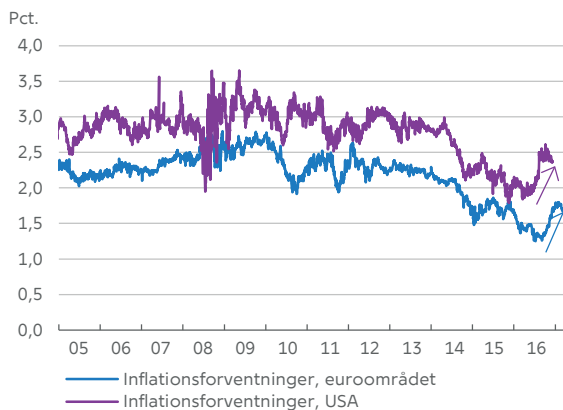
Figur 13



Anm.: Af hensyn til sammenlignelighed mellem landene er her vist 9-årige parrenter.

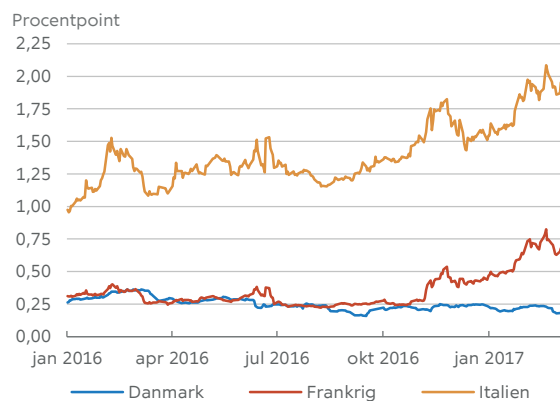
Kilde: Nordea Analytics.

Inflationsforventningerne er steget Figur 14



Anm.: Inflationsforventninger om fem år og fem år frem udledt via inflationsswaps (5Y5Y).
 Kilde: Bloomberg.

Statsrentespænd til Tyskland Figur 15



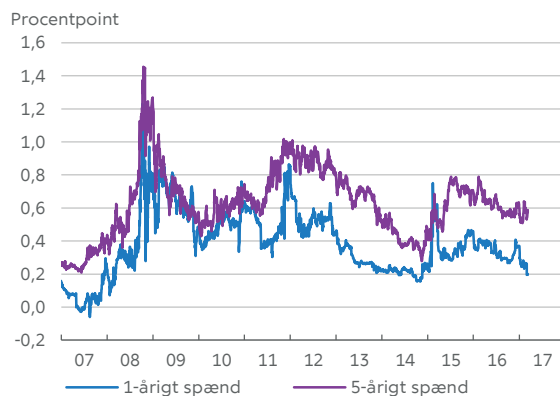
Anm.: Af hensyn til sammenlignelighed mellem landene er her vist 9-årige parrenter.
 Kilde: Nordea Analytics.

Det afspejler både øget fokus på problemer i flere af landets banker og politisk usikkerhed, efter at premierminister Matteo Renzi trådte tilbage som en konsekvens af, at forslaget om en ændring af forfatningen ikke blev vedtaget ved folkeafstemningen i december. Rentespændet mellem Frankrig og Tyskland er også udvidet, hvilket kan være påvirket af, at en af kandidaterne i det kommende franske præsidentvalg har stillet spørgsmålstegn ved landets deltagelse i euroen.

Den 10-årige danske statsobligationsrente har fulgt udviklingen i Tyskland og er steget med omkring 30 basispoint siden efteråret 2016. Den 2-årige danske statsobligationsrente har været uændret på et niveau omkring -0,60 pct. i en længere periode. Dermed er den danske statsrentekurve blevet stejlere siden efteråret.

Rentekurven for danske realkreditobligationer er også blevet stejlere. Renterne på de 1-årige rentetilpasningsobligationer faldt i begyndelsen af året til et niveau omkring -0,50 pct. i begyndelsen af marts. Spændet til 1-årige statsobligationsrenter var dermed tæt på det laveste niveau siden finanskrisen, jf. figur 16. En medvirkende årsag til det lave spænd er, at udbuddet af de korteste rentetilpasningsobligationer er faldet gradvist, i takt med at realkreditinstitutternes bidragsstruktur i stigende grad har tilskyndet låntagere til at optage lån med længere rentebindingsperiode.

Reducerede spænd mellem stats- og realkreditobligationsrenter Figur 16



Anm.: Spænd mellem realkreditobligations- og statsobligationsrenter. Baseret på 1- og 5-årige parrenter.
 Kilde: Nordea Analytics.

De mellemlange og lange realkreditobligationsrenter er steget en anelse mindre end statsobligationsrenter med tilsvarende løbetid. Det 5-årige rentespænd mellem realkredit- og statsobligationsrenter er reduceret gradvist over det seneste års tid og er nu på niveau med gennemsnittet for de seneste 10 år.

Kredit til danske virksomheder og husholdninger

Beskeden vækst i udlån til husholdninger og erhverv

Bankernes udlån til husholdninger fortsatte med at falde i 2016, mens bankudlånet til erhverv var stort set uændret i 2015 og 2016, jf. figur 17. Realkreditudlånet til både husholdninger og erhverv voksede fortsat beskeden, men stabilt i 2016 med henholdsvis 1,8 og 2,8 pct. i forhold til 2015. Samlet set har udlånet til både private og erhverv udviklet sig meget stabilt igennem en længere årrække.

