

# DANMARKS NATIONALBANK

22. SEPTEMBER 2021 — NR. 23

MONETÆRE OG FINANSIELLE TENDENSER – SEPTEMBER 2021

## Lempelige finansielle forhold styrker opsvinget



### Lave renter og stigende aktiekurser understøtter det økonomiske opsving

Genopretningen har bidraget til højere indtjening for danske virksomheder og stigende aktiekurser. De lange danske obligationsrenter er steget lidt siden marts 2021, men er på et lavt niveau. De finansielle forhold vurderes at understøtte væksten i BNP.



### Moderat stigning i den samlede kreditvækst i løbet af 2021

Låntagningen er steget, hvilket især afspejler et øget optag af afdragsfrie realkreditlån blandt boligejere. Kreditvæksten er på linje med væksten i BNP, men højere boligpriser kan på sigt medføre yderligere stigninger i kreditvæksten.



### Fortsat stærk krone og relativt højt pengemarkedsspænd

Banker, der historisk har været mindre aktive på pengemarkedet, har holdt en større andel af nettostillingen siden marts 2020. Det kan have bidraget til, at pengemarkedsspændene til euro er forblevet forholdsvis høje og derigennem medvirket til en fortsat stærk krone.

### INDHOLD

- 2 NATIONALBANKEN ANALYSERER MONETÆRE OG FINANSIELLE FORHOLD
- 3 KORT FORTALT
- 4 ØKONOMIEN OG DE FINANSIELLE FORHOLD
- 6 PENGEPOLITIK OG PENGEMARKEDET
- 10 KRONEMARKEDET
- 12 OBLIGATIONS-MARKEDET
- 13 AKTIEMARKEDET
- 14 KREDIT OG PENGE

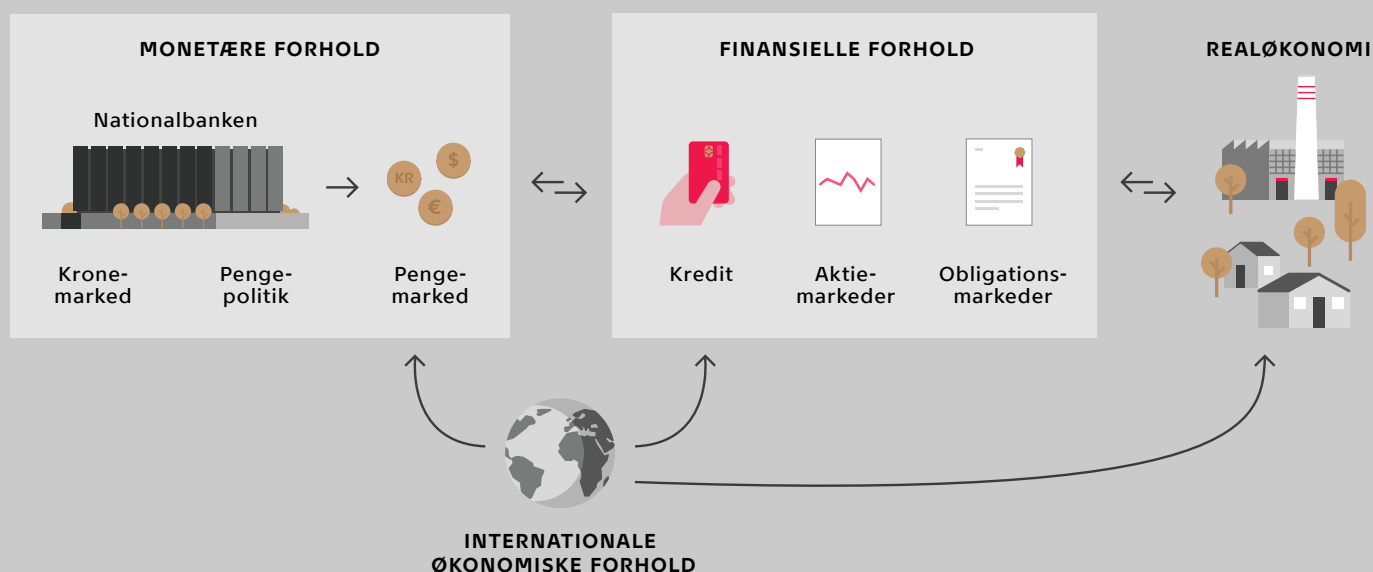
## Nationalbanken analyserer monetære og finansielle forhold

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.

Den seneste udvikling i realøkonomien er beskrevet i analysen *Udsigter for dansk økonomi*, der også indeholder Nationalbankens prognose.

### Finansielle sammenhænge



## Kort fortalt

### KRONEN

Kronens kurs over for euroen har fortsat ligget stabilt på den stærke side af centalkursen det seneste halve år. Nationalbanken foretog fra februar til juli 2021 interventionskøb af valuta for ca. 50 mia. kr.

*Læs mere*

### PENGEMARKEDET

Den stærke krone skal bl.a. ses i lyset af et positivt spænd mellem pengemarkedsrenterne i Danmark og euroområdet. De korte danske pengemarkedsrenter er faldet lidt siden marts, men ligger tæt på Nationalbankens udlånsrente.

*Læs mere*

### PENGEPOLITIK I EUROOMRÅDET

Den Europæiske Centralbank, ECB, har foretaget ændringer i sin pengepolitiske strategi og styrket sin forward guidance. Det kan bl.a. have bidraget til, at markedsdeltagernes forventninger til de fremtidige pengepolitiske renter faldt hen over sommeren.

*Læs mere*

### OBLIGATIONSMARKEDET

Lange danske obligationsrenter er steget lidt siden midten af marts. Renterne steg under genopretningen i foråret, men stigningen blev delvist reverseret hen over sommeren. Rentefaldet i løbet af sommeren skal bl.a. ses i lyset af lavere forventninger til ECB's pengepolitiske renter.

*Læs mere*

### AKTIEMARKEDET

Det danske C25-aktieindeks er steget betydeligt siden marts. Det afspejler bl.a., at investorernes krav til det fremtidige afkast er faldet lidt. Derudover er indtjeningsforventningerne på kort sigt steget, hvilket er særligt udtalt for transportvirksomhederne.

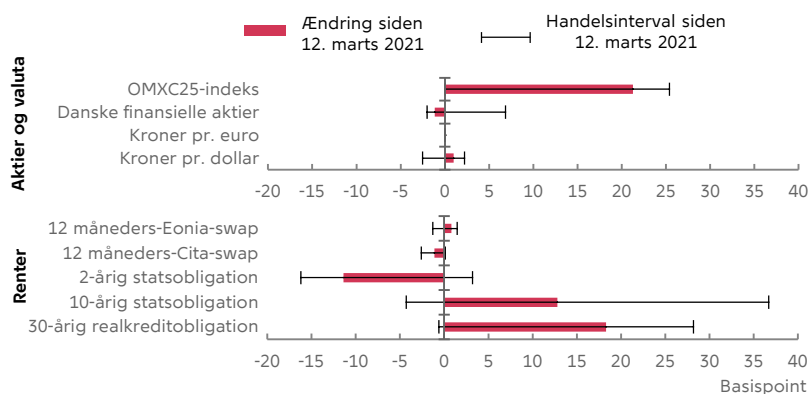
*Læs mere*

### KREDIT OG PENGE

Negative indlånsrenter for bankernes privatkunder er blevet mere udbredt. I juli satte flere store banker deres beløbsgrænser for privatkunder ned til 100.000 kr. Den samlede kreditvækst er steget moderat siden marts bl.a. som følge af et øget realkreditudlån til husholdningerne.

*Læs mere*

### Stigninger i aktiekurser og lidt højere lange renter siden marts



Anm.: Endepunkterne for de sorte linjer angiver henholdsvis den største og mindste ændring over perioden. Perioden er fra 12. marts til redaktionens afslutning den 15. september.  
 Kilde: Refinitiv Datastream og Eikon, Nordea Analytics og Danmarks Nationalbank.



De lange danske renter er på et lavt niveau, selv om de er steget lidt siden marts. Der er lempelige finansielle vilkår, som understøtter det økonomiske opsving i Danmark.

## Økonomien og de finansielle forhold

### Økonomisk genopretning med højere inflation bidrog til stigende lange renter gennem foråret

Genopretningen af økonomierne efter covid-19-nedlukningerne i begyndelsen af 2021 er sket i et højt tempo både herhjemme, i USA og i euroområdet.<sup>1</sup> Det høje tempo har skabt pres på forsyningskæderne i den globale industri og bidraget til højere transport-, energi- og råvarepriser. Det har medvirket til, at forbrugerprisinflationen er steget, jf. figur 1.

Markedsdeltagernes forventninger til inflationen på længere sigt er også steget. I løbet af foråret bidrog det til, at markedsdeltagerne fremrykkede deres forventninger om pengepolitiske renteforhøjelser fra både Den Europæiske Centralbank, ECB, og den amerikanske centralbank, Federal Reserve. På den baggrund steg renten på lange statsobligationer i USA indtil marts og i euroområdet og i Danmark indtil midten af maj, jf. figur 2.<sup>2</sup>

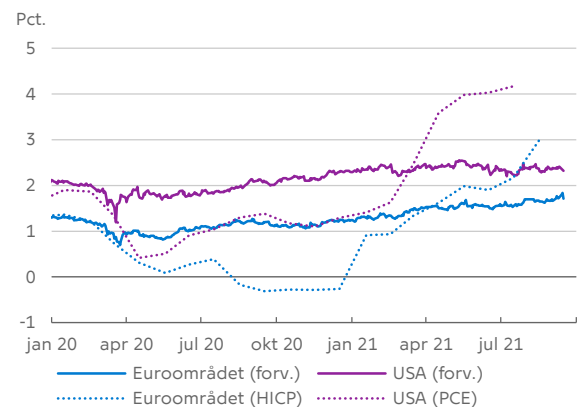
### Centralbankers kommunikation om inflation kan have bidraget til rentefald hen over sommeren

Federal Reserve og ECB har vurderet, at den stigende inflation i henholdsvis USA og euroområdet primært skyldes midlertidige faktorer. Centralbankerne har kommunikeret, at de højere inflationsrater ikke vil betyde tidligere forhøjelser af deres pengepolitiske renter. Det kan have bidraget til, at stigningen i de lange renter tidligere på året delvist blev reverseret i USA, euroområdet og Danmark henover sommeren.

Faldet i renterne skal også ses i lyset af bekymringer om højere covid-19-smitte, særligt i løbet af juni og juli. Nye covid-19-varianter vurderes af markedsdeltagerne som en af de største risikofaktorer for den økonomiske genopretning.<sup>3</sup> Den stigende smitte med delta-varianten hen over

**Inflationen og forventningerne hertil er steget**

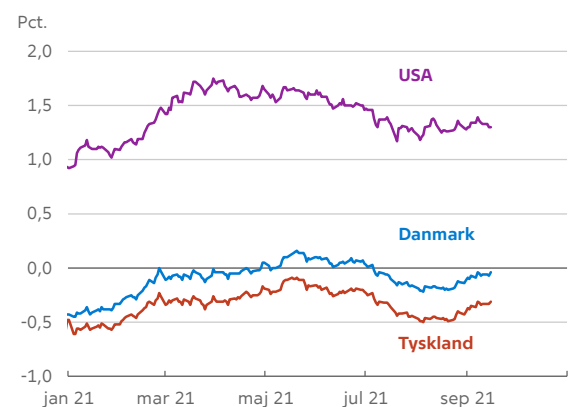
Figur 1



Anm.: Fuldt optrukne linjer angiver de 5-årige markedsbaserede inflationsforventninger startende om fem år. Stiplede linjer angiver de realiserede inflationstal baseret på henholdsvis det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, for euroområdet og privatforbrugsdeflatoren, PCE, for USA.  
 Kilde: Refinitiv Datastream og egne beregninger.

