

DANMARKS NATIONALBANK

17. MARTS 2021 — NR. 6

MONETÆRE OG FINANSIELLE TENDENSER – MARTS 2021

Lempelige finansielle vilkår understøtter realøkonomien



De lange renter er steget

Stigende inflationsforventninger i USA og euroområdet har bidraget til at øge markedsdeltagernes forventninger til de fremtidige pengemarkedsrenter. Det har især øget de lange danske obligationsrenter.



Kronen er styrket en smule

Siden marts 2020 er kronen blevet moderat styrket. I februar 2021 interвенerede Nationalbanken i valutamarkedet og købte valuta for 0,4 mia. kr. Før da interвенerede Nationalbanken senest i marts 2020.



Finansielle forhold understøtter realøkonomien

De finansielle markeder har været mindre påvirkede af 2. bølge af covid-19 end i foråret 2020. Selvom de lange renter er steget, er renteniveauet fortsat lavt, og aktie- og boligpriser er steget det seneste halve år. Samlet vurderes de finansielle forhold at understøtte økonomien.

INDHOLD

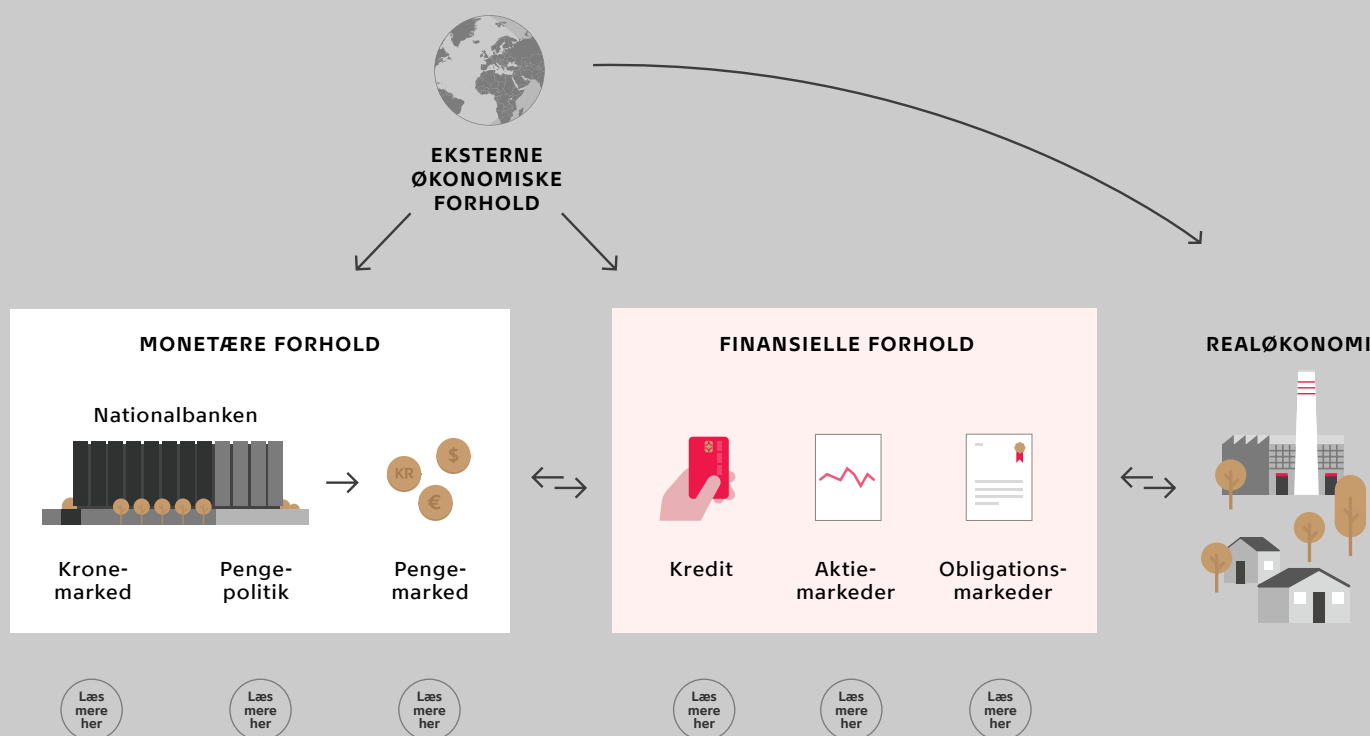
- 2 NATIONALBANKEN ANALYSERER MONETÆRE OG FINANSIELLE FORHOLD
- 3 VIGTIGSTE TENDENSER PÅ DE FINANSIELLE MARKEDER
- 4 ØKONOMIEN OG DE FINANSIELLE FORHOLD
- 5 PENGEPOLITIK OG PENGEMARKEDET
- 9 KRONEMARKEDET
- 11 OBLIGATIONS-MARKEDET
- 12 AKTIEMARKEDET
- 14 KREDIT OG PENGE

Nationalbanken analyserer monetære og finansielle forhold

Nationalbanken udgiver to gange om året analysen *Monetære og finansielle tendenser*. Analysen omhandler bl.a. udviklingen på de vigtigste rente- og aktiemarkeder samt udviklingen i kreditgivning og på kronemarkedet.

De monetære og finansielle forhold er relevante for dansk økonomi af flere grunde. Først og fremmest er udviklingen i pengemarkederne centrale for kronekursen og dermed Nationalbankens implementering af fastkurspolitikken. Herudover er de finansielle forhold vigtige for Nationalbankens vurdering af den aktuelle udvikling i dansk økonomi og af, om makrofinansielle ubalancer er under opbygning. Et vigtigt element er vurderingen af, hvordan Nationalbankens fastsættelse af de pengepolitiske renter påvirker de finansielle og økonomiske forhold i Danmark.

Finansielle sammenhænge



Vigtigste tendenser på de finansielle markeder

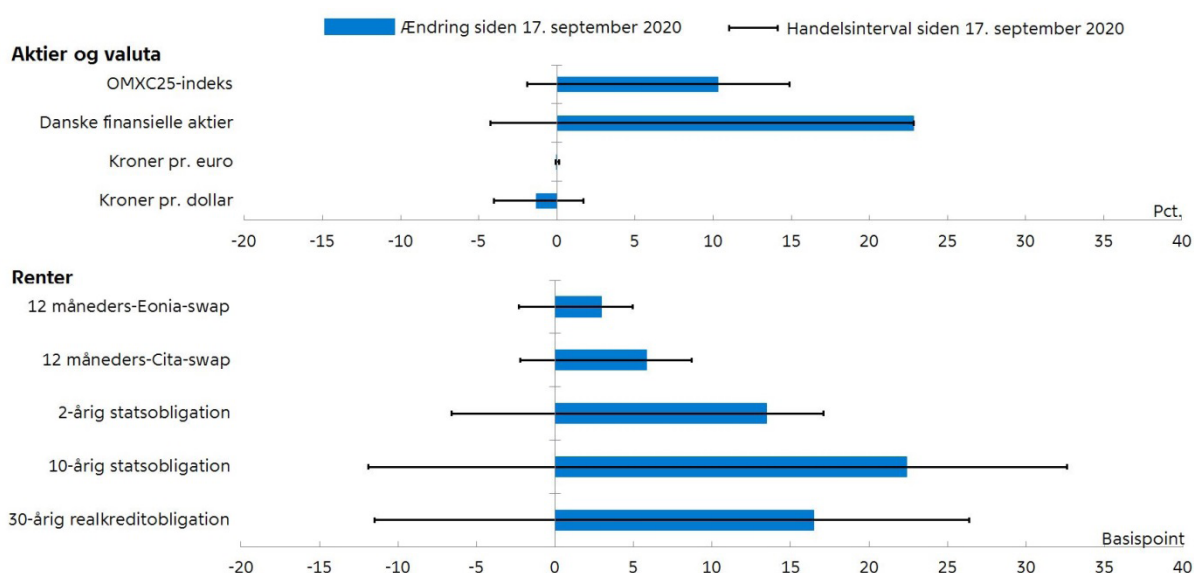
Den globale økonomi er kraftigt påvirket af 2. bølge af covid-19-pandemien, som har givet anledning til nye restriktioner og nedlukninger henover vinteren. I mange lande har det medført et nyt tilbageslag i økonomien i begyndelsen af året. Samtidig har der været stigende volatilitet på det danske aktie- og obligationsmarked, men sammenlignet med foråret 2020 har usikkerheden og prislefaldene på de finansielle markeder været begrænsede. Det skal ses i lyset af den fortsat lempelige finans- og pengepolitik samt godkendelsen og udrulningen af covid-19-vacciner.

De aktuelle restriktioner forsinker genopretningen af økonomierne, men der er samtidig udsigt til en

hurtig genopretning, i takt med at økonomierne genåbnes. Sammen med udsigten til en ny, stor finanspolitisk hjælpepakke i USA har det øget især de amerikanske inflationsforventninger, men også de europæiske er steget. Det kan have bidraget til at øge markedsdeltagernes forventninger til de fremtidige pengepolitiske renter. Særligt i USA, men også i euroområdet og herhjemme, har det fået de lange renter til at stige i 2021.

Kronens kurs over for euroen er styrket lidt det seneste halve år, og Nationalbanken intervererede i valutamarkedet i februar 2021 ved at købe valuta for 0,4 mia. kr.