Realkreditudlån til private boliger er i stigende grad med afdrag. For første gang siden 2009 udgør realkreditudlån til ejerboliger og fritidshuse med afdrag over halvdelen af det samlede realkreditudlån til private låntagere, jf. figur 18. Vendingen er en naturlig konsekvens af realkreditinstitutternes bidragsstruktur, der giver boligejerne tilskyndelse til at optage lån med afdrag.

Bankernes rentemarginal over for husholdninger falder fortsat

Bankernes gennemsnitlige renter på forbrugsudlån fortsatte med at falde i 2016. Samtidig faldt indlånsrenterne kun svagt igennem 2016. Det skal ses i lyset af, at de danske banker ikke har fastsat negative renter på indlånskonti for private kunder. Udviklingen betyder, at bankernes rentemarginal over for husholdningerne fortsatte med at falde.

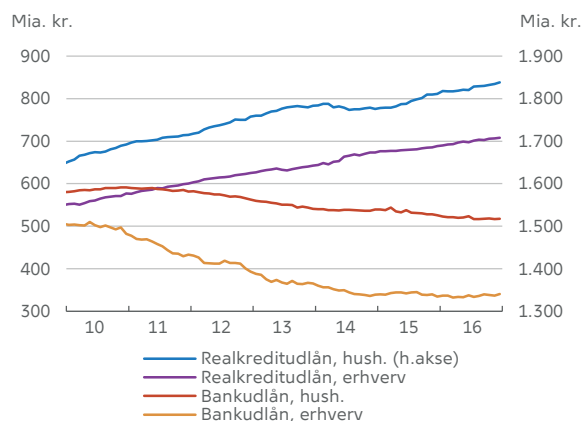
Realkreditinstitutterne strammer fortsat kreditstandarderne over for husholdningerne

I Nationalbankens seneste udlånsundersøgelse angav realkreditinstitutterne, at de strammede kreditstandarderne lidt over for husholdningerne i 4. kvartal 2016, mens de lempede for erhverv, jf. figur 19. I 1. kvartal 2017 forventer institutterne generelt, at udviklingen fortsætter på samme måde.

Stramningerne for private er bredt funderet, hvor institutterne på skift har strammet lidt siden slutningen

Det samlede udlån til husholdninger og erhverv vokser svagt

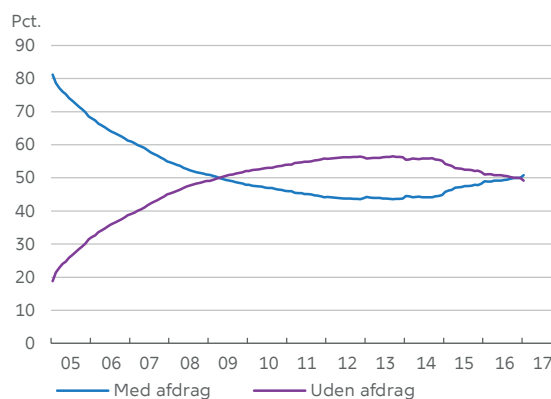
Figur 17



Anm.: Data er opgjort til nominal værdi og er sæsonkorrigeret.
 Kilde: Danmarks Nationalbank.

Realkreditlån med afdrag atter på niveau med lån uden afdrag

Figur 18



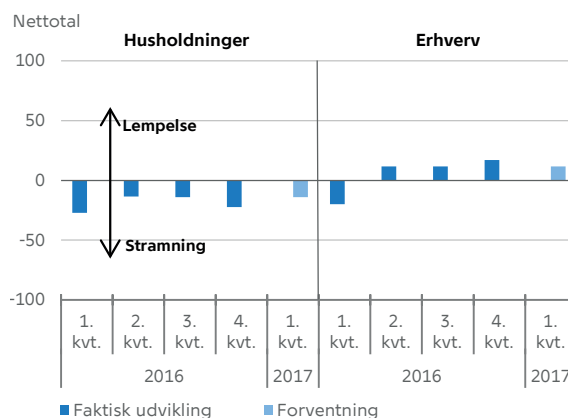
Anm.: Realkreditudlån til ejerboliger og fritidshuse.
 Kilde: Danmarks Nationalbank.

af 2015. Stramningerne over for de private låntagere begrundes fortsat primært i Finanstilsynets vejledning fra januar 2016 om forsigtighed i kreditvurdering ved belåning af boliger i vækstområder.

Lempelserne for erhverv er koncentreret på få institutter. For erhvervsvirksomhederne begrundes lempelserne som tidligere bl.a. i konkurrenternes adfærd og forventninger til udviklingen i økonomien. Bankerne melder ligeledes om små lempelser af kreditstandarderne over for erhverv som følge af konkurrenternes adfærd.

Realkreditinstitutterne lempet kreditvilkår for erhverv, men strammer for husholdninger

Figur 19



Anm.: Udlånsundersøgelsen er en kvalitativ statistik baseret på besvarelser fra de største danske penge- og realkreditinstitutter. Et negativt tal indikerer en stramning og et positivt en lempelse. Fx vil et nettotal på -100 (100) svare til, at alle institutter har strammet (lempet) kreditstandarderne en del, mens et nettotal på -50 (50) kan svare til, at alle institutter har strammet (lempet) kreditstandarderne lidt.

Kilde: Danmarks Nationalbank.