**Renter på lange statsobligationer steg i foråret**

Figur 2



Anm.: 10-årige statsobligationsrenter med konstant løbetid.  
 Kilde: Nordea Analytics.

1 Se Danmarks Nationalbank, Økonomien på vej tilbage i moderat højkonjunktur, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 24, september 2021.

2 For flere detaljer se Danmarks Nationalbank, Lempelige finansielle vilkår understøtter realøkonomien, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 6, marts 2021.

3 I en meningsmåling foretaget af Reuters i løbet af juli 2021 svarede 79 pct. af de 200 adspurgte økonomer, at spredning af nye covid-19-varianter er den største risiko for den globale vækst i år.

sommeren kombineret med, at vaccinationstempoet har været aftagende i USA, kan have skabt bekymring for styrken af den økonomiske genopretning og dermed bidraget til lavere lange renter i USA, euroområdet og Danmark.<sup>4</sup> Derudover indikerer amerikanske og europæiske økonomiske nøgletal, at tempoet for den økonomiske genopretning er aftagende. Selv om nøgletallene fortsat var positive, faldt de hen over sommeren sammenlignet med konsensusforventningerne.<sup>5</sup>

### ECB forventer kun langsomt stigende prisres fremadrettet

Ifølge ECB bygges det underliggende prisres i euroområdet kun langsomt op, hvorfor der fortsat er behov for betydelig pengepolitisk stimulans. ECB har bl.a. via sin ændrede pengepolitiske strategi styrket sin forward guidance og haft høje nettoopkøb af obligationer fra april til juli, jf. afsnittet om *Pengepolitik og pengemarkedet*. Det kan have bidraget til lavere lange renter i euroområdet og Danmark hen over sommeren.

På ECB's seneste pengepolitiske møde 9. september annoncerede ECB, at obligationsopkøbene fremover vil ske i et moderat lavere tempo end i de foregående to kvartaler. Renterne i euroområdet og Danmark var op til mødet i ECB steget en smule, bl.a. i takt med at markedsdeltagerne gradvist opbyggede forventninger til reduktionen i opkøbstempoet.

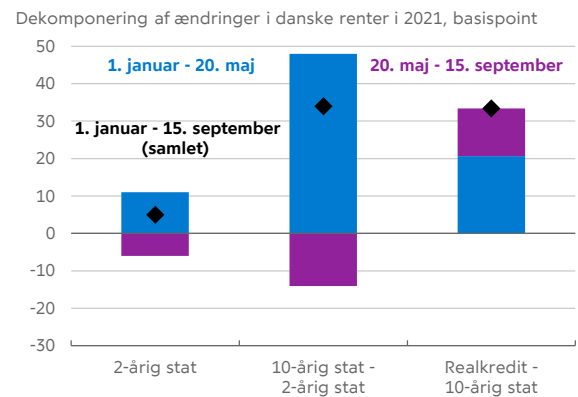
### Ændret hældning på den danske rentekurve

Udviklingen i den 10-årige danske statsrente i løbet af 2021 afspejler primært ændringer i rentekurvens hældning. Forskellen mellem den 10-årige og 2-årige danske statsrente (hældningen på rentekurven) steg indtil maj og faldt over sommeren, jf. figur 3.

Derudover er det optionsjusterede spænd mellem renten på lange, fastforrentede realkreditobligationer og lange statsobligationer steget, hvilket kan hænge sammen med, at efterspørgslen efter lange danske realkreditobligationer fra udenlandske investorer er faldet i 2021, jf. afsnittet om *Obligationsmarkedet*. Sammenlignet med begyndelsen af januar er renten

### Ændringer i de lange renter afspejler bl.a. ændringer i kurvehældning

Figur 3



Anm.: Elementer i en dekomponering af en dansk optionsjusteret realkreditrente. Søjlerne i midten og til højre viser ændringer i rentespænd. Periodeinddelingen afspejler, at den danske 10-årige statsrente var på sit højeste niveau i år den 20. maj. Statsrenter er med konstant løbetid. Realkredit-spændet afspejler det optionsjusterede spænd til en dansk statsrente (OAS) baseret på Nykredits realkreditindeks.

Kilde: Nordea Analytics, Danmark Nationalbank, Nykredit og egne beregninger.

på den 30-årige 1 pct. obligation steget med 42 basispoint.

### De danske finansielle forhold har været understøttende for realøkonomien

Stigningen i de lange danske stats- og realkreditrenter indtil maj trak i retning af lidt mindre lempelige finansieringsvilkår. Renteniveauet er dog forblevet lavt, og finansieringsvilkårene er forblevet lempelige, jf. figur 4.<sup>6</sup> Det skal også ses i lyset af stigende danske aktiekurser i 2021.

Baseret på Nationalbankens model for finansielle forhold vurderes disse at have understøttet den årlige BNP-vækst med omtrent 1 procentpoint i 2. kvartal 2021 og forventes at have en effekt i samme størrelsesorden i 3. kvartal.<sup>7</sup> Udover bidraget fra de lave renter og stigende aktiekurser understøttes BNP-væksten også af fortsat stigende boligpriser.

4 Se Den Europæiske Centralbank, *Economic Bulletin*, Issue 5, 2021.

5 Siden 2003 har der været en tæt samvariation mellem udfaldet af nøgletallene sammenlignet med konsensusforventningerne målt med "Citi Surprise Index" og tendensen i de lange statsrenter i henholdsvis USA og euroområdet.

6 Se bilag 1 for yderligere detaljer.

7 Estimatet er baseret på en strukturel VAR-model fra Jakob Roager Jensen og Jesper Pedersen, (2019), Macro-financial linkages in an SVAR-model with application to Denmark, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 134, januar 2019..

Der er dog tegn på, at boligprisstigningerne er blevet mere afdæmpede over sommeren.<sup>8</sup>

### Husholdninger og virksomheders finansieringsomkostninger er lave

Højere lange danske realkreditrenter medførte en mindre stigning i husholdningernes samlede finansieringsomkostninger igennem foråret, jf. figur 5. Husholdningerne og virksomhederne har dog fortsat adgang til meget billig ekstern gældsfinansiering. Virksomhedernes samlede finansieringsomkostninger, inkl. egenkapitalfinansiering, er faldet lidt. Det afspejler en lidt lavere aktierisikopræmie, som gør finansiering ved aktieudstedelser billigere.

### Realrenterne er blevet mere negative og kan understøtte forbrug og investeringer

Realrenterne i Danmark følger realrenterne i euroområdet tæt på grund af fastkurspolitikken.<sup>9</sup> Realrenterne i USA og euroområdet steg kortvarigt i foråret, men er senere faldet tilbage, jf. figur 6. Det lave niveau skyldes, at de nominelle renter er steget mindre end inflationsforventningerne.<sup>10</sup>

Den reale finansieringsomkostning ved låntagning og det reale afkast ved at investere i obligationer er således lavt, hvilket alt andet lige øger incitamentet for husholdninger og virksomheder til at låne, forbruge og investere frem for at spare op.<sup>11</sup> Lave realrenter kan dermed understøtte det økonomiske opsving.

## Pengepolitik og pengemarkedet

### Tilpasning af de pengepolitiske instrumenter har styrket det pengepolitiske gennemslag

Siden den tekniske tilpasning af Nationalbankens pengepolitiske instrumenter i marts 2021 har penge-

8 Se Danmarks Nationalbank, Økonomien på vej tilbage i moderat højkonjunktur, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 24, september 2021.

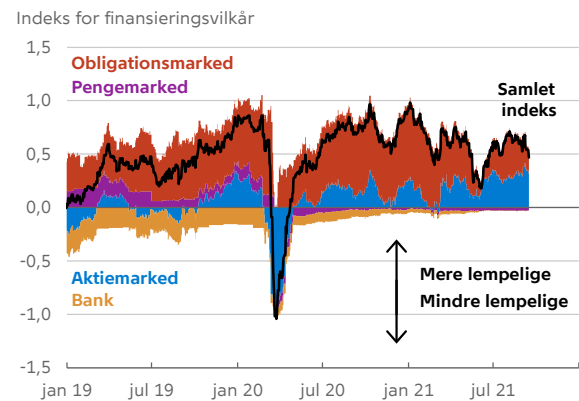
9 De lange renter i Danmark følger renterne i de højt ratede lande i euroområdet tæt, fx Tyskland.

10 Realrenten måles som forskellen mellem den nominelle rente og forventningerne til inflationen. Se figur 6 for flere detaljer.

11 Se Mikkel Bess, Jakob Feveile Adolfsen og Jesper Pedersen, Realrenter påvirkes af inflationsforventninger, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 19, oktober 2020.

### Lempelige finansieringsvilkår med lave renter og stigende aktiekurser

Figur 4

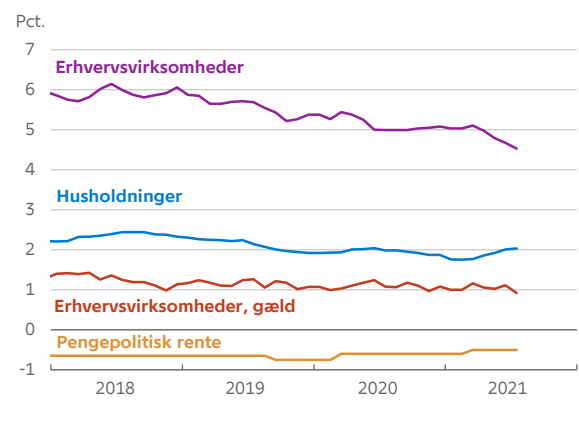


Anm.: Dagligt indeks. Seneste data er for den 15. september 2021. Se bilag 1 for flere detaljer.

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

### Samlede finansieringsomkostninger er lave men steget lidt for husholdninger

Figur 5



Anm.: Omkostningerne ved optag af 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 juli 2021. 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.

markedsrenterne generelt været mere stabile og ligget i spændet mellem Nationalbankens udlåns- og indlånsrente, jf. figur 7.<sup>12</sup>

Pengemarkedsrenterne har i perioden været stabile på trods af, at nettostillingen samtidig har varieret en del.<sup>13</sup> Det skal ses i lyset af, at der med tilpasningen er indført en entydig rente for indlån og en entydig rente for udlån, mens forskellen mellem dem er blevet indsnævret. Det har sikret, at niveauet for nettostillingen har fået en mindre betydning for niveauet for pengemarkedsrenterne, jf. figur 8. Tilpasningen har således virket efter hensigten og dermed sikret en mere effektiv transmission af de pengepolitiske renter.