Finansielle markeder har været rolige under 2. bølge af covid-19



Anm.: Ændringer ved redaktionens afslutning d. 12. marts 2021 i forhold til seneste udgave af Monetære og finansielle tendenser (afsluttet 17. september 2020). De sorte linjer angiver mindste og største ændring over hele perioden. 2- og 10-årige statsobligationer er benchmarkobligationerne med udløb i henholdsvis 2022 og 2029. OMXC25 er det toneangivende danske aktieindeks. 12 måneders-Cita-swap er den faste rente i en swap, som markedsdeltagerne vil bytte for T/N-renten over det kommende år. EONIA er den europæiske pendant til Cita. Den 30-årige realkreditrente er en 1-procent-Nykredit-realkreditobligation med udløb i 2053.

Kilde: Refinitiv Datastream og Eikon.

Økonomien og de finansielle forhold

De finansielle markeder understøtter realøkonomien

Siden årsskiftet er volatiliteten på det danske aktiemarked og den toneangivende 10-årige statsobligation steget, jf. figur 1. Volatiliteten på de finansielle markeder er dog fortsat markant mindre end under pandemiens udbrud i starten af 2020. Risikopræmierne på de finansielle markeder er ikke udvidet væsentligt under 2. bølge af covid-19-pandemien.

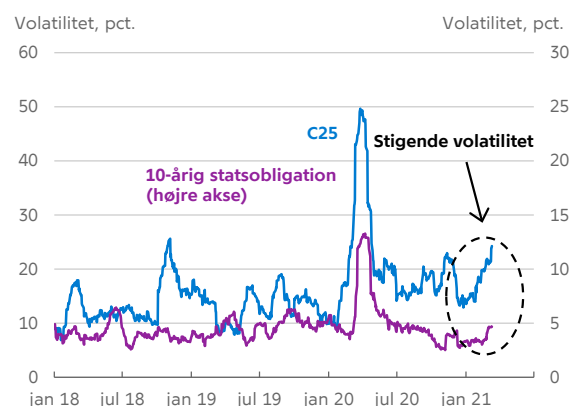
Det betyder, at danske husholdninger og virksomheder fortsat har lave finansieringsomkostninger sammenlignet med de seneste år, jf. figur 2. Den seneste stigning i de lange renter slår kun delvist igennem på de samlede finansieringsomkostninger, da de private aktører også i høj grad anvender finansiering med kort løbetid. For husholdninger udgør 30-årige realkreditobligationer eksempelvis kun omtrent en tredjedel af gældsfinansieringen.

Stigningen i de lange nominelle renter hænger sammen med, at markedsdeltagerne har øget deres forventninger til de fremtidige pengepolitiske renter. Det skyldes bl.a. højere inflationsforventninger i euroområdet, jf. *Pengepolitik og pengemarkedet*.¹ De lange realrenter er derfor steget en smule siden årsskiftet, men i mindre grad end de nominelle renter. Selv om realrenterne er steget, er de fortsat lave i et længere historisk perspektiv.

Udover lave finansieringsomkostninger bidrager højere aktiekurser og stigende boligpriser også til, at de finansielle forhold samlet set vurderes at understøtte realøkonomien. Stigende boligpriser kan have afsmittende effekt på realøkonomien, hvis boligejerne øger deres forbrug eller investeringer som følge af højere friværdi. De finansielle forhold estimeres at understøtte den årlige BNP-vækst med 0,9 procent i første kvartal 2021, hvoraf stigende boligpriser bidrager mest, jf. figur 3. Bidraget fra de finansielle forhold til BNP-væksten er renset for den generelle konjunkturudvikling. I den nuværende situation er det forbundet med større usikkerhed end normalt, da økonomien i høj grad påvirkes af restriktioner og nedlukninger.

Volatiliteten er steget, men er stadig lav

Figur 1

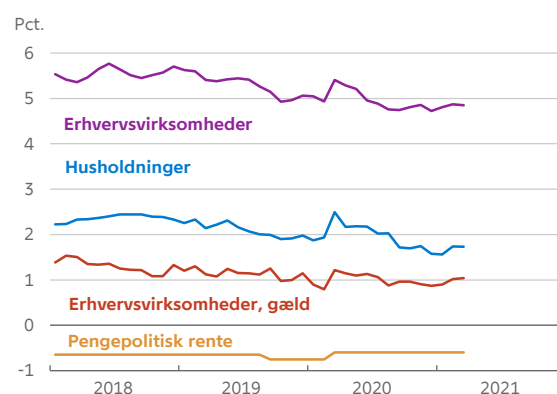


Anm.: Beregnet årlig volatilitet baseret på daglige prisændringer for de seneste 22 handelsdage. C25 er det toneangivende danske aktieindeks. Den 10-årige statsobligation er statens benchmark-obligation med udløb i 2029.

Kilde: Refinitiv Eikon og Datastream.

Husholdninger og virksomheder har fortsat adgang til billig finansiering

Figur 2



Anm.: Omkostninger ved ekstern finansiering for husholdninger og erhvervsvirksomheder. Erhvervsvirksomheder anvender i høj grad egenkapitalfinansiering, hvilket er en væsentlig forklaring på deres relativt høje omkostninger. Seneste måned er marts 2021, som er baseret på tilgængelig data ved redaktionens afslutning. Se flere detaljer om metode i boks 1 i Monetære og finansielle tendenser – Rentefald og konverteringsbølge, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 19, september 2019.

Kilde: Danmarks Nationalbank, Danmarks Statistik, Refinitiv Datastream og Eikon samt egne beregninger.

1 De danske inflationsforventninger følger i store træk udviklingen i euroområdet pga. fastkurspolitikken.

Pengepolitik og pengemarkedet

Statens finansierungsbehov og dermed nettostillingen har været lavere end forventet

Statens nettoudbetalinger har været lavere end forudsat i prognoser over statens finanser og nettofinansierungsbehov for efteråret 2020. Det har resulteret i, at nettostillingen – forskellen mellem bankernes ind- og udlån i Nationalbanken – har været lavere end forventet det seneste halve år, jf. figur 4.

Statens indtægt fra PAL-skat for 2020 har været ekstraordinært høj, bl.a. på grund af høje aktieafkast. Indbetalingen af skatten i januar og februar 2021 har alt andet lige reduceret nettostillingen.

Lav nettostilling har givet anledning til udsving i de korte pengemarkedsrenter

Den lave nettostilling har øget volatiliteten i pengemarkedsrenterne. Det har været særligt udtalt for dag til dag-referencerenten på det danske pengemarked, Tomorrow-Next (T/N)-renten, jf. figur 5. T/N-renten angiver prisen for at låne likviditet i pengemarkedet fra i morgen til i overmorgen. På dage med lav nettostilling har der været tendens til en højere T/N-rente. Når nettostillingen har været under et vist niveau (cirka 125-130 mia. kr.), har der været særligt store stigninger i T/N-renten, jf. figur 6.

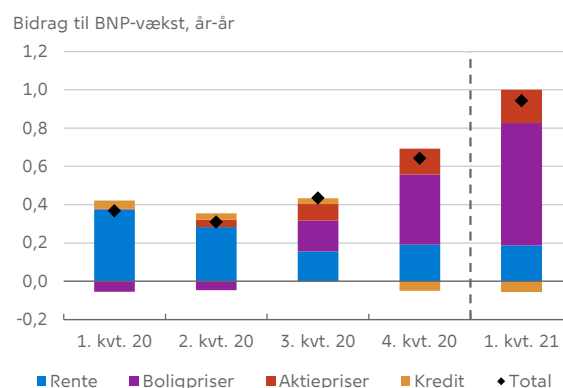
Teknisk tilpasning af Nationalbankens pengepolitiske instrumenter

Ved en lav nettostilling bliver gennemslaget af Nationalbankens pengepolitiske renter til pengemarkedsrenterne mere ustabil, da bankernes indskud på foliokonti kommer til at udgøre en større andel af deres samlede indskud i Nationalbanken. Det betyder, at foliorenten på 0 pct. får større betydning for rentedannelsen på pengemarkedet, som ellers primært har været præget af indskudsbevisrenten på -0,60 pct. Samtidig gør en lavere nettostilling det nødvendigt for bankerne at optage lån i Nationalbanken, jf. figur 4. P.t. sker det til en ekstraordinær udlånsrente på -0,35 pct.² For at sikre en mere stabil udvikling i pengemarkedsrenterne udmeldte Nationalbanken d. 11. marts 2021, at der med virkning fra

² Renten på den ordinære udlånsfacilitet, som bankerne ikke har anvendt siden indførslen af den ekstraordinære facilitet, har været 0,05 pct.

De finansielle forhold understøtter økonomien

Figur 3

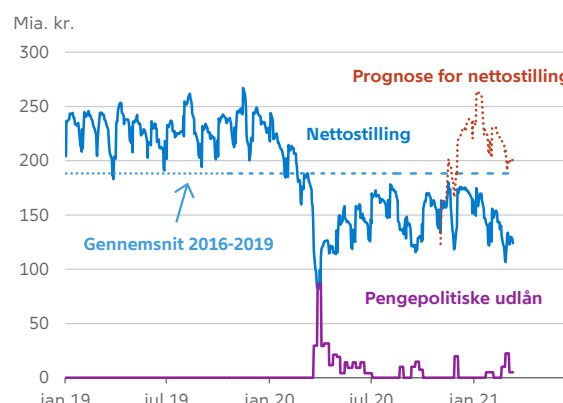


Anm.: For første kvartal 2021 er beregningen baseret på de hidtidige stigninger i aktiepriser og renter, mens udviklingen i huspriser, BNP, inflation og udenlandske variable er baseret på Nationalbankens prognose. Kreditvæksten er forudsat uændret fra 4. kvartal 2020. Bidraget fra de finansielle forhold til BNP-væksten er renset for, hvad konjunkturudviklingen i sig selv ville tilsi. Se detaljer i Jensen og Pedersen (2019), Macro-financial linkages in an SVAR-model with application to Denmark, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, no. 134.

Kilde: Danmarks Nationalbank, Refinitiv Datastream og egne beregninger.

Lav nettostilling i det danske pengemarked

Figur 4



Anm.: Bankernes nettostilling over for Nationalbanken og pengepolitiske udlån til bankerne. "Prognose for nettostilling" angiver, hvordan nettostillingen havde udviklet sig, hvis den havde fulgt de løbende offentliggjorte månedsprognoser for statens likviditetspåvirkning siden november 2020. Udover statens likviditetspåvirkning påvirkes nettostillingen primært af Nationalbankens interventioner.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

19. marts 2021 foretages en teknisk tilpasning af de pengepolitiske instrumenter.³ Tilpasningerne giver en simplere sammensætning af de pengepolitiske renter ved at indføre entydige renter for bankernes ind- og udlån i Nationalbanken. Samtidig indsnævres forskellen mellem indlåns- og udlånsrenten.

Nationalbanken har overtaget mulig ny kort referencerente

Nationalbanken overtog i november 2020 ejerskabet af Denmark Short Term Rate (DESTR), som forventes at blive ny dag til dag-referencerente på det danske pengemarked i begyndelsen af 2022. I 2021 vil Nationalbanken begynde at indsamle statistik for 1-dags usikrede pengemarkedslån på transaktionsniveau, som skal udgøre datagrundlaget for DESTR, jf. boks 1.

Udsigter til faldende nettostilling har øget pengemarkedsspændet til euroområdet

I modsætning til T/N-renten, som ud over de pengepolitiske renter påvirkes af den aktuelle nettostilling, afhænger de længere pengemarkedsrenter i højere grad af, hvordan nettostillingen forventes at udvikle sig i fremtiden. Renten på 3- og 12-måneders-Cita-swap⁴ er steget med henholdsvis 3 og 8 basispoint siden starten af november 2020, jf. figur 7. Det skal ses i lyset af finansloven for 2021, der har indikeret, at statens forventede indtægter og udgifter vil medføre et fald i nettostillingen i løbet af første kvartal 2021.

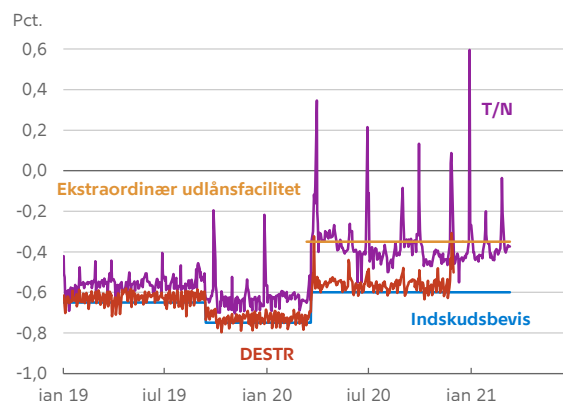
Stigningen i 12-måneders-Cita-swaprenten har øget spændet til den tilsvarende swaprente i euroområdet, som er steget mindre i samme periode. Det afspejler bl.a., at mængden af overskydende likviditet i det europæiske bankssystem er høj som følge af ECB's opkøbsprogrammer og likviditetstiltag.

ECB's pengepolitik er uændret

I løbet af det seneste halve år har ECB fastholdt sine pengepolitiske renter. Vilkårene i ECB's udlånsfacilitet, som tilskynder bankerne til at øge deres udlån til husholdninger og ikke-finansielle selskaber (TLTRO-

På enkelt dage har der været store udsving i pengemarkedsrenterne

Figur 5

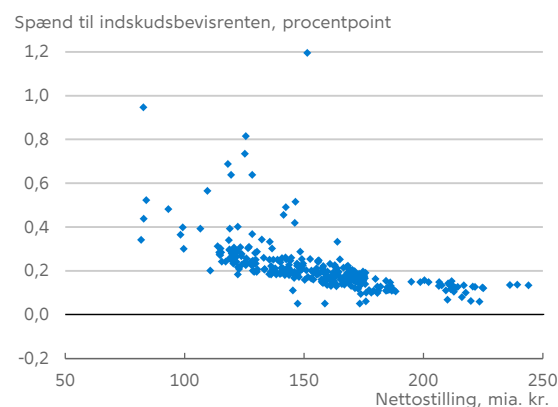


Anm.: T/N er Tomorrow-Next-renten, som er den nuværende dag til dag-referencerente på det danske pengemarked. DESTR er Denmark Short Term Rate, som forventes at blive ny dag til dag-referencerente på pengemarkedet i begyndelsen af 2022, jf. boks 1.

Kilde: Refinitiv Eikon og Datastream og Finans Danmark.

Lav nettostilling har givet udsving i T/N-renten

Figur 6



Anm.: Sammenhæng mellem T/N-renten og bankernes nettostilling hos Nationalbanken. Daglige observationer siden 1. januar 2020 og frem til redaktionens afslutning.

Kilde: Danmarks Nationalbank og Refinitiv Eikon.

³ Se flere detaljer i Danmarks Nationalbank, Teknisk tilpasning af de pengepolitiske instrumenter, *Danmarks Nationalbank Analyse*, Nr. 5, marts 2021, og i pressemeddelelsen dateret 11. marts 2021.

⁴ Cita-swaprenten står for Copenhagen Interbank Tomorrow/Next Average og er den faste rente, som aktører i pengemarkedet er villige til at bytte for at modtage den variable T/N-rente i en swapkontrakt.

Nationalbanken overtager DESTR

Boks 1

I november 2020 overtog Nationalbanken administrationen og ejerskabet af Denmark Short Term Rate (DESTR), som forventes at blive ny dag til dag- referencerente i danske kroner. Referencerenter indgår i mange finansielle kontrakter, bl.a. banklån, obligationer og renteswaps. DESTR er en transaktionsbaseret referencerente, der er baseret på usikrede indlån i det danske kronemarked, som løber *overnight* (fra i dag til i morgen). DESTR lever op til internationale standarder¹ og forventes at blive lanceret i begyndelsen af 2022.

Ny arbejdsgruppe om overgangen til DESTR

I januar 2021 blev der nedsat en arbejdsgruppe med bred deltagelse fra den private banksektor, relevante brancheorganisationer, Danish Financial Benchmark Facility, Finanstilsynet og Nationalbanken.² Arbejdsgruppen skal anbefale, om DESTR skal være den foretrukne korte referencerente i danske kroner. Hvis DESTR vælges, skal arbejdsgruppen udarbejde og anbefale en plan for overgangen fra T/N-renten til DESTR. Arbejdsgruppen skal overveje muligheden for en såkaldt spændjustering, så T/N-renten fremover fastsættes som DESTR plus et fast tillæg (spænd). Det vil være i tråd med fremgangsmåden i euroområdet, hvor EONIA er fastsat med et fast tillæg på 8,5 basispoint til €STR. Det forventes, at en plan for transitionen og en anbefaling fra arbejdsgruppen vil være klar i løbet af 2. halvår af 2021.

Arbejdsgruppen er alene fokuseret på én-dags-referencerenter. Arbejdet omkring længere referencerenter baseret på DESTR samt udarbejdelsen af fallback-løsninger for eksisterende referencerenter med længere løbetider, herunder CIBOR og CITA, er fortsat forankret i en arbejdsgruppe under Finans Danmark.

Ny statistik sikrer datagrundlag for DESTR

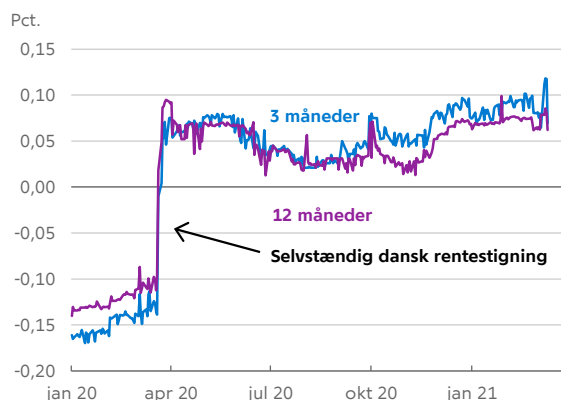
Nationalbanken vil i 2021 begynde at indsamle statistik for 1-dags usikrede pengemarkedslån på transaktionsniveau. Statistikken skal udgøre datagrundlaget for DESTR. Det forventes, at 10 banker rapporterer. Senere forventes statistikken udvidet med andre pengemarkedsprodukter og valutatransaktioner.

¹ Se IOSCO Principles ([link](#)).

² Arbejdet kan følges på Nationalbankens hjemmeside, hvor bl.a. dagsordener, referater og publikationer vil blive offentliggjort ([link](#)).

Forventninger om fortsat lav nettostilling har øget de længere pengemarkedsspænd

Figur 7



Anm.: Rentespænd mellem Overnight Index Swaps (OIS) i Danmark og euroområdet med 3 og 12 måneders løbetid.
Kilde: Refinitiv Datastream.

III⁵), blev lempet en smule i december 2020, og ECB's opkøb af obligationer er fortsat betydelige. I februar 2021 købte ECB obligationer for cirka 80 mia. euro. Opkøbene bidrager til at sikre lave obligationsrenter og dermed lave finansieringsomkostninger i euroområdet.