### Større udsving i nettostillingen siden marts

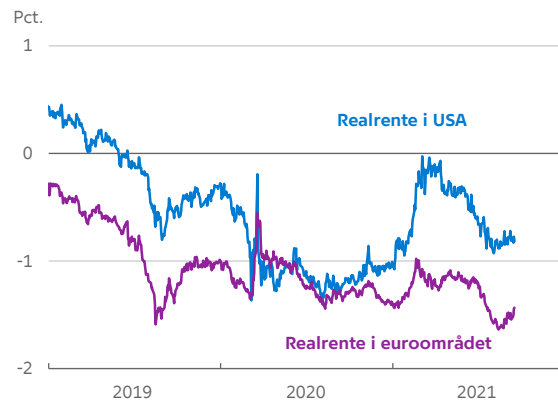
Nettostillingen steg betydeligt fra begyndelsen af marts til og med juli. Det skyldes især, at Nationalbanken intervererede i valutamarkedet og købte valuta for ca. 50 mia. kr., samt at statens finanser havde en positiv likviditetseffekt i perioden, jf. figur 9. Sidstnævnte dækkede bl.a. over udbetalingen af 2. runde af de indefrosne feriepenge i foråret, udskudte A-skatter og låneordninger. I løbet af august faldt nettostillingen tilbage med ca. 50 mia. kr., hvilket skal ses i lyset af skatteindbetalinger for virksomheder og pensionselskaber.

### Ændret fordeling af nettostillingen kan have bidraget til højere pengemarkedsrenter

Efter Nationalbankens valutainterventioner i forbindelse med covid-19-udbruddet i marts 2020 har en større andel af nettostillingen været holdt af en gruppe banker, der historisk har været mindre aktive på pengemarkedet, jf. figur 10. Den andel er forblevet på et højere niveau end før interventionen i marts 2020, efter nettostillingen er steget det seneste halve år. Det kan konstateres, at nettostillingen for banker, der historisk har været mindre aktive på pengemarkedet, er vokset relativt kraftigt over de seneste to år.

Lave realrenter i USA og euroområdet

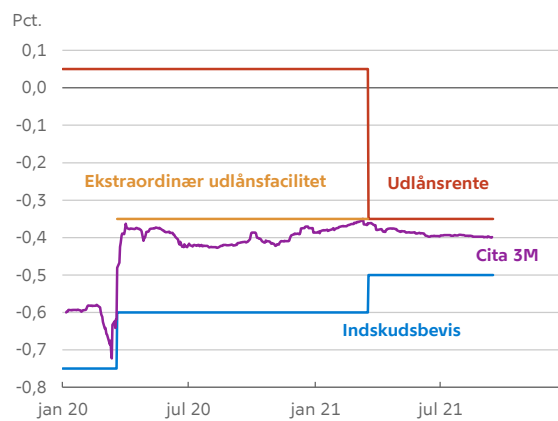
Figur 6



Anm.: 5-årige realrenter startende om fem år (5Y5Y forwards). Den nominelle rente er en 5Y5Y eonia (Fed funds) forward for euroområdet (USA). Inflationsforventningerne er baseret på 5Y5Y euro (dollar) inflationsswaps. Realrenten måler forskellen på de to.  
 Kilde: Bloomberg, Refinitiv Eikon og Datastream samt egne beregninger.

Mere stabile pengemarkedsrenter siden marts 2021

Figur 7



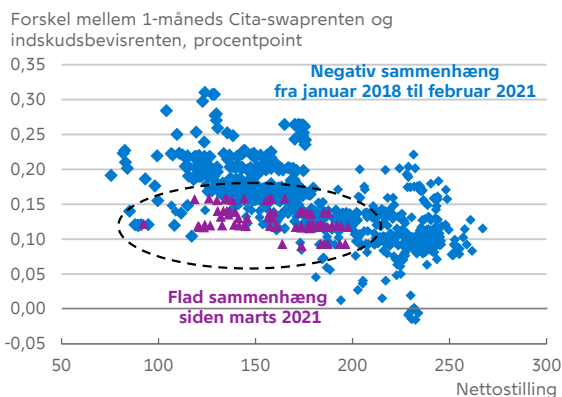
Anm.: Cita 3M er Cita-swaprenten med en 3 måneders løbetid. Cita står for *Copenhagen Interbank Tomorrow/Next Average*.  
 Kilde: Refinitiv Eikon og Danmarks Nationalbank.

12 Nationalbanken justerede sine pengepolitiske instrumenter i marts 2021 for at sikre en bedre styring af de korte pengemarkedsrenter. Se Danmark Nationalbank, Teknisk tilpasning af de pengepolitiske instrumenter, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 5, marts 2021.

13 Nettostillingen betegner de pengepolitiske modparters samlede nettoindestående i Nationalbanken. Pengemarkedsrenter ligger som udgangspunkt tættere på Nationalbankens indlånsrente, jo højere nettostillingen er. Det er dog naturligt med en positiv forskel mellem indskudsbevis- og foliorenter og pengemarkedsrenten, da førstnævnte er en indlånsrente og sidstnævnte er baseret på T/N-renten, som er en udlånsrente.

### Pengemarkedsspændet er blevet mindre følsomt over for nettostillingen

Figur 8

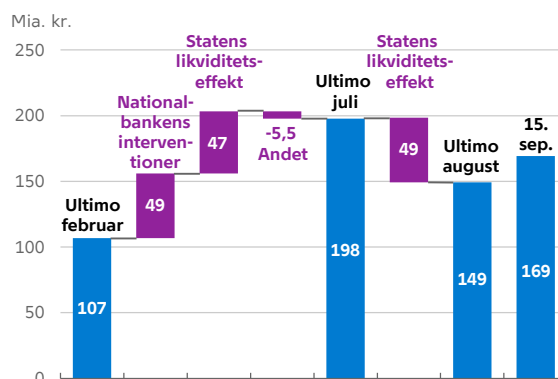


Anm.: Dagsniveau siden 2018. Den stiplede cirkel indeholder alle observationerne siden marts 2021 (lilla), hvor den tekniske tilpasning af Nationalbankens pengepolitiske instrumenter fandt sted.

Kilde: Danmark Nationalbank og egne beregninger.

### Højere nettostilling som følge af bl.a. Nationalbankens interventioner

Figur 9



Anm.: Dekomponering af udviklingen i nettostillingen siden ultimo februar 2021 til ultimo august 2021 baseret på Nationalbankens valuta, likviditet og månedsbalance. Statens likviditets-effekt afspejler statens bidrag til nettostillingen i en given periode og måles ved forskellen mellem statens bruttofinansieringsbehov og statens indenlandske låntagning.

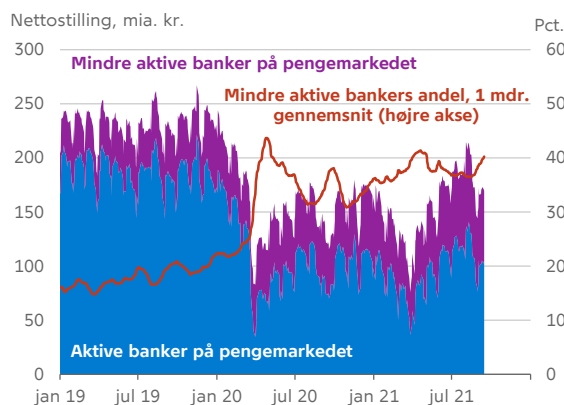
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Den enkelte bank har flere muligheder for at placere sin likviditet og dermed påvirke sin nettostilling over for Nationalbanken. Udover at kunne placere sin likviditet som indskud i Nationalbanken, kan banken fx låne ud til andre banker i pengemarkedet eller købe korte værdipapirer. Hvis banker med lav penge-markedsaktivitet har stigende overskydende likviditet og vælger at placere den i Nationalbanken, vil det for en given samlet nettostilling betyde, at nettostillingen i den øvrige banksektor reduceres. Udviklingen i den samlede nettostilling påvirkes nemlig ikke af den enkelte banks placering af likviditet, men bestemmes af Nationalbankens interventioner og forskellen mellem statens ind- og udbetalinger.<sup>14</sup>

En større andel af nettostillingen holdt af banker, der historisk har været mindre aktive på pengemarkedet, betyder, at den tilgængelige kronelikviditet i pengemarkedet er forblevet relativt lav, selv om nettostillingen er steget væsentligt.<sup>15</sup> På trods af den højere nettostilling er pengemarkedsspændene til euro i

### Nettostillingen er steget siden marts 2021, men banker med aktivitet på pengemarkedet holder en lav andel

Figur 10



Anm.: "Aktive banker på pengemarkedet" dækker over banker, som indberetter til Nationalbankens pengemarkedsstatistik samt deres koncernforbundne realkreditselskaber. Følgende banker indgår: Danske Bank, Nordea, SEB, Spar Nord, Jyske Bank, Nykredit Bank, Sydbank, Handelsbanken, Arbejdernes Landsbank og Sparekassen Kronjylland. "Mindre aktive banker på pengemarkedet" dækker over de resterende pengepolitiske modparter og udgør de fleste af de resterende danske banker og realkreditinstitutter.

Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

14 For flere detaljer se her ([link](#)).

15 Relativt få institutter står for en stor del af transaktionerne på pengemarkedet. I 2017 stod de tre banker med højest aktivitet i interbankmarkedet for 86 pct. af den samlede transaktionsvolumen. Se Jan Lund Sørensen og Simon Hajaj Ruby Harmat, Få deltagere fylder meget på interbankmarkedet, *Danmark Nationalbank Analyse*, nr. 12, juni 2019.



både swapmarkedet og terminsmarkedet forblevet relativt høje det seneste halve år, jf. figur 11. Fordelingen af nettostillingen på tværs af banker er en mulig forklaring på, at de danske pengemarkedsrenter kun er faldet i begrænset omfang over perioden.

### ECB har ændret sin pengepolitiske strategi

ECB har fastholdt sine pengepolitiske renter. Som følge af fastkurspolitikken er det en medvirkende årsag til, at Nationalbankens pengepolitiske renter har været uændrede siden marts 2021.

ECB annoncerede 8. juli ændringer til sin pengepolitiske strategi, som bl.a. indebærer introduktion af et symmetrisk inflationsmål på 2 pct. Det afløser det foregående mål om en inflation under, men tæt på 2 pct. Samtidig annoncerede ECB, at den i situationer, hvor de pengepolitiske renter er tæt på en effektiv nedre grænse, vil holde pengepolitikken ekstraordinært lempelig ved brug af eksempelvis forward guidance<sup>16</sup> og opkøbsprogrammer. Når de pengepolitiske renter er tæt på en effektiv nedre grænse, vil ECB desuden tolerere, at inflationen moderat kan overstige 2 pct. i en kort periode. Formålet med ændringerne er bl.a. at sikre en bedre forankring af inflationsforventningerne.