Inflationsforventningerne i euroområdet er steget

Efter godkendelsen af de første covid-19-vacciner og afgørelsen af det amerikanske præsidentvalg i november 2020 steg de markedsbaserede inflationsforventninger i euroområdet. Det afspejles af den faste rente i inflations-swaps, som investorerne er villige til at bytte for en variabel rente knyttet til inflationsudviklingen over en given periode.⁶ Den faste rente i toårige inflations-swaps i euroområdet steg med omtrent 60 basispoint i november 2020, jf. figur 8.

De stigende inflationsforventninger skal bl.a. ses i lyset af udsigten til en ny, stor finanspolitisk hjælpe-

⁵ Targeted long term refinancing operations. Det beløb, som bankerne kan låne, er knyttet til deres eksisterende udlån til virksomheder og husholdninger ekskl. boliglån. Incitamentet til at videreudlåne beløbet forstærkes af, at renten på lånene falder, når bankernes udlån øges.

⁶ De markedsbaserede inflationsmål indeholder, udover forventninger til fremtidig inflation, bl.a. også en risikopræmie for inflation. Stigninger i denne risikopræmie vil også øge den faste rente, som investorerne kræver i en inflations-swap.

pakke i USA. Hjælpepakken kan give finanspolitisk stimuli for op mod 1.900 mia. dollar (cirka 9 procent af USA's BNP).⁷ Det kan have en afsmittende effekt på de europæiske økonomier og dermed på den fremtidige inflation i euroområdet. Derudover kan stigningen i inflationsforventningerne skyldes udrulningen af covid-19-vaccinerne, som kan give en hurtigere genopretning af økonomien, når den igangværende bølge af pandemien er overstået.

Forventningerne til de kommende to års inflation i euroområdet steg yderligere i slutningen af januar 2021, hvor nye tal viste betydelige stigninger i euroområdets realiserede inflation. En del af stigningen i den faktiske inflation skyldes dog tekniske forhold, herunder at midlertidige momsreduktioner i Tyskland udløb.⁸ Selv om det forklarer en del af stigningen, ser inflationstallene ud til at have øget markedsdeltagernes forventninger til den fremtidige inflation.

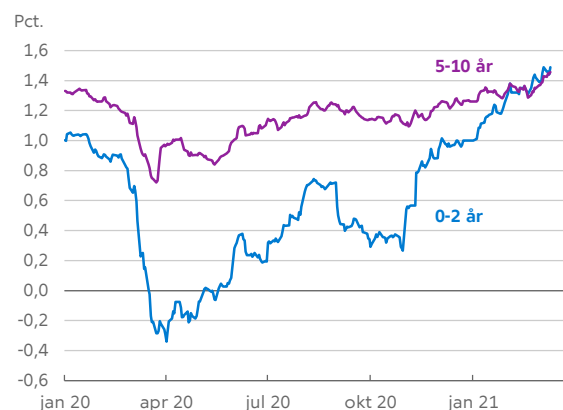
Forventningerne til inflationen i euroområdet på 5-10 års sigt er steget lidt over 0,3 procentpoint siden oktober og er nu højere end umiddelbart før covid-19-pandemiens udbrud i begyndelsen af 2020. Inflationsforventningerne på både kort og langt sigt ligger dog stadig et stykke under ECB's inflationsmål på tæt på, men under 2 procent på mellemlang sigt.

Forventningerne til de fremtidige pengemarkedsrenter er øget

De stigende inflationsforventninger i euroområdet kan være en forklaring på, at markedsdeltagerne samtidig har opjusteret deres forventninger til de fremtidige korte renter i pengemarkedet. Stigningen

Inflationsforventningerne i euroområdet er steget

Figur 8



Anm.: Markedsbaserede inflationsforventninger baseret på den faste rente i inflations-swaps med forskellig løbetid.

Kilde: Refinitiv Eikon og Datastream.

i markedsdeltagernes forventninger til renteutviklingen afspejles i forwardrenterne⁹ for 3-måneders-EO-NIA-swaps¹⁰, som er steget siden årsskiftet, jf. figur 9. Det er særligt forventningerne til renterne efter år 2023, som er steget.

De danske forwardrenter har fulgt stigningen i de europæiske, og markedsdeltagerne har dermed også øget forventningerne til de fremtidige korte danske pengemarkedsrenter. Udover højere forventninger til de fremtidige pengemarkedsrenter kan stigningen i forwardrenterne også afspejle en højere løbetidspræmie.¹¹

⁷ For yderligere information, se Danmarks Nationalbank, Mulighed for hurtig genopretning, når restriktioner lempes, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 7, marts 2021.

⁸ Derudover er de enkelte forbrugsgodser vægte i inflationsindekset justeret som følge af ændrede forbrugsmønstre under pandemien. Det har ligeledes trukket inflationen op. Endeligt er der et stort bidrag fra energi- og oliepriser, som faldt betydeligt i begyndelsen af 2020.

⁹ En forwardrente er den rente, man kan få mellem to fremtidige tidspunkter i dag.

¹⁰ EONIA står for Euro Overnight Index Average og er euroområdets pendant til Cita.

¹¹ Forwardrenterne er lig forventningerne til de fremtidige korte spotrenter, hvis den såkaldte forventningshypotese holder, og der ikke er en løbetidspræmie.

Kronemarkedet

Kronen er blevet moderat styrket over for euroen det seneste halve år. Nationalbanken interвенerede i valutamarkedet i februar 2021 og købte valuta for 0,4 mia. kr. Det var første gang siden marts 2020 at Nationalbanken interвенerede.

Institutionelle investorer har købt flere kroner end normalt

Siden september 2020 har danske institutionelle investorer, som udgøres af forsikrings- og pensions-selskaber samt investeringsforeninger, netto købt kroner for 100 mia. kr., jf. figur 10. Nettokronekøbet, som er det højeste i løbet af et halvt år siden 2018, afspejler især køb af kroner på termin til valutaaf-dækning som reaktion på de stigende kurser på in-vestorernes beholdning af amerikanske aktier. Denne adfærd afspejler for pensionsselskabernes vedkom-mende, at de afdækker en forholdsvis fast andel af deres dollareksponeringer. Selskaberne er blandt de største aktører på markedet, hvilket hænger sammen med, at de forvalter hovedparten af danske hushold-ningers store finansielle formuer.

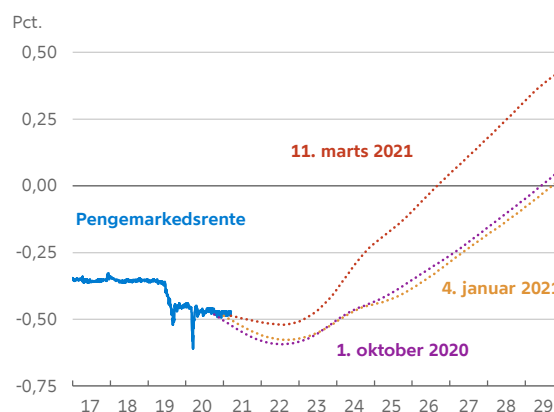
Pensionsselskaber har foretaget store aktiekøb og solgt obligationer

Pensionsselskabernes kronekøb og -salg har også været præget af, at de har justeret deres portefølje-sammensætning fra euroobligationer mod amerikanske aktier. Det har bidraget til det høje nettokronekøb gennem valutaafdækning af deres nye aktiver, da pensionsselskaberne afdækker en højere andel af deres dollareksponeringer sammenlignet med euroeksponeringer.

Salget af euroobligationer kan bl.a. afspejle, at ECB's igangværende opkøbsprogrammer har gjort det mere attraktivt for eksisterende ejere at sælge obli-gationerne og realisere en kursgevinst. Danske pen-sionsselskaber har især solgt ud af statsobligationer udstedt af de sydeuropæiske lande, hvor kurserne er steget mest i kølvandet på ECB's opkøb, jf. boks 2.

Markedsdeltagernes forventninger til pengemarkedsrenterne er steget i euroområdet

Figur 9

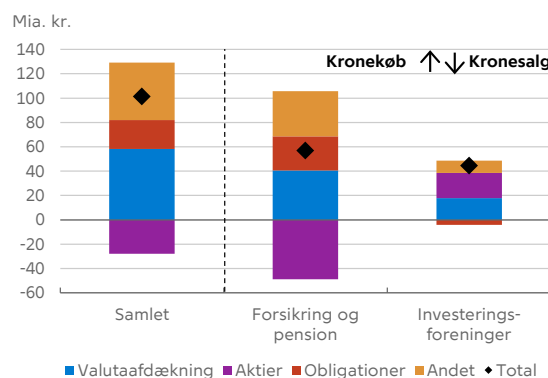


Anm.: 3-måneders-EONIA-swaprenter. Prikkede kurver angiver 3-måneders forwardrenter på det givne tidspunkt.

Kilde: RIO Scanrate og Refinitiv Datastream.