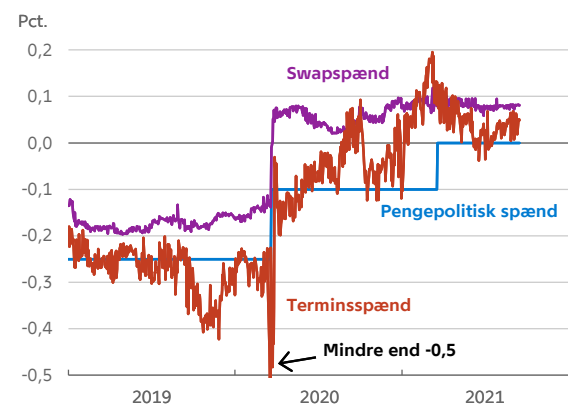
Ændringerne i ECB's pengepolitiske strategi har ingen betydning for den måde, Nationalbanken fører fastkurspolitik på. Ændringen vurderes dog at kunne have små positive implikationer for dansk økonomi, da den kan give anledning til en mere stabil økonomisk udvikling.<sup>17</sup>

### Markedsdeltagerne venter lave pengepolitiske renter i længere tid efter ECB's udmeldinger

ECB's nye pengepolitiske strategi og styrkede forward guidance har bidraget til, at markedsdeltagerne forventer, at ECB's pengepolitiske renter vil forblive lave i længere tid.<sup>18</sup> De korte forward renter i euroområdet faldt ved annonceringen 8. juli, jf. figur 12. Forwardrenterne var allerede faldet siden

Relativt høje pengemarkedsspænd

Figur 11

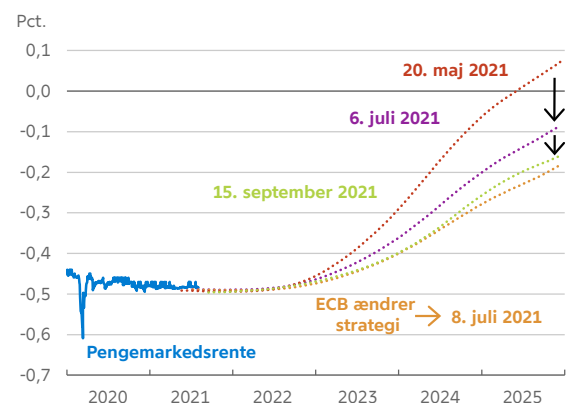


Anm.: Det pengepolitiske rentespænd er forskellen på Nationalbankens og ECB's toneangivende indlænsrente. Swapspændet er forskellen mellem 3-måneders overnight index swaps. Terminsspændet er det implicite rentespænd ved at indgå en 3-måneders terminskontrakt, hvor kroner købes mod euro.

Kilde: Refinitiv Datastream og Eikon samt egne beregninger.

Markedsdeltagernes forventninger til ECB's pengepolitiske renter er faldet

Figur 12



Anm.: 3-måneders Eonia-swaprenter. De prikkede kurver angiver 3-måneders implicite forwardrenter på de angivne datoer. Eonia står for Euro OverNight Index Average.

Kilde: Rio Scanrate og Thomson Reuters Datastream.

16 ECB's forventede fremtidige pengepolitik kaldes *forward guidance*.

17 Se Nastasija Loncar og Jesper Pedersen, ECB's nye strategi og dansk økonomi, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 21, september 2021.

18 Ved politikhøret i ECB's styrelsesråd 22. juli implementerede ECB sin nye forward guidance. Den indebærer, at de pengepolitiske renter vil forblive uændrede eller lavere indtil den forventede inflation i euroområdet er oppe på 2 pct. i god tid før slutningen af ECB's prognosehorisont.

midten af maj, hvor ECB kommunikerede sin vurdering om, at stigningen i inflationen primært kunne tilskrives midlertidige faktorer.

### ECB's obligationsopkøb blev øget hen over sommeren

ECB øgede sine obligationsopkøb i foråret og hen over sommeren for at understøtte de finansielle vilkår i euroområdet. De månedlige nettoopkøb via pandemiopkøbsprogrammet, PEPP, har således været på det højeste niveau siden de første måneder efter introduktionen i marts 2020, jf. figur 13. I perioden var nettoopkøbene på højde med eller større end nettoudstedelsen af statsobligationer i euroområdet. Det betyder, at ECB købte mindst lige så meget, som der netto blev tilført markedet af nye obligationer. De høje nettoopkøb og lavere korte forwardrenter har bidraget til, at de lange statsrenter i euroområdet faldt hen over sommeren. Ved det pengepolitiske møde i september annoncerede ECB et moderat lavere tempo på opkøbene fremadrettet, jf. tidligere.

## Kronemarkedet

### Nationalbanken har købt valuta for at stabilisere kronen

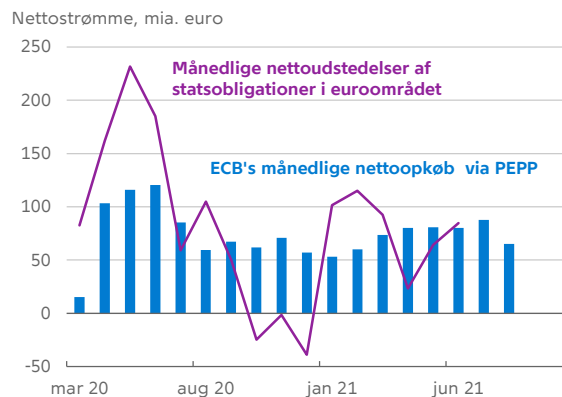
Siden april 2020 har kronen ligget stabilt på den stærke side af centalkursen, jf. figur 14. Fra starten af marts 2021 til slutningen af august inter文nerede Nationalbanken i valutamarkedet og købte valuta for ca. 50 mia. kr. Interventionerne har været jævnt fordelt over perioden og er foregået under rolige markedsforhold.

### Valutareserven er øget af interventionerne, men stigningen modgås af lavere statsgæld i valuta

Nationalbankens interventionskøb af valuta har, isoleret set, øget valutareserven tilsvarende. Stigningen i valutareserven som følge af Nationalbankens valutakøb i år er delvist blevet opvejet af, at staten har indfriet lån i valuta for 35 mia. kr. i samme periode.<sup>19</sup> I løbet af august 2021 bidrog en ny tildeling af Special Drawing Rights, SDR, fra IMF

### ECB har øget sit nettokøb via PEPP siden januar 2021

Figur 13

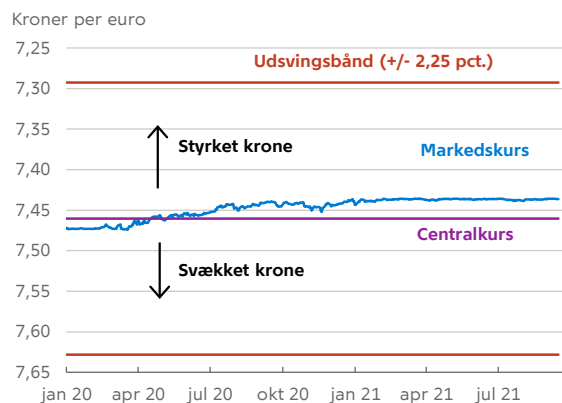


Anm.: Data for nettoopkøb dækker alle opkøb via pandemiopkøbsprogrammet, PEPP, og dermed også andre former for aktiver end statsobligationer. Historisk har ca. 98 pct. af PEPP-nettoopkøb dog været i statsobligationer. Seneste data for udstedelser og opkøb er henholdsvis juni og august 2021.

Kilde: ECB og egne beregninger.

### Kronen ligger på den stærke side af centalkursen

Figur 14



Anm.: Kronens kurs over for euro. Omvendt y-akse.

Kilde: Refinitiv Datastream.

<sup>19</sup> Når staten optager udenlandsk gæld i valuta øges valutareserven, da Nationalbanken veksler statens provenu til danske kroner. Udløb af statens udenlandske gæld vil omvendt reducere valutareserven.

til, at valutareserven steg med ca. 30 mia. kr., jf. figur 15.<sup>20</sup>

I slutningen af august udgjorde valutareserven ca. 483 mia. kr., hvilket er højere end i slutningen af februar 2020, umiddelbart før pandemiens udbrud.

### Dollarafdækning har øget forsikrings- og pensionssektorens kroneefterspørgsel

Nationalbankens køb af valuta afspejler, at private aktører samlet set har efterspurgt kroner. Danske forsikrings- og pensionssektors valutaafdækning har bidraget væsentligt til den private sektors samlede kronekøb det seneste halve år. Pensionskasserne har øget deres valutaafdækning til kroner med 36 mia. kr. fra slutningen af februar 2021 til ultimo juli 2021. Stigningen er primært drevet af øget dollarafdækning, jf. figur 16.

Den øgede dollarafdækning hænger sammen med, at der i årets løb har været relativt høje afkast på amerikanske aktier, jf. afsnittet om *Aktiemarkedet*. Det giver pensionskasserne en øget dollareksponering og dermed større behov for valutaafdækning, da de afdækker en forholdsvis fast andel af deres dollareksponering.

### Positive pengemarkedsspænd kan have bidraget til en stærk krone

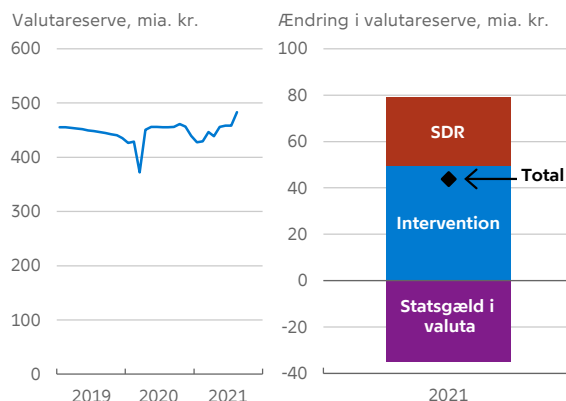
3-måneders-swapsændet til euroområdet har ligget stabilt på knap 10 basispoint i løbet af 2021, jf. figur 11 i afsnittet om *Pengepolitik og pengemarkedet*.

Det implicitte rentespænd i valutaterminsmarkedet (terminsspændet) mellem kroner og euro har været positivt det meste af året og toppede i marts. Her var nettostillingen særlig lav, hvilket øgede omkostningerne ved at låne kroner i valutamarkedet. Siden begyndelsen af maj har terminsspændet været forholdsvis uændret.

De nuværende pengemarkedsspænd er høje sammenlignet med årene op til pandemiens udbrud. Det afspejler, at det pengepolitiske rentespænd til euroområdet er blevet indsnævret. Både det høje swap- og terminsspænd gør det mere attraktivt at placere likviditet i kroner frem for i euro. Det kan være en medvirkende årsag til, at kronen ligger på den stærke side af centralkursen.

### Lavere statsgæld i valuta modgår interventionernes effekt på valutareserven

Figur 15

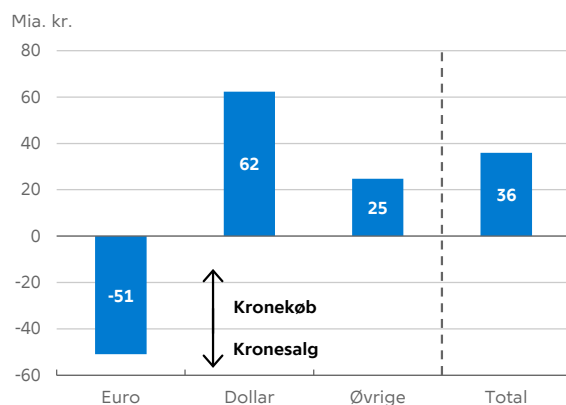


Anm.: SDR er Special Drawing Rights fra IMF. Den udestående statsgæld i valuta består primært af commercial papers, som har en løbetid på op til 1 år. Seneste datapunkt for 2021 er august.

Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

### Øget valutaafdækning i forsikrings- og pensionssektoren har givet kroneefterspørgsel

Figur 16



Anm.: Ændringer i forsikrings- og pensionssektorens valutaafdækning opgjort på valuta, ultimo februar til ultimo juli 2021.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

<sup>20</sup> Nationalbankens passiver er steget med et tilsvarende beløb. Se flere detaljer i Nationalbankens pressemeddelelse her ([link](#)).

## Obligationsmarkedet

### Udvidet 10-årigt statsrentespænd til Tyskland

Det 10-årige rentespænd mellem danske og tyske statsobligationer er steget lidt i løbet af i år, jf. figur 17.

Udvidelsen af rentespændet overfor Tyskland i år er også sket for andre europæiske statsobligationer, såsom de franske og hollandske. Det afspejler, at de tyske renter faldt særligt kraftigt hen over sommeren. Det kan bl.a. skyldes, at tyske obligationer er de mest kreditværdige i Europa og derfor har udgjort et sikkert placeringsaktiv, mens bekymringerne for øget delta-smitte var forhøjede.<sup>21</sup>

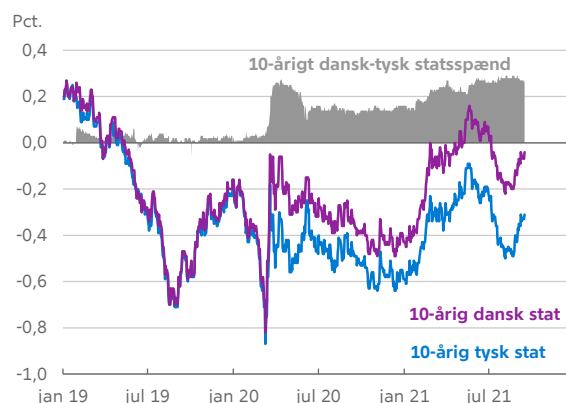
Det danske statsspænd er dog steget mere end i de andre lande i år som følge af særlige danske spændudvidelser i februar og marts. I disse måneder steg varigheden – dvs. rentefølsomheden – på danske konverterbare realkreditobligationer betydeligt og er forblevet høj.<sup>22</sup> Øget varighed kan mindske investorenes efterspørgsel efter lange obligationer. Det kan være en af årsagerne til, at de danske pensionselskaber samlet set har reduceret deres efterspørgsel efter lange danske statsobligationer i år og potentielt have bidraget til at udvide statsspændet.<sup>23</sup>

### Højere amerikanske renter og øget varighed kan have bidraget til højere realkreditrenter

Renten på det 30-årige benchmark for konverterbare realkreditobligationer er i lighed med den danske statsrente faldet hen over sommeren, jf. figur 18.<sup>24</sup> Efterfølgende er den 30-årige realkreditrente dog steget en del og er næsten tilbage på niveauet i maj.

Det 10-årige statsrentespænd er blevet udvidet ad flere omgange i år

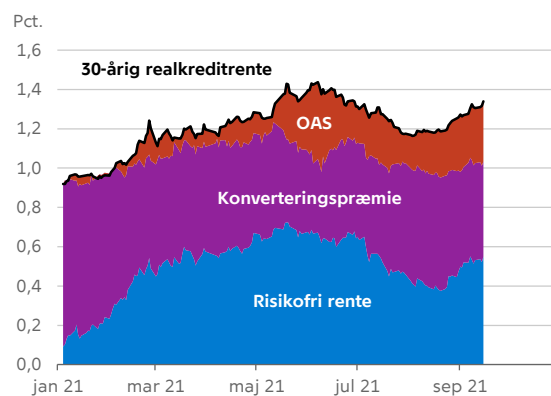
Figur 17



Anm.: Statsrenter er estimerede og med konstant løbetid.  
 Kilde: Nordea Analytics og egne beregninger.

En del af stigningen i den lange realkreditrente er blevet reverseret

Figur 18



Anm.: Dekomponering af den effektive rente på en 30-årig fastforrentet realkreditobligation med kupon på 1 pct. Risikofri rente afspejler Cibor-swaprenten med en løbetid lig den optionsjusterede varighed på realkreditobligationen. OAS er det optionsjusterede spænd.

Kilde: Refinitiv Eikon, Rio Scanrate og egne beregninger.

21 Renten på tyske statsobligationer bliver trukket ned af, at investorerne er villige til at betale en præmie for at holde meget sikre obligationer. Der er tegn på, at præmien er steget siden den europæiske statsgældskrise i 2011-12, se fx A.C. Paret og S. Weber, German Bond Yields and Debt Supply: Is There a "Bund Premium"? *IMF Working Paper*, november 2019.

22 Varigheden er et udtryk for obligationernes renterisiko. Varigheden på de konverterbare realkreditobligationer steg tidligere på året, da de lange renter steg.

23 Danske pensionselskabers månedlige nettokøb af lange danske statsobligationer har i 2021 (til og med juli) været 0,3 mia. kr. sammenlignet med 3,0 mia. kr. i 2020 og 1,2 mia. kr. i 2019.

24 Udviklingen i renten kan opdeles i en risikofri rente målt ved en swaprente, en konverteringspræmie og i et optionsjusteret spænd (OAS).

Det optionsjusterede spænd på konverterbare realkreditobligationer (OAS), som er et mål for kredit- og likviditetspræmien på disse obligationer, er steget gradvist gennem året. Spændet steg særligt i løbet af maj, hvor også varigheden på de konverterbare realkreditobligationer var forhøjet og fortsat stegede.

Lange amerikanske statsrenter steg i den første halvdel af 2021 mere end den danske optionsjusterede 30-årige realkreditrente, jf. figur 19. Det afspejler en større stejling af rentekurven i USA. Det kan have haft betydning for, at udenlandske investorer har efterspurgt færre danske konverterbare realkreditobligationer.<sup>25</sup> Japanske investorer har samlet set i år for første gang siden 2014 solgt konverterbare realkreditobligationer. Den lavere interesse kan have lagt et opadgående pres på OAS og dermed den 30-årige realkreditrente i år. Et lidt lavere afkast ved at afdække kroneeksponeringer til bl.a. yen, dollar og euro i 2021 sammenlignet med 2018-19 kan også have dæmpet den udenlandske efterspørgsel.

## Aktiemarkedet

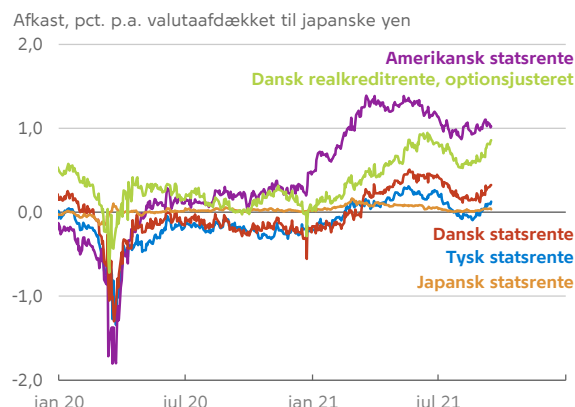
### Stor stigning i indtjeningen og aktiekurserne under genopretningen af økonomierne

Aktiekurserne i Danmark er i løbet af 2021 steget med ca. 18 pct., hvilket er på linje med udviklingen i aktiekurserne i USA og Europa, jf. figur 20. De danske aktiekurser steg særligt kraftigt fra marts, hvor genåbningen efter covid-19 tog fart. Genopretningen af de vestlige økonomier har bidraget til, at mange virksomheders indtjening overgik aktieanalytikernes forventninger i 1. og 2. kvartal.<sup>26</sup>

På baggrund af den stærke udvikling i indtjeningen og i økonomien bredere set, er aktieanalytikernes

### Højere afkast for japanske investorer i USA end i Danmark i 2021

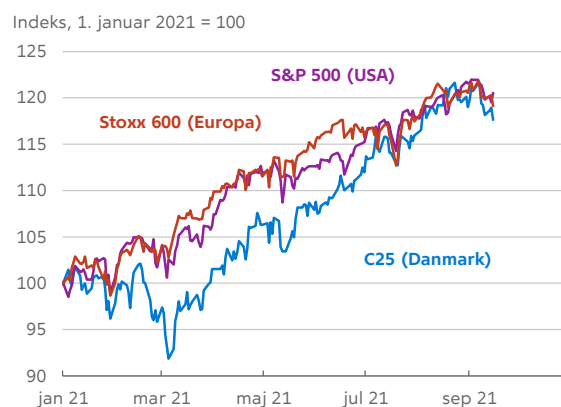
Figur 19



Anm.: Alle obligationsrenter er afdækket til japanske yen via 3-måneders-terminkontrakter. Statsobligationer er 10-årige benchmark renter. "Dansk realkreditrente" er en fiktiv lang realkreditrente med en varighed på ca. 10 år, hvor der for at opnå sammenlignelighed ses bort fra optionselementet.  
 Kilde: Refinitiv Eikon, Rio Scanrate og egne beregninger.

### Danske aktier er steget på linje med udenlandske aktier i 2021

Figur 20



Anm.: Totalafkast, hvilket dækker over udbetalte dividender og kursgevinster.  
 Kilde: Refinitiv Datastream og egne beregninger.

<sup>25</sup> Udenlandske investorerers gennemsnitlige månedlige nettokøb af lange danske realkreditobligationer har været 0,8 mia. kr. i 2021 (til og med juli) sammenlignet med 7,7 og 4,2 mia. kr. i 2019 og 2020. De japanske investorer har stået for en stor del af nettokøbene fra 2016-2020. Data for japanske nettokøb indikerer dog, at de har nedbragt deres beholdning med ca. 7,0 mia. kr. i 2021 (til og med juli).

<sup>26</sup> I 2. kvartal overgik 90 pct. af virksomhederne i det amerikanske S&P500-indeks aktieanalytikernes forventninger. For virksomhederne i det danske C25-indeks var andelen ca. 52 pct.

indtjeningsforventninger for danske aktieselskaber for det indeværende år og de næste par år steget betydeligt, jf. figur 21. Fremgangen på det danske aktiemarked og de højere indtjeningsforventninger siden marts er særligt kraftig for virksomheder, som transporterer industrivarer. Det skal bl.a. ses i sammenhæng med, at høje fragtrater har understøttet indtjeningen for bl.a. Mærsk og DSV.<sup>27,28</sup>

### Det krævede afkast på aktier er faldet lidt

Ændringer i den forventede indtjening på kort sigt har dog en begrænset effekt på den fundamentale værdi af en aktie.<sup>29</sup> Den fundamentale værdi er i højere grad følsom over for investorernes krav til det fremtidige afkast. Modelestimer af det krævede afkast viser, at det er faldet lidt i år, hvilket har bidraget til højere aktiekurser i Danmark, jf. figur 22. Faldet i det krævede afkast skal især ses i lyset af en lavere aktierisikopræmie på medicinalvirksomheder, som fylder meget i C25-indekset, jf. boks 1.

Aktierisikopræmien har været nedadgående de seneste par år. I et længere historisk perspektiv er risikopræmien imidlertid ikke specielt lav. Det skyldes, at investorerne kræver omtrent det samme forventede afkast på aktier, som de gjorde før finanskrisen, selv om de risikofrie renter er faldet markant.<sup>30</sup>

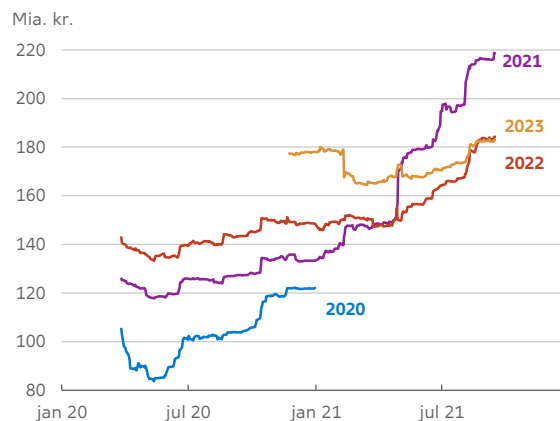
## Kredit og penge

### Udlånvæksten er steget, men er på linje med den underliggende økonomiske vækst

Den årlige vækst i udlånet fra penge- og realkreditinstitutterne til husholdningerne og

### Kraftigt stigende indtjeningsforventninger for 2021-22

Figur 21

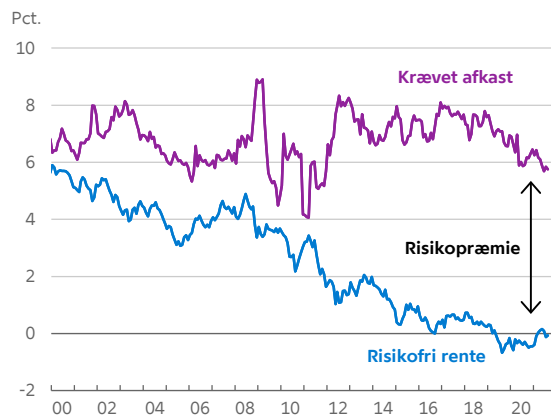


Anm.: Aktieanalytikernes forventninger til C25-virksomhedernes samlede indtjening i årene 2020-2023. Tidsserien for det enkelte år starter først, når der er forventninger for alle virksomheder.