Danske institutionelle investorer har købt kroner siden september

Figur 10



Anm.: Nettokronekøb fra september til januar 2021. "Samlet" angiver summen af forsikring og pension samt investeringsforeninger. "Total" angiver nettokronekøbet. Kategorien "Andet" indeholder summen af andre poster, fx kronekøb ved kuponbetalinger fra obligationer og udbytter, derivat-afregninger og nettoindlån i valuta.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Beskedene direkte effekt af ECB's pandemi-opkøbsprogram på danske pensionskassers investeringer

Boks 2

ECB-opkøb kan påvirke danske obligationsmarkeder

ECB's pandemi-opkøbsprogram, PEPP, som blev introduceret under den finansielle uro i marts 2020, kan potentielt påvirke de danske finansielle forhold samt kronemarkedet, da særligt de danske pensionskasser ejer mange af de euroobligationer, som ECB køber. Et nyt studie viser således, at de danske pensionsselskaber i begyndelsen af ECB's generelle opkøbsprogram i 2015 reducerede deres efterspørgsel efter de obligationer, som ECB købte. I stedet købte selskaberne bl.a. danske obligationer.¹

Salg af euroobligationer – særligt med lav kreditvurdering

Pensionsselskaberne har samlet solgt euroobligationer i perioden med PEPP-programmet, drevet af et stort salg af lavere ratede obligationer, jf. figur A. Salget har udgjort en betydelig andel, ca. 40 pct., af deres startbeholdning af de pågældende obligationer og er overvejende sket i efteråret 2020, efter at renterne på obligationerne var faldet betydeligt, og priserne dermed var steget, jf. figur B. ECB har købt kraftigt op i statsobligationer fra alle lande i euroområdet, hvilket har bidraget til et fald i renterne, som var steget omkring udbruddet af covid-19 i foråret 2020.²

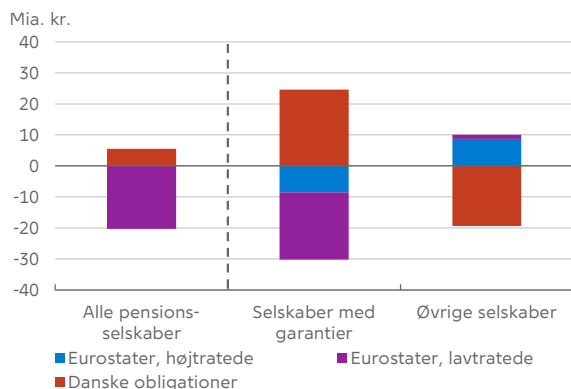
Sælgerne har til dels købt danske obligationer

Det er udelukkende gruppen af selskaber med en stor andel af garanterede pensionsprodukter, der har solgt euroobligationer. De har i samme periode købt danske obligationer. Selskaberne med garanterede forpligtelser har brug for obligationer med lang varighed eller renteswaps til at afdække renterisikoen på deres pensionsforpligtelser. Hvis de sælger én type af obligationer, skal de derfor, alt andet lige, købe andre obligationer eller rentederivater. Data for de enkelte selskabers køb og salg tyder på, at det er de samme selskaber, der har købt danske obligationer og solgt euroobligationer. En omlægning fra euroobligationer til danske obligationer vil alt andet lige lede til en stigning i efterspørgslen efter kroner.

Beskedene samlet effekt

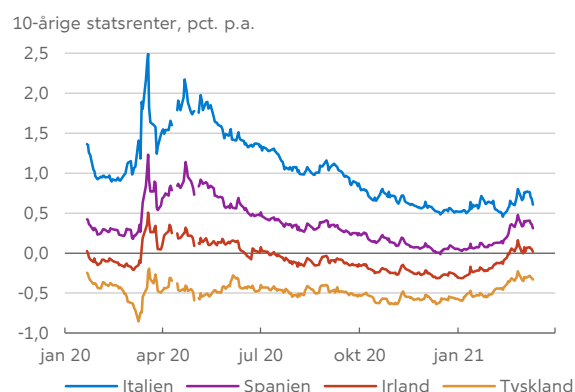
Selskaberne har ikke solgt ud af deres beholdning af tyske statsobligationer, som udgør langt størstedelen, 75 pct., af deres statsobligationer i euro. Derfor har den samlede, direkte effekt af ECB's pandemi-opkøb på pensionssektorens køb og salg af obligationer været beskedene. Effekten på efterspørgslen efter kroner har dermed også været beskedene.

Figur A:
Pensionsselskabernes køb og salg
pr. type af selskab siden marts 2020



Anm.: Højtratede inkluderer stater med en rating på mindst AA- (laveste rating). Nettotransaktioner fra marts 2020 til januar 2021 for pensionsselskaber inkl. livsforsikringer. Selskaber med garantier inkluderer selskaber, hvor pensionsforpligtelser med garantier udgør mere end 1/3 af alle forpligtelser.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Figur B:
Renteudvikling i eurostatsobligationer



Anm.: Effektive renter på 10-årige benchmarkobligationer.
Kilde: Refinitiv Eikon.

1. Se Søren Lejsgaard Autrup og Jakob Roager Jensen, QE in a quasi-preferred habitat: The case of the Danish pension sector and the ECB asset purchase programme, *Danmarks Nationalbank Working paper*, nr. 167, januar 2021.
2. ECB har fra starten af marts 2020 til og med januar 2021 købt op i statsobligationer fra eurolande med den lave kreditvurdering for 2.200 mia. kr. ud af et totalt opkøb i offentlige obligationer på 5.700 mia. kr. i deres pandemi-opkøbsprogram. Dertil kommer de sideløbende, men mindre opkøb under PSPP-programmet, som blev introduceret i 2015.

Obligationsmarkedet

Lavere finansieringsbehov end ventet har fået staten til at nedbringe sin udenlandske låntagning

Statens finansieringsbehov for 2020 endte med at blive betydeligt lavere end skønnet i løbet af året.¹² Det hænger sammen med, at statens nettoudgifter var lavere end forventet. De lavere udgifter har betydet, at staten har opbygget en stor likviditetsbuffer på sin konto i Nationalbanken. Staten havde i slutningen af februar nedbragt sin udenlandske låntagning via commercial papers med 35 mia. kroner siden udgangen af oktober, jf. figur 11.

De lange danske statsrenter er steget

Renterne på statens 10- og 30-årige benchmarkobligationer er steget med henholdsvis cirka 30 og 45 basispoint siden starten af 2021, jf. figur 12. Det skal ses i lyset af, at markedsdeltagernes forventninger til de fremtidige pengemarkedsrenter er steget. De korte statsrenter er steget i mindre grad, da forventningerne til pengemarkedsrenterne de førstkomende år ikke er steget så meget.

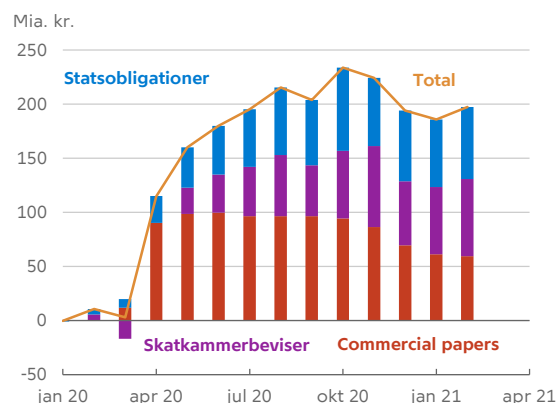
Lave realkreditrenter og flere konverteringer kan understøtte privatforbruget

For at opnå en lavere rente har mange boligejere valgt at konvertere deres fastforrentede realkreditlån til den kommende april-termin, som havde opsigelsesfrist i slutningen af januar. I alt blev der ekstraordinært indfriet realkreditlån for 64 mia. kroner. Renten på 30-årige realkreditobligationer er efter opsigelsesfristen steget og har dermed fulgt udviklingen i statsrenterne, jf. figur 12.

Boligejere, der kurssikrede deres nye lån i januar, risikerer ikke, at de seneste rentestigninger kommer til at påvirke renteudgifterne på deres nye lån. Historisk har der været en tendens til, at husholdninger øger deres låntagning i forbindelse med konverteringer, bl.a. for at finansiere øget privatforbrug.¹³

Staten har reduceret sit udestående af commercial papers

Figur 11

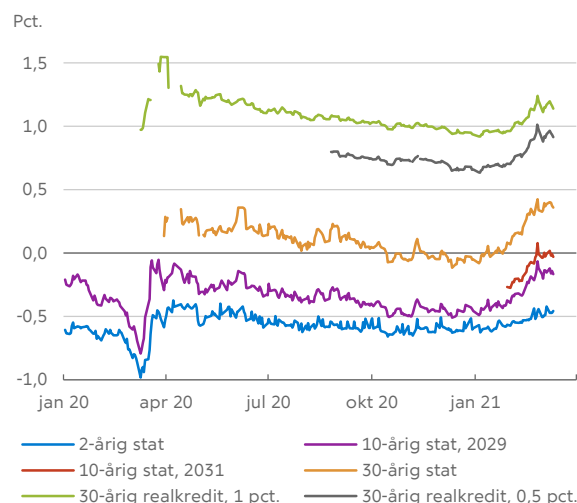


Anm.: Akkumulerede nettoudstedelser af statspapirer siden januar 2020.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Lange stats- og realkreditrenter er steget i 2021

Figur 12



Anm.: Effektiv rente på statens benchmarkobligationer og konverterbare realkreditobligationer fra Nykredit Realkredit med udløb i 2053.

Kilde: Refinitiv Eikon.

12 Se Danmarks Nationalbank, Statens Låntagning og Gæld, *Danmarks Nationalbank Rapport*, Nr. 1, februar 2021.

13 Se Henrik Yde Andersen, Stine Ludvig Bech, Ida Rommedahl Julin og Alexander Meldgaard Otte, Låneomlægninger understøtter det private forbrug, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 17, september 2019.

Rentestigningerne har øget renterisikoen på konverterbare realkreditobligationer

De seneste års lave renter og høje konverteringsaktivitet har betydet, at en stor del af de udestående konverterbare realkreditobligationer har en kuponrente på 1 pct. Rentestigningerne siden slutningen af januar har medført, at prisen på disse obligationer er faldet til et stykke under 100. Kursfaldet betyder, at færre låntagere forventes at indfri deres lån før tid til kurs 100, hvilket har fået den forventede restløbetid på obligationerne til at stige. Obligationer med længere løbetid er mere følsomme overfor ændringer i renten. Den samlede renterisiko på alle udestående konverterbare realkreditobligationer, målt ved kronevarigheden¹⁴, er derfor steget i februar, jf. figur 13. Den stigende renterisiko på realkreditobligationerne har isoleret set øget renterisikoen i investorerne porteføljer tilsvarende. Som reaktion herpå har investorerne i et vist omfang reduceret deres efterspørgsel efter obligationer med høj renterisiko, eksempelvis danske stats- og realkreditobligationer med lang løbetid. Det kan have bidraget til, at spændet mellem danske og tyske 10-årige statsobligationer er steget med cirka 5 basispoint siden starten af februar. I samme periode er det optionsjusterede spænd mellem lange realkreditobligationer og swaprenterne steget med lidt under 10 basispoint.

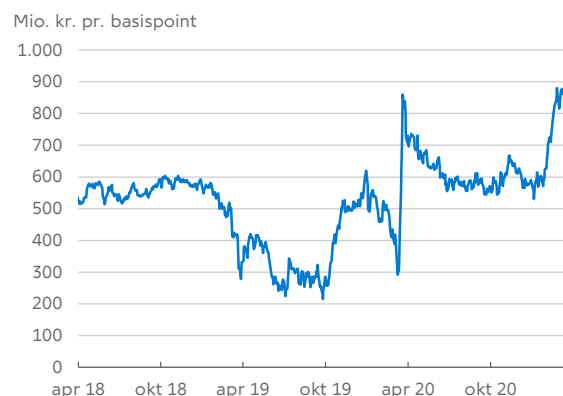
Aktiemarkedet

Stigende aktiepriser efter godkendelse af covid-19-vacciner

Godkendelsen af de første covid-19-vacciner var medvirkende til at give fornyet optimisme og prisstigninger på aktiemarkedet. Stigningen i aktiepriserne har været bredt funderet. Det danske C25-indeks har, trods et lille kursfald i indeværende år, givet et afkast på 11 procent siden starten af november 2020. Det er noget mindre end aktierne i USA, Storbritannien og euroområdet, jf. figur 14. Efter godkendelsen af de første covid-19-vacciner har der været en tendens til store aktieprisstigninger i de lande og brancher, som faldt mest under pandemiens første bølge i foråret 2020.

Stor stigning i renterisikoen på konverterbare realkreditobligationer

Figur 13

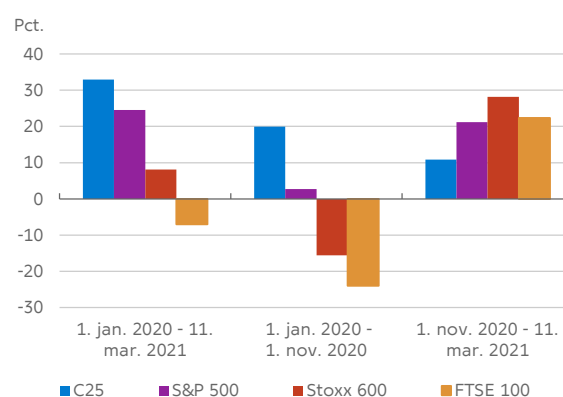


Anm.: Figuren viser kronevarigheden på udestående konverterbare realkreditobligationer. Derfor angives det samlede kursfald i kroner på konverterbare realkreditobligationer ved en rentestigning på 1 basispoint.

Kilde: Rio Scanrate.

Aktiepriserne er steget siden godkendelsen af covid-19-vacciner

Figur 14



Anm.: Totalafkast på toneangivende aktieindeks i Danmark (C25), USA (S&P 500) euroområdet (Stoxx 600) og Storbritannien (FTSE 100) siden 1. januar 2020.

Kilde: Refinitiv Datastream.

14 Der er flere mål for varigheden, som alle forsøger at kvantificere renterisikoen. Kronevarigheden angiver kursgevinsten i kroner på en obligation, når renten falder 1 basispoint.

C25-virksomhedernes indtjening i 2020

svarede til forventningerne ved årets begyndelse

Den samlede indtjening i C25-virksomhederne var 117 mia. kroner i 2020.¹⁵ Det svarer nogenlunde til aktieanalytikernes forventninger til C25-virksomhedernes samlede indtjening i begyndelsen af 2020, umiddelbart før pandemiens udbrud, jf. figur 15. Analytikernes forventninger til C25-virksomhedernes indtjening i 2021 og 2022 er steget det sidste halve år og ligger aktuelt henholdsvis 27 og 29 pct. højere end indtjeningen i 2020, jf. figur 15.

Risikopræmien på aktier er lavere end i årene op til pandemien

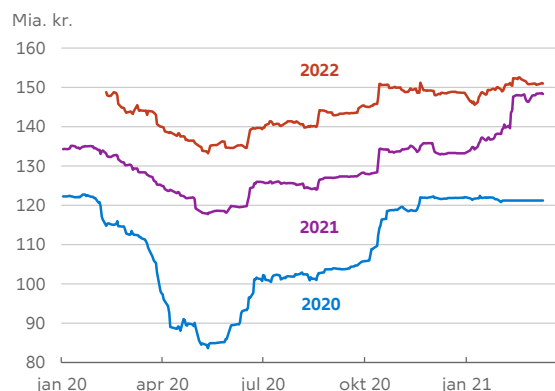
Estimerer for aktierisikopræmien er omtrent uændret det seneste halve år, jf. figur 16. Aktierisikopræmien er det merafkast, som investorerne kræver for at investere i aktier frem for obligationer.¹⁶ Risikopræmien på aktier i både Danmark og euroområdet er lavere end i årene op til covid-19-pandemien, men i et længere historisk perspektiv er risikopræmien ikke specielt lav.¹⁷

Mange virksomheder har hentet kapital på aktiemarkedet under pandemien

Udviklingen på aktiemarkedet påvirker virksomhedernes omkostning ved markedsbaseret egenkapitalfinansiering. Når investorerne kræver en lavere risikopræmie på aktier, bliver det tilsvarende billigere for virksomhederne at hente risikovillig kapital på aktiemarkedet. I løbet af 2020 hentede et større antal virksomheder kapital på aktiemarkedet sammenlignet med de foregående år, jf. figur 17. De rejste cirka 20 mia. kr. Det er lavere end i 2019, hvilket dog alene skyldes én stor kapitaludvidelse i det år. De samlede kapitaludvidelser i løbet af 2020 var på niveau med årene før 2019.

De kortsigtede indtjeningsforventninger til C25-virksomhederne er steget

Figur 15

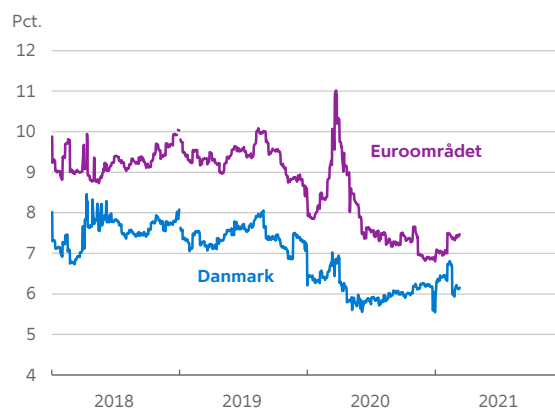


Anm.: Aktieanalytikernes forventninger til C25-virksomhedernes samlede indtjening i årene 2020-2022. Tidsserien for det enkelte år starter først, når der er estimater for alle virksomheder.

Kilde: Refinitiv Eikon.

Uændret aktierisikopræmie siden oktober 2020

Figur 16



Anm.: Baseret på OMXC20 og Euro Stoxx. Risikopræmien er beregnet ud fra en 3-fases-dividende-diskonteringsmodel fra Fuller og Hsia (1984), A Simplified Common Stock Valuation Model, *Financial Analysts Journal* Vol. 40, No. 5, Sep.-Oct.

Kilde: Refinitiv Datastream, Refinitiv Eikon og egne beregninger.

¹⁵ Det viser tal fra deres regnskaber.

¹⁶ Når alt andet er uændret, vil stigende aktiepriser medføre en lavere risikopræmie, da virksomhedernes og økonomiens fundamentale forhold er uændrede, men investor skal betale mere for aktien.

¹⁷ Se Søren L. Autrup og Jonas L. Hensch, Do Equity Prices Reflect the Ultra-low Interest Rate Environment?, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, Nr. 1, februar 2020.

Kredit og penge

En større andel af husholdningernes indlån forrentes negativt

Flere banker har det seneste halve år reduceret beløbsgrænsen for negative indlånsrenter for husholdninger. De senest tilgængelige data viser, at 13,4 pct. af privatkundernes indlån, svarende til 136 mia. kr., i oktober 2020 havde negativ rente, jf. figur 18.¹⁸ Siden da har en række banker nedsat grænserne for, hvornår indlån forrentes negativt. Andelen af privatindlån med negativ rente er derfor efter alt at dømme betydeligt højere på nuværende tidspunkt.