Kilde: Refinitiv Eikon og egne beregninger.

### Det krævede afkast er faldet lidt pga. lavere aktierisikopræmie

Figur 22



Anm.: Baseret på C20-aktieindekset. Det krævede afkast er summen af den danske 10-årige statsrente og en estimeret risikopræmie. Aktierisikopræmien er et mål for det merafkast, som kræves i risikokompensation for at investere i en aktie frem for et risikofrit aktiv, her repræsenteret ved en dansk statsobligation. Det krævede afkast afspejler den samlede diskonteringsrente hvormed den fremtidige forventede indtjening tilbagediskonteres i en dividende-diskonteringsmodel for aktiekurser.

Kilde: Refinitiv Eikon og Datastream samt egne beregninger.

27 Mærsk opjusterede midt i september forventningerne til resultatet før skat og renter for 2021 til 18-19 mia. dollar mod 4,2 mia. dollar for 2020.

28 Se Danmarks Nationalbank, Økonomien på vej tilbage i moderat højkonjunktur, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 24, september 2021.

29 Ifølge klassiske dividende-diskonteringsmodeller har indtjeningsforventninger på kort sigt lille betydning for udviklingen i aktiekurserne. For flere detaljer se Danmarks Nationalbank, Stabile finansielle markeder understøtter økonomi i lavkonjunktur, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 17, september 2020.

30 Se Søren Lejsgaard Autrup og Jonas Ladegaard Hensch, Do equity prices reflect the low interest rate environment?, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 1, februar 2020.

## Kurser på industri- og medicinalaktier er steget meget, men aktierisikopræmierne er kun faldet lidt

Boks 1

### Højere aktiekurser på industri- og medicinalaktier kan forklares ud fra økonomiske forhold

De betydelige stigninger i aktiekurserne i Danmark dækker over en vis variation på tværs af brancher. Aktiekurserne er steget betydeligt for industri- og medicinalvirksomheder, jf. figur A.

Estimerer af aktierisikopræmier for industrivirksomheder viser, at der har været en del udsving i risikopræmien siden januar 2021, men at risikopræmien over hele perioden kun er faldet en anelse, jf. figur B. Det lille fald kan indikere, at aktiekursudviklingen for industriselskaberne kan forklares af fundamentale forhold såsom forventninger til højere indtjening fremadrettet.

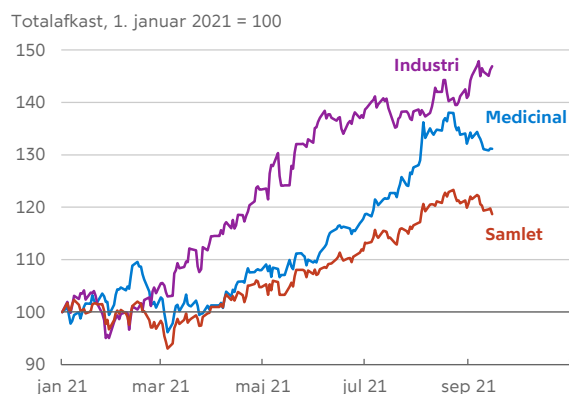
Risikopræmier for medicinalaktier ligger lidt lavere end før udbruddet af covid-19. Det kan afspejle, at disse aktier kan have fungeret som en relativ sikker investering for investorerne under covid-19-krisen, idet medicinalvirksomhedernes forventede fremtidige indtjening er mindre følsom over for nedlukninger af samfundet og konjunkturudsving i øvrigt. Medicinalaktier udgør ca. 45 pct. af markedsværdien i det danske indeks. Faldet i aktierisikopræmien på medicinalaktier forklarer derfor en stor del af faldet i aktierisikopræmien på danske aktier.

### En ny metode anvendes til at estimere aktierisikopræmier på tværs af brancher

Aktierisikopræmier er uobserverbare og kan bl.a. estimeres ved hjælp af en dividende-diskonteringsmodel. Aktierisikopræmier er tidligere i Nationalbanken blevet beregnet via den såkaldte H-model.<sup>1</sup> Modellen er en approksimation af en dividende diskonteringsmodel, der estimerer aktierisikopræmien under antagelse af, at den forventede dividendeudvikling afspejler aktieanalytikernes forventninger til fremtidig indtjening på kort- og mellemlangt sigt, samt at indtjeningsvæksten gradvis konvergerer mod den økonomiske vækst på langt sigt.

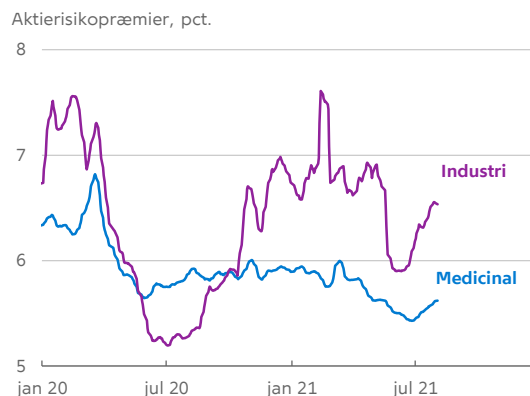
H-modellen er typisk mest velegnet til at estimere aktierisikopræmier for en bredere sammensætning af aktier, fx større aktieindeks. Det skyldes bl.a., at modellen kun i mindre grad kan opfange forventninger til indtjeningen på kort sigt, der for mindre aktieporteføljer typisk varierer meget fra år til år. På den baggrund er der blevet udviklet en ny dividende-diskonteringsmodel, der mere præcist kan estimere aktierisikopræmier for mindre aktieporteføljer såsom brancher. Den nye model benytter information om de forventede pengestrømme på kort- og mellemlangt sigt.

**Figur A:**  
**Store stigninger i kurserne på industri- og medicinalaktier**



Anm.: Totalafkast for danske virksomheder i udvalgte brancher.  
 Kilde: Refinitiv Datastream og egne beregninger.

**Figur B:**  
**Lille fald i aktierisikopræmien på industrivirksomheder under covid-19**



Anm.: Estimerede aktierisikopræmier på brancheniveau. 2 ugers glidende gennemsnit.  
 Kilde: Refinitiv Eikon og Datastream samt egne beregninger.

<sup>1</sup> Se Søren Lejsgaard Autrup og Jonas Ladegaard Hensch, Do equity prices reflect the ultra-low interest rate environment?, *Danmark Nationalbank Economic Memo*, nr. 1, februar 2020.



erhvervsvirksomhederne er steget i løbet af 2021 og udgjorde 3,2 pct. i juli, jf. figur 23. Kreditvæksten er på det højeste niveau i godt 10 år, men er stort set på linje med årsvæksten i nominelt BNP. Stigningen i kreditvæksten er særligt drevet af, at husholdningerne har øget deres realkreditlån, hvor årsvæksten i juli udgjorde 5,1 pct. Det er på niveau med væksten før covid-19-udbruddet.<sup>31</sup>

### Væksten i virksomhedernes banklån er tilbage på niveauet før covid-19-udbruddet

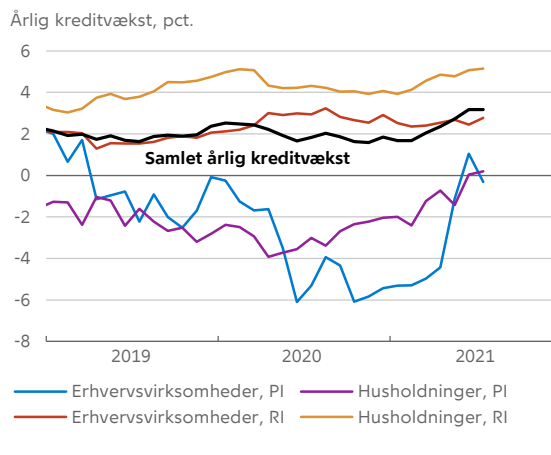
I foråret 2020 var der et betydeligt fald i bankernes udlån til erhvervsvirksomhederne, og efterspørgslen efter banklån forblev afdæmpet i den resterende del af 2020. Virksomhedernes lave efterspørgsel efter banklån under covid-19-pandemien kan hænge sammen med, at de danske virksomheder i årene op til pandemien i høj grad havde konsolideret sig og opbygget likviditet. Samtidig har virksomhederne under pandemien fået betydelig likviditet fra bl.a. udsudte skatte- og momsbetalinger samt fra skatte- og momslåneordningerne.<sup>32</sup> Siden marts 2021 er den årlige vækst i erhvervsvirksomhedernes banklån blevet mindre negativ, og væksten er stort set tilbage på niveauet før covid-19-udbruddet, jf. figur 23.

### Udlånsvæksten til husholdningerne er moderat, men kan komme med en vis forsinkelse

Den høje aktivitet på boligmarkedet siden foråret 2020 har givet anledning til betydelige boligprisstigninger.<sup>33</sup> Til sammenligning har væksten i det samlede udlån til husholdningerne været moderat siden covid-19-udbruddet. Det kan dog dække over betydelige forskelle på tværs af husholdninger og geografiske områder. Herudover kan kreditvæksten forekomme med en vis forsinkelse i forhold til

Den årlige kreditvækst er steget i løbet af 2021

Figur 23



Anm.: Udlån fra penge (PI)- og realkreditinstitutter (RI) til husholdninger og erhvervsvirksomheder hjemmehørende i Danmark i alle valutaer. Husholdninger afgrænses her til lønmodtagere og pensionister mv., mens erhvervsvirksomheder dækker både ikke-finansielle selskaber og personligt ejede virksomheder. Seneste datapunkt er for juli 2021.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

boligprisudviklingen.<sup>34</sup> Husholdningerne har imidlertid sparet betydeligt op over de senere år, hvilket afspejles i en højere nettofordringserhvervelse. Det kan bidrage til at dæmpe husholdningernes kreditbehov.<sup>35</sup>

### Stigningen i realkreditudlånet er drevet af udstedelse af flere afdragsfrie lån

Den øgede vækst i realkreditudlånet til husholdningerne afspejler fortrinsvist en øget udbredelse af fastforrentede lån uden afdrag, jf. figur 24. Øget brug

31 Bankudlånet udgør i 2021 ca. 21 pct. af det samlede udlån. Af den grund er bidraget til den samlede udlånsvækst fra den højere vækst i erhvervsvirksomhedernes bankgæld begrænset.

32 Virksomhederne ekskl. selvstændige havde ifølge data fra Skattestyrelsen ved udgangen af maj 2021 optaget skatte- og momslån for i alt 21 mia. kr. Fristen for tilbagebetaling af momslån blev i september udsudt fra den 1. november 2021 og den 1. februar 2022 til den 1. april 2022 for at give virksomhederne mere tid til at afvikle deres gæld.