Til sammenligning har erhvervsvirksomheder haft negative indlånsrenter siden 2015. Ved udgangen af oktober blev henholdsvis 82 og 53 pct. af indlånet for ikke-finansielle selskaber og personligt ejede virksomheder forrentet negativt. Et nyere studie fra Nationalbanken viser, at nogle af de virksomheder, der mødes af negative renter, bl.a. reagerer ved at skifte bankforbindelse, nedbringe gæld, øge investeringer i nyt produktionsapparat samt etablere flere nye arbejdspladser.¹⁹

Relativt få borgere har negative indlånsrenter

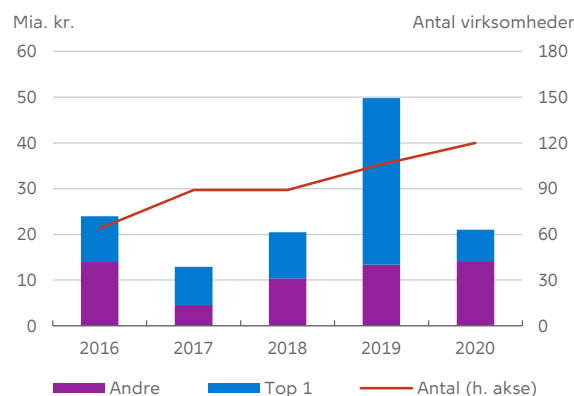
Selv om en relativt stor andel af indlånet forrentes negativt, er det fortsat kun en begrænset del af befolkningen, der har negative indlånsrenter. Det afspejler en ulige fordeling af privatindlånet på tværs af husholdninger. Med beløbsgrænser på enten 100.000 eller 250.000 kr., som er de mest udbredte på nuværende tidspunkt, vurderes andelen af personer med negativ indlånsrente fortsat at være lav, jf. boks 3.

Udbetalingen af de indefrosne feriepenge har bidraget til at øge husholdningernes indlån

Siden slutningen af september 2020 er husholdningernes indlån i bankerne steget med 11 mia. kr., svarende til en stigning på 1,1 pct. Det skal ses i lyset af udbetalingen af størstedelen af de indefrosne

Et stort antal virksomheder har hentet kapital på aktiemarkedet i 2020

Figur 17

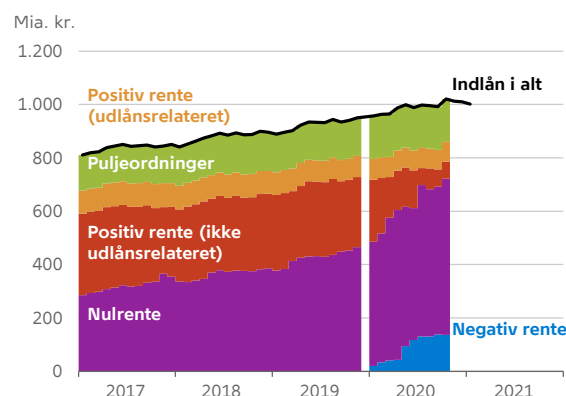


Anm.: Aktieudvidelser i børsnoterede danske aktier. Top 1 angiver den største kapitaludvidelse i det pågældende år, da totalen ofte domineres af enkelte store.

Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

Privatindlån for 136 mia. kr. blev i oktober forrentet negativt

Figur 18



Anm.: Gennemsnitsbalance for lønmodtagere, pensionister mv. fordelt på type af forrentning. Observationer for december 2019 er fortrolige. Seneste datapunkt er for oktober 2020 for opdelingen på forrentningstype. Seneste datapunkt for indlånet i alt er januar 2021.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

18 Fordelingen er baseret på resultater fra Nationalbankens undersøgelse af udbredelsen af negative indlånsrenter og udlånsrelaterede indlån.

19 Se Andreas Kuchler og Kim Abildgren, Firmaer med negativ rente på bankindskud nedbringer gæld og investerer, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 24, november 2020.

feriepenge i oktober for 28,2 mia. kr.²⁰ Siden da er indlånet faldet med 19 mia. kr., jf. figur 18.

I løbet af 2020 er husholdningernes samlede indlån i bankerne steget, samtidig med at negative indlånsrenter gradvist er blevet mere udbredt for privatindlån. Udover udbetalingen af de indefrosne feriepenge har også færre forbrugsmuligheder samt øget låntagning hos realkreditinstitutter bidraget til at øge indlånet i bankerne. Omvendt har køb af værdipapirer, isoleret set, trukket indlånet ned, jf. boks 4.

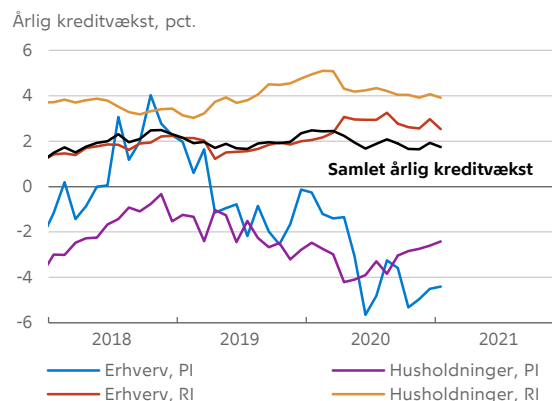
Siden slutningen af september 2020 har virksomhedernes samlede indlån været stort set uændret. Erhvervsvirksomhedernes bankindlån er betydeligt højere end før pandemiens udbrud i begyndelsen af 2020, hvilket skal ses i lyset af statslige hjælpepakker og likviditetstiltag, herunder udskydelsen af skatte- og momsbetalinger. En del virksomheder har frivilligt valgt at indbetale til deres Skattekonto før tid. Det skal ses i lyset af, at de fleste virksomheders indlån forrentes negativt, mens renten på positivt indestående på Skattekontoen er nul.

Afdæmpet kreditvækst skal ses i lyset af statslige tiltag og lavt investeringsniveau

De statslige hjælpepakker og likviditetstiltag har understøttet både virksomhedernes og husholdningernes likviditet under covid-19-krisen. Det har bidraget til, at den årlige vækst i bankernes og realkreditinstitutternes udlån til virksomheder og husholdninger har været stort set uændret på et moderat niveau siden september 2020, jf. figur 19.²¹ Udlånsvæksten har i den pågældende periode især afspejlet øget realkreditudlån til husholdninger samt branchen fast ejendom. Væksten i realkreditudlånet er stort set på niveau med de foregående år, og det seneste års bo-

Kreditvæksten er stort set uændret siden efteråret

Figur 19



Anm.: Udlån fra banken (PI) og realkreditinstitutter (RI) i alle valutaer til danske husholdninger (lønmodtagere mv.) og erhvervsvirksomheder, som dækker over både ikke-finansielle selskaber og personligt ejede virksomheder. Seneste datapunkt er for januar 2021.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

ligprisstigninger samt det store antal ejendomshandlere har således ikke ledt til en øget vækst i realkreditudlånet.

Virksomhederne har samlet set investeret mindre i fast realkapital i 2020 i lyset af den økonomiske usikkerhed.²² Det kan have bidraget til den moderate vækst i udlånet. Væksten i investeringer har i høj grad været inden for intellektuelle rettigheder.²³ De finansieres sandsynligvis i mindre grad af banklån, da de er sværere at værdiansætte og dermed belåne.

20 Der blev også udbetalt indefrosne feriepenge for samlet omtrent 3 mia. kr. i november og december 2020. Beløbene er efter skat og er offentliggjort af ATP.

21 I Danmarks Nationalbank, Yderligere fald i låneefterspørgslen fra erhverv, *Udlånsundersøgelse*, januar 2021 melder de adspurgte banker om et yderligere fald i låneefterspørgslen fra eksisterende erhvervs-kunder, hvor de statslige hjælpepakker fremhæves som primær årsag hertil.

22 Se Danmarks Nationalbank, Mulighed for hurtig genopretning, når restriktioner lempes, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 7, marts 2021.

23 Virksomheders investeringer inden for intellektuelle rettigheder steg i 3. kvartal 2020 med knap 6 pct. sammenlignet med 3. kvartal 2019. Til sammenligning er investeringer inden for bolig, bygning og anlæg steget med 4 pct., mens investeringer i materiel er faldet med 7 pct.

De fleste privatpersoner har lavere indlån end bankernes beløbsgrænser for negative renter

Boks 3

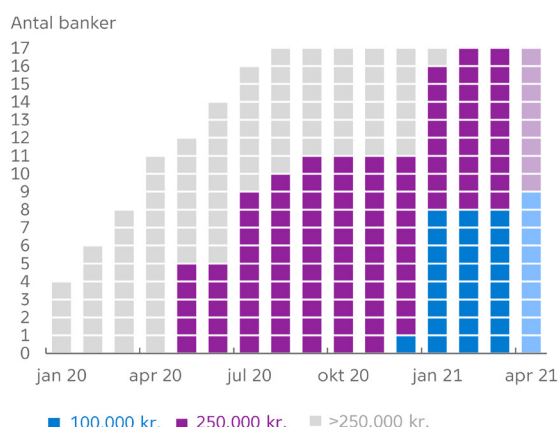
I marts 2021 er bankernes typiske beløbsgrænse for negative renter på privatpersoners indlån 100.000 kr. eller 250.000 kr., jf. figur A. Dermed er grænserne blevet reduceret betydeligt, siden de fleste banker introducerede negative indlånsrenter for privatpersoner i første halvår 2020. Her var grænsen typisk på 750.000 kr. Fordelingen af privatpersoners indlån er afgørende for, i hvilket omfang nedsættelserne af beløbsgrænserne har slået ud i, at en stigende andel af personer¹ har negative renter på deres indlån.

Hvis den tidligere udbredte grænse på 750.000 kr. var gældende i alle banker, ville kun 4 pct. af de voksne privatpersoner have indlån, som oversteg grænsen. Med en grænse på 100.000 kr., som er udbredt nu og her, er andelen af voksne

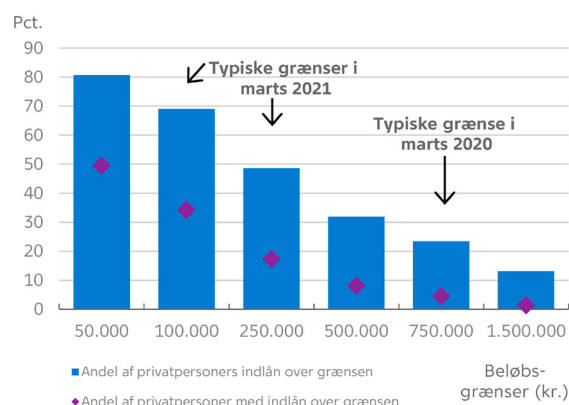
personer med indlån over grænsen ca. 34 pct., jf. figur B. Det viser stiliserede beregninger baseret på registerdata fra Danmarks Statistik på bankniveau for danske privatpersoner. Omtrent halvdelen af personerne har indlån under 50.000 kr.²

Selvom andelen af personer med indlån over eksempelvis 100.000 kr. kun er 34 pct., ligger 69 pct. af indlånet over denne grænse, jf. figur B. Den højere andel af indlån over grænsen afspejler, at privatpersonernes indlån er skævt fordelt, hvor 80 pct. af personerne med de laveste indlån kun ejer ca. 24 pct. af det samlede indlån, mens top 1 pct. ejer omtrent 20 pct. af indlånet.³

Figur A:
Mange af de største banker har reduceret deres beløbsgrænser



Figur B:
Begrænset andel personer med indlån over en beløbsgrænse på 100.000 kr. eller højere



Anm.: Beløbsgrænser primo måneden for Finanstilsynets gruppe 1- og 2- banker. Data for april er baseret på annoncerede grænser. Ændringen fra marts til april 2021 afspejler, at Jyske Bank har annonceret en reduktion i deres grænse fra 250.000 kr. til 100.000 kr.

Kilde: Bankernes rapportering til Nationalbanken samt bankernes hjemmesider.

Anm.: Indlån for voksne danskere (18 år eller derover). Søjler angiver andelen af privatpersoners samlede indlån, som ligger over beløbsgrænsen. Prikkerne viser andelen af personer i forhold til den voksne danske befolkning, som har indlån over forskellige beløbsgrænser. Stiliserede beregninger baseret på registerdata for ultimo 2019 for privatpersoners samlede indlån.

Kilde: Egne beregninger baseret på data på personniveau fra Danmarks Statistik.

1. Privatpersoner dækker over lønmodtagere og pensionister.
2. I flere banker forrentes indlånet negativt fra den første krone, hvis kunden har sin NemKonto i en anden bank.
3. Danmarks Nationalbank, Top 1. pct. har mere end 20 procent af indlånene, *Bank og realkredit, balancer*, september 2020.

Husholdningernes indlån er steget, selv om en større andel har negativ rente

Boks 4

I løbet af 2020 er husholdningernes indlån i bankerne steget med 50 mia. kr., samtidig med at negative indlånsrenter gradvist er blevet mere udbredte. Det kan umiddelbart virke iøjnefaldende, at de negative renter ikke har ledt til, at husholdningerne har reduceret deres samlede indlån. Udviklingen i husholdningernes samlede indlån afhænger imidlertid af, hvor meget husholdningerne sparer op, og hvordan de placerer deres opsparing.

Feriepenge og lavere forbrug gav højere opsparing i 2020

Husholdningernes disponible indkomst er steget moderat i løbet af 2020, understøttet bl.a. af lønkompensation.¹ Samtidig har husholdningerne haft mulighed for at få udbetalt et beløb svarende til tre uger af de indefrosne feriepenge. Ifølge ATP fik danske husholdninger i fjerde kvartal af 2020 udbetalt 31 mia. kr. i feriepenge efter skat. Husholdningernes samlede likviditet er derfor steget i 2020. Under både den første og anden bølge af covid-19-pandemien er husholdningernes privatforbrug faldet som følge af de covid-19-relaterede adfærdssændringer og manglende forbrugsmuligheder på grund af restriktioner. Samlet set har de øgede indtægter og færre forbrugsmuligheder bidraget til en højere opsparing blandt husholdningerne i 2020.²

Den øgede opsparing er delvist placeret i banken

Øget opsparing resulterer i et placeringsbehov for husholdningerne. I første omgang er opsparingen et indlån for husholdningerne i bankerne, men husholdningerne kan også placere midlerne i andre aktiver eller reducere deres gæld, hvis de vurderer, at det er fordelagtigt, fx for at undgå negative indlånsrenter. En privatperson kan eksempelvis ændre sin balancesammensætning ved følgende transaktioner: 1) indfri banklån, 2) nedbringe realkreditlån, 3) købe et fysisk aktiv som eksempelvis en bolig, 4) købe et finansielt aktiv eller 5) hæve kontanter. Husholdningernes faktiske adfærd kan involvere flere af de nævnte transaktioner på samme tid.

1. Husholdningerne har i løbet af 2020 samlet set nedbragt deres bankgæld med 10 mia. kr., hvilket, alt andet lige,

reducerer deres indlån tilsvarende. Nedbringelsen af bankgæld var i 2020 på niveau med tidligere år.

2. Husholdningerne har i 2020 øget deres realkreditgæld med 63 mia. kr., hvilket er godt 15 mia. kr. mere end den gennemsnitlige stigning de seneste fem år. Når et realkreditinstitut yder lån til en husholdning, krediteres låntagers bankkonto, og lånet finansieres ved at udstede realkreditobligationer. Husholdningernes samlede indlån øges isoleret set, mens indlånet for køberen af obligationen vil reduceres tilsvarende. I de fleste tilfælde vil køberen af obligationen ikke være en husholdning, og en stigning i husholdningernes låntagning vil dermed øge husholdningernes samlede indlån i bankerne.
3. Husholdningernes efterspørgsel efter boliger er steget betydeligt i 2020. Når en husholdning køber et fysisk aktiv som fx en bolig, reducerer det den enkelte husholdnings indlån i banken. Reduktionen i indlånet vil i de fleste tilfælde (bortset fra ved nybyggeri eller køb fra en udlænding) føre til en forøgelse af den sælgende husholdnings indlån. Derfor vil det samlede indlån for husholdninger, alt andet lige, forblive uændret i forbindelse med de fleste boligkøb.
4. Husholdningssektoren har i 2020 købt værdipapirer for 49 mia. kr.,³ hvilket er relativt meget sammenlignet med de tidligere år. Når husholdningssektoren køber værdipapirer for frie midler, reduceres deres indlån i bankerne og den sælgende sektors indlån stiger tilsvarende.⁴
5. Kontantomløbet er i 2020 steget mere end normalt, men er fortsat relativt lavt og stabilt. Hvis husholdninger hæver kontanter, nedbringes deres samlede indlån i bankerne, men effekten heraf har i 2020 været beskeden.

Der er endnu ikke tydelige tegn på, at udbredelsen af negative indlånsrenter for husholdninger har påvirket husholdningernes samlede indlån i væsentligt omfang. Omvendt har effekten af de øgede indtægter inkl. udbetalingen af feriepenge kombineret med færre forbrugsmuligheder og den øgede realkreditlåntagning bidraget til en forøgelse af det samlede indlån.

1. Se Danmarks Nationalbank, Mulighed for hurtig genopretning, når restriktioner lempes, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 7, marts 2021.
2. Opsparingen blandt danske husholdninger steg i 2. kvartal til det højeste niveau i mere end 20 år. Se Nicolai Risager Christensen, Rasmus Mose Jensen og Svend Greniman Andersen, Høj opsparing under corona var drevet af restriktioner snarere end forsigtige forbrugere, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 2, februar 2021.
3. Der er tale om et overkantsskøn, da reinvesterede udbytter i investeringsforeninger optræder som køb i statistikken.
4. Husholdningerne kan også lave frivillige indbetalinger til pensionsopsparingerne, hvilket vil reducere deres bankindlån.

UDGIVELSER



NYT

Nyt giver et hurtigt og tilgængeligt indblik i en Analyse, et Economic Memo, et Working Paper eller en Rapport fra Nationalbanken. Nyt udkommer løbende.



ANALYSE

Nationalbankens Analyseserie har fokus på økonomiske og finansielle forhold. Nogle af analyserne udkommer med fast frekvens, fx *Udsigter for dansk økonomi* og *Finansiel stabilitet*, der begge udkommer halvårligt. Andre analyser udkommer løbende.



RAPPORT

Nationalbankens Rapportserie er tilbagevendende rapporter og beretninger om Nationalbankens virke. Det er fx *Årsrapport* og *Statens låntagning og gæld*.



ECONOMIC MEMO

Economic Memo er en mellemting mellem en Analyse og et Working Paper og viser ofte forfatterens igangværende analysearbejde. Serien henvender sig primært til fagpersoner. Economic Memo udkommer løbende.



WORKING PAPER

Working Paper præsenterer forskningsarbejde udført af ansatte i Nationalbanken og samarbejdspartnere. Serien henvender sig primært til fagpersoner og folk med interesse for den akademiske tilgang. Working Paper udkommer løbende.

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

DANMARKS NATIONALBANK
LANGELINIE ALLÉ 47
2100 KØBENHAVN Ø
WWW.NATIONALBANKEN.DK

Redaktionen er afsluttet
12. marts 2021



DANMARKS
NATIONALBANK

KONTAKT

Ole Mikkelsen
Kommunikations-
og presserådgiver

omi@nationalbanken.dk
+45 3363 6027

SEKRETARIAT
OG KOMMUNIKATION