33 Priserne på enfamiliehuse og ejerlejligheder er steget med henholdsvis 13 og 12 pct. fra 2. kvartal 2020 til 2. kvartal 2021. I løbet af sommeren har der dog været tidlige tegn på en mere afdæmpet aktivitet på boligmarkedet relativt til foråret 2021. Se Danmarks Nationalbank, Økonomien på vej tilbage i moderat højkonjunktur, Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi), nr. 24, september 2021.

34 Tidligere har man set en forsinkelse på knap 2 år, jf. Grinderslev, Oliver Juhler, Paul Lassenius Kamp, Anders Kronborg og Jesper Pedersen (2017), Financial cycles: what are they and what do they look like in Denmark, Danmarks Nationalbank Working paper, no. 115, juni 2017.

35 Efter to års rentefald har realkreditrenterne stabiliseret sig og er endda samlet set steget lidt siden årsskiftet. På den baggrund forventes et lavt niveau for førtidige indfrielse af fastforrentede realkreditlån ved den kommende termin i oktober 2021, hvilket giver anledning til at forvente en mere afdæmpet merbelåning hos boligejerne.



af afdragsfrihed frigør likviditet for boligejerne, hvilket kan have en afsmittende effekt på det samlede private forbrug. Samtidig kan en øget udbredelse af afdragsfrihed øge sårbarheden overfor senere boligprisfald.<sup>36</sup> Den afdragsfrie andel af nystiftet realkreditgæld udgjorde 53 pct. i 2. kvartal 2021, hvilket er en stigning på 7 procentpoint siden 2. kvartal 2020.

### Højere optag af afdragsfrie lån blandt boligejere med høje belåningsgrader i 2020

I 2020 var den afdragsfrie kreditgivning stort set ligeligt fordelt mellem boligejere med belåningsgrad på henholdsvis over og under 60 pct., jf. figur 25. Stigningen i det afdragsfrie lånoptag var i 2020 særligt drevet af låntagere med en belåningsgrad over 60 pct. I 2020 stiftede netop dette låntagersegment gæld *uden* afdrag for 18 mia. kr. mere end i 2019 svarende til en fordobling, jf. figur 25. I samme periode faldt deres optag af lån *med* afdrag med 14 mia. kr. Udviklingen skal bl.a. ses i lyset af konverteringsaktiviteten i løbet af 2020, som kom efter rentefald i 2019 og 2020.<sup>37</sup>

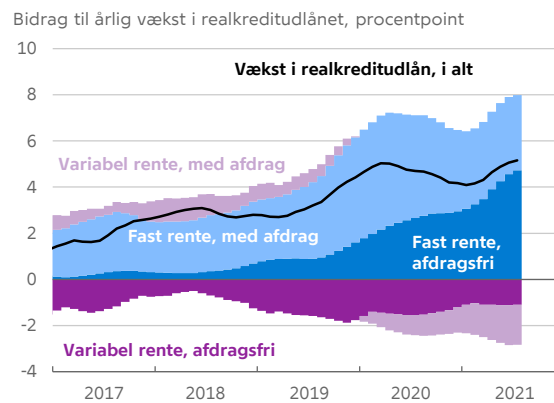
### Boligejere med en lav belåningsgrad øgede den afdragsfrie låntagning allerede i 2019

For boligejere med en belåningsgrad under 60 pct. steg interessen for afdragsfrihed allerede fra 2018 til 2019. Det skal ses i lyset af, at realkreditinstitutterne de senere år har tilbudt lån med mulighed for 30 års afdragsfrihed; først i form af variabelt forrentede lån i 2017 og siden udgangen af 2020 i form af fastforrentede lån. Lånene kan tilbydes kunder med en belåningsgrad på op til 75 pct., men afdragsfriheden træder først i kraft ved en belåningsgrad under 60 pct.

I 2019 steg optaget af afdragsfri gæld hos boligejere med en belåningsgrad under 60 pct. med 22 mia. kr., jf. figur 25. I samme periode reducerede disse boligejere optaget af lån *med* afdrag med et beløb svarende til 16 mia. kr. Dermed er den øgede låntagning hos disse boligejere stort set kun foregået i afdragsfrie realkreditlån i 2019 og 2020.

### Væksten i realkreditlånet er primært drevet af fastforrentede afdragsfrie lån

Figur 24

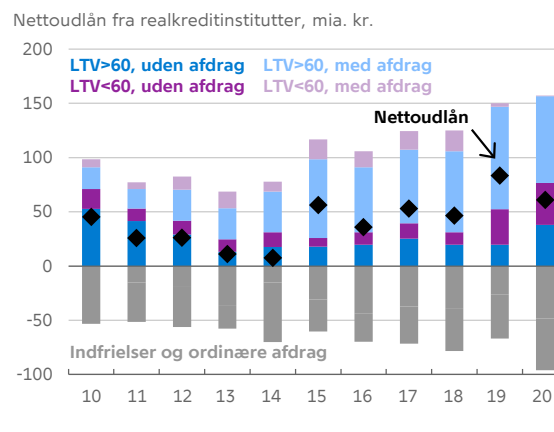


Anm.: Udlån fra realkreditinstitutter til ejerboliger og fritidshuse i alle valutaer til danske husholdninger. Seneste datapunkt er for juli 2021.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

### I 2020 var den afdragsfrie kreditgivning stort set ligeligt fordelt mellem boligejere med belåningsgrad over og under 60 pct.

Figur 25



Anm.: Indfrielse og ordinære afdrag omfatter låntagere, der ikke optager ny gæld i det angivne år. I de øvrige søjler er indfrielse i forbindelse med låneomlægninger nettofigureret. Det samlede nettoudlån kan afvige en smule fra statistikken Bank og realkredit (MFI) som følge af forskelle i populationen.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

36 Se Danmarks Nationalbank, Risici under opbygning i kreditinstitutterne, *Danmarks Nationalbank Finansielt Stabilitet – 1. halvår 2021*, maj 2021.

37 Hver femte boligejer, der konverterede sit lån i 2020 valgte at skifte til afdragsfrihed. Se Danmarks Nationalbank, Risici under opbygning i kreditinstitutterne, *Danmarks Nationalbank Finansielt Stabilitet – 1. halvår 2021*, maj 2021.

Foruden den lave belåningsgrad er det også alderen, der karakteriserer de låntagere, der har søgt mod afdragsfrihed. I 2019 var det især boligejere over 60 år, der havde en højere interesse for afdragsfrie lån. I 2020 blev lånene uden afdrag også optaget af de øvrige aldersgrupper, jf. boks 2.

### En stadig større andel af privatkundernes indlån forrentes negativt

En række danske banker, herunder flere af de største banker, har siden marts 2021 reduceret beløbsgrænserne for negative indlånsrenter for privatkunder yderligere, så den typiske grænse nu er 100.000 kr. Det har medført, at der i maj var 310 mia. kr. af privatindlånet, svarende til 30 pct., der blev forrentet negativt, jf. figur 26.<sup>38</sup>

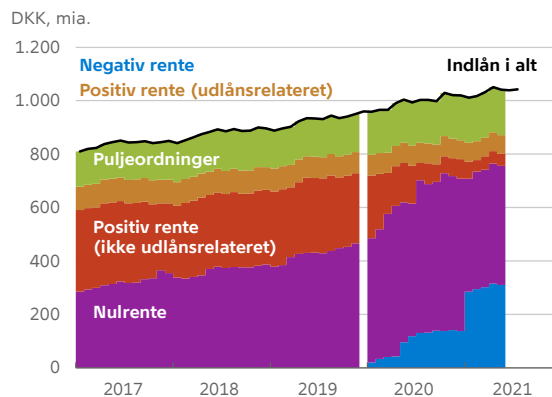
På trods af at en større andel af privatkundernes indlån forrentes negativt, har der været en stigning i det samlede indlån. I perioden mellem januar og juli 2021 er privatkundernes samlede indlån i bankerne øget med 32 mia. kr., svarende til en stigning på 3 pct. Det skal ses i lyset af udbetalingen af indefrosne feriepenge samtidig med, at nedlukningen af økonomien i begyndelsen af året reducerede forbrugsmulighederne.

### Negative indlånsrenter kan have fået privatkunderne til at reducere indlånet

Der er tegn på, at privatkunderne i de banker, der annoncerede negative indlånsrenter i løbet af 2019, har nedbragt en del af indlånet, der lå over den annoncerede beløbsgrænse for negative indlånsrenter ved udgangen af 2019. I forhold til de foregående år steg andelen af kunder med indlån under beløbsgrænsen på 750.000 kr. i 2019 i de banker, der havde

### Øget udbredelse af negative indlånsrenter for private bankkunder

Figur 26



Anm.: Gennemsnitsbalance for lønmodtagere, pensionister mv. fordelt på type af forrentning. Observationer for december 2019 er fortrolige og ikke vist i figuren. Udlånsrelaterede indlån er indlån på anfordring, der modsvarer af en uudnyttet del af lånerammen på fx et prioritetslån, som typisk forrentes som udlån. Seneste datapunkt for fordelingen af indlånet er for maj 2021, mens data for det aggregerede indlån går frem til juli 2021.  
 Kilde: Danmarks Nationalbank.

annonceret negative indlånsrenter, jf. figur 27.<sup>39,40</sup> For 2017 og 2018 var koncentrationen af kunder lige under 750.000 kr. også relativt høj, hvilket skal ses i lyset af grænsen for indskydergarantien. I 2019 var der ligeledes et fald i andelen af kunder med indlån over 800.000 kr. Samlet set indikerer det, at privatkunderne kan have reageret på annonceringen af negative indlånsrenter i 2019.<sup>41</sup>

38 Med nedsættelsen af beløbsgrænserne, der for de fleste banker har virkning fra juli, forventes der en stor stigning i de kommende måneder i både andelen og omfanget af indlån, der forrentes negativt. Tal fra de seks største banker viser, at 38,8 pct. af indlånene fra deres privatkunder blev forrentet negativt i juli 2021.

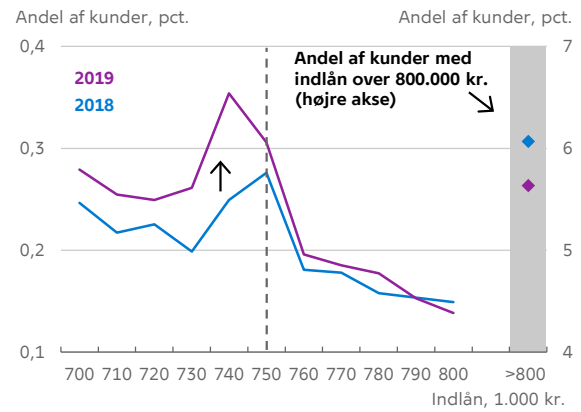
39 Beregninger er på individniveau, som er muligt indtil 2019, hvor kun få banker havde annonceret negative indlånsrenter. Ifølge en analyse baseret på data for privatkundernes samlede indlån inden for hver bank er der tegn på, at indlånet er faldet hos de banker, der har annonceret negative indlånsrenter, kort efter annonceringen fandt sted. Se Alexander Meldgaard Otte, Morten Spange og Rasmus Kofoed Mandsberg, *Privatkunders reaktion på negative indlånsrenter*, Danmarks Nationalbank Analyse, nr. 9, april 2021.

40 Nogle banker havde til at starte med annonceret endnu højere beløbsgrænser. Den typiske beløbsgrænse hos bankerne lå dog på 750.000 kr. i slutningen af 2019.

41 Talgrundlaget er baseret på det samlede indlån hos de berørte banker. Udviklingen kan derfor både afspejle, at eksisterende kunder reducerer deres indlån, og at der kommer færre nye kunder med indlån over den pågældende beløbsgrænse.

**Tegn på at privatkunderne har reageret på annonceringen af negative renter i 2019**

Figur 27



Anm.: Figuren er baseret på de banker, der annoncerede negative indlånsrenter overfor privatkunder i november 2019 eller tidligere. X-aksen angiver intervaller af 10.000 kr. med undtagelse af kategorien yderst til højre, som viser andelen af kunder med indlån over 800.000 kr. Den typiske grænse for negative indlånsrenter i disse banker var 750.000 kr. Kunder med samlede indskud under 50.000 kr. er ikke medregnet.

Kilde: Egne beregninger på data fra Danmarks Statistik.

## Boligejere med en høj belåningsgrad, men også ældre låntagere med lav belåningsgrad, har optaget realkreditlån uden afdrag de senere år

Boks 2

### Nye afdragsfrie lån har været populære hos boligejere med en høj belåningsgrad

Omkring en fjerdedel af al ny realkreditgæld i 2020 blev stiftet af låntagere med en belåningsgrad på omkring 80 pct. Hos dette låntagersegment har den afdragsfrie andel af udlånet været omtrent uændret på 55-60 pct. i årene 2018-2020, jf. figur A. Det er kun lidt lavere end i 2009, hvilket indikerer, at disse boligejeres præference for afdragsfrihed har været stort set uændret siden finanskrisen.

### Stigende interesse for afdragsfrihed hos låntagere med en lav belåningsgrad de senere år

Låntagningen i 2019 og 2020 var i stigende grad afdragsfri for boligejere med en belåningsgrad under 60 pct. Hos denne gruppe af låntagere var den afdragsfrie andel i gennemsnit 44, 50 og 56 pct. i henholdsvis 2018, 2019 og 2020, jf. figur A.

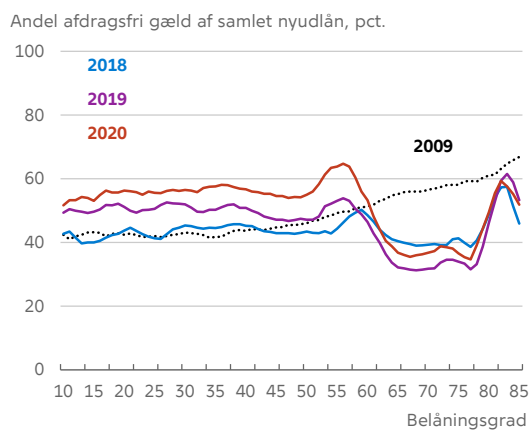
Også låntagningen blandt boligejere med en belåningsgrad mellem 60 og 80 pct. blev i stigende grad afdragsfri fra 2019 til 2020. Til gengæld har interessen for afdragsfrihed været markant lavere de senere år for dette segment af boligejere sammenlignet med 2009. Det kan være en konsekvens af Tilsynsdiamanten, herunder særligt kreditinstitutternes

rationering af deres afdragsfrie långivning.<sup>1</sup> Siden 2014 har kreditinstitutterne pålagt et tillæg til bidragssatsen ved afdragsfrihed. De marginale låneomkostninger stiger alt andet lige særlig kraftigt, når lånets størrelse overstiger 60 pct. af boligens værdi, og det kan have ført til ændret låneadfærd hos boligejerne.

### De afdragsfrie lån har især været populære blandt ældre låntagere

Den afdragsfrie andel af nystiftet realkreditgæld steg betydeligt for boligejere over 60 år i 2019 sammenlignet med det foregående år, jf. figur B. Den øgede interesse for afdragsfrihed fortsatte hos de ældre låntagere i 2020, hvor der imidlertid også blev optaget en stigende andel afdragsfri gæld i de øvrige aldersgrupper. Den store bevægelse mod afdragsfrihed hos låntagere over 60 år har haft et mere begrænset gennemslag på den samlede låntagning, da låntagere i denne aldersgruppe kun tegner sig for ca. 20 pct. af den nystiftede realkreditgæld. De nyligt introducerede låntyper med mulighed for 30 års afdragsfrihed kan være attraktive for nogle kundegrupper. Det gælder bl.a. ældre boligejere, der har en betydelig friværdi, og som ønsker at nedspare i boligen.

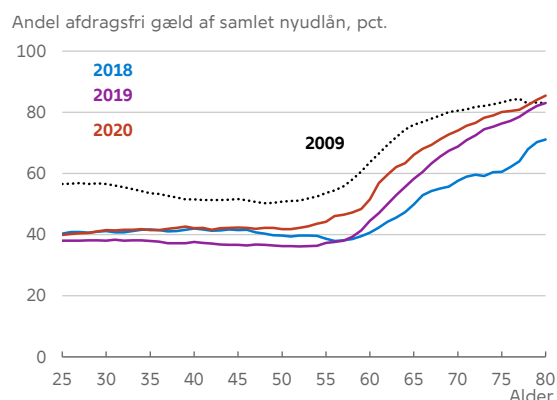
**Figur A:**  
 Interessen for afdragsfrihed er fortsat høj hos boligejere med høj belåning



Anm.: Belåningsgraden er beregnet på baggrund af samlet realkreditgæld hos hver boligejer. Ved optag af ny realkreditgæld kan kurstabet normalt finansieres via lånet, så den samlede belåningsgrad kan overstige 80 pct., som er den maksimale grænse for belåning i realkredit i ejerboliger.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

**Figur B:**  
 De senere år har især låntagere over 60 år søgt mod afdragsfrihed



Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

<sup>1</sup> For mere information om Tilsynsdiamanten, se fx [\(link\)](#).

## Højfrekvent indeks for finansieringsvilkår

Bilag 1

Covid-19-pandemien har tydeliggjort behovet for højfrekvente indikatorer, der kan give et aktuelt og samlet billede af udviklingen på de finansielle markeder. Nationalbanken har i det lys udviklet et højfrekvent indeks, som løbende anvendes til at overvåge, hvordan danske finansieringsvilkår udvikler sig. Indekset opdateres som udgangspunkt på månedlig basis, men kan med få modifikationer vise den daglige udvikling. Indekset er et simpelt gennemsnit af en række priser på forskellige typer af finansiering, der vurderes at have betydning for makroøkonomien. I indekset sammenholdes de nuværende finansieringsvilkår med deres historiske niveau. Indekset er et supplement til SVAR-modellen fra Jensen og Pedersen (2019)<sup>42</sup>, som Nationalbanken anvender til at kvantificere de finansielle forholds effekt på makroøkonomien. Denne model opgøres kun kvartalsvist med en vis forsinkelse, da eksempelvis BNP-data indgår i modellen.

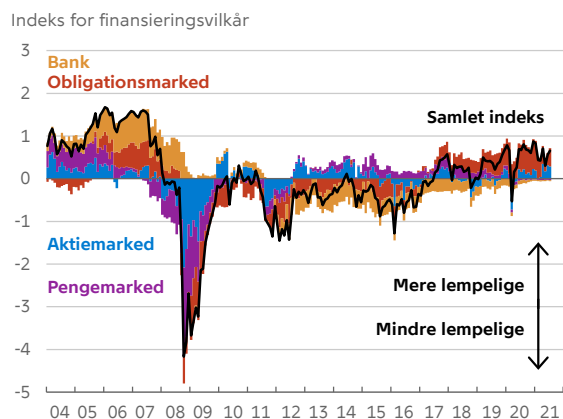
### Konstruktion af indekset for finansieringsvilkår

Både indekset og alle variable, der indgår, er standardiserede, så de har en middelværdi på 0 og en varians på 1. Det sikrer, at indeksets værdi er lettere at fortolke, og at forskellige enheder ikke påvirker den enkelte variabels bidrag til indekset. Indekset er et gennemsnit af fire variable, der hver især er et gennemsnit af en række undervariable.<sup>43</sup>

Den enkelte variabels fortegn angiver, om en stigende værdi vurderes at give mere lempelige (+) eller mindre lempelige (-) finansieringsvilkår. Variablene er:

1. Pengemarkedet (daglig frekvens)
  - 3-måneders Cita-swaprente fratrukket Nationalbankens seneste estimat for den naturlige korte nominelle rente,  $i^*$  (-)<sup>44</sup>
  - Forskel på 3-måneders Cita- og Eonia-swaps (-)
  - Forskel på 3-måneders Cibor og Cita-swap (-)
2. Aktiemarkedet (daglig frekvens)
  - Årligt afkast på det danske aktiemarked (+)
  - Volatilitet på det danske aktiemarked (-)
3. Obligationsmarkedet (daglig frekvens)
  - Optionsjusterede rentespænd på realkreditobligationer (-)
  - Forskel på 10- og 2-årig dansk statsrente (-)
4. Bankernes udlånsvilkår (månedlig frekvens)
  - Gennemsnitlig udlånsrente fratrukket 3-måneders Cita-rente for henholdsvis husholdninger og erhvervsvirksomheder (-)
  - Gennemsnitlige bidragssatser for henholdsvis husholdninger og erhvervsvirksomheder (-)

**Figur A:**  
**Indeks for finansieringsvilkår**



Anm.: Opgjort fra januar 2004 til juli 2021 på månedlig frekvens.  
 Kilde: Danmarks Nationalbank, Refinitiv Eikon og Datastream, Nykredit, Pedersen (2015) og egne beregninger.

### Fortolkning af indekset

Indekset er konstrueret fra 2004 og frem til i dag. Da variable i indekset er standardiserede, betyder en indekxværdi på 0, at finansieringsvilkårene samlet set er lige så lempelige, som de i gennemsnit har været siden 2004. Positive værdier angiver mere lempelige finansieringsvilkår, mens negative værdier omvendt indikerer, at finansieringsvilkårene er mindre lempelige sammenlignet med hele perioden. Ændringer i indeksets værdi angiver direkte, om finansieringsvilkårene bliver mere eller mindre lempelige. Lempelige finansieringsvilkår er ikke nødvendigvis hensigtsmæssige for samfundsøkonomien, hvilket blev illustreret op til finanskrisen.

### Indekset fanger historiske udsving

Under finanskrisen viser indekset, at finansieringsvilkårene på kort tid blev betydeligt mindre lempelige. Under den europæiske gældskrise i 2011-12 ses et lignende billede, selv om udviklingen var mindre markant. I marts 2020, da pandemien for alvor brød ud, og mange lande lukkede ned, blev finansieringsvilkårene kortvarigt mindre lempelige. Omvendt peger indekset på særligt lempelige finansieringsvilkår i årene op til finanskrisen.

<sup>42</sup> Jakob Roager Jensen og Jesper Pedersen, Macro-financial linkages in an SVAR-model with application to Denmark, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, no. 134, januar 2019.

<sup>43</sup> En lignende metode benyttes i Jan Alsterlind, Magnus Lindskog og Tommy von Brömsen, An index for financial conditions in Sweden, *Sveriges Riksbank Staff Memo*, februar 2020.

<sup>44</sup> Estimatet for  $i^*$  er baseret på Jesper Pedersen, The Danish natural real rate of interest and secular stagnation, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, no. 94, marts 2015.

## 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  
15. september 2021



DANMARKS  
NATIONALBANK

## KONTAKT

**Ole Mikkelsen**  
Kommunikations-  
og presserådgiver

*omi@nationalbanken.dk*  
*+45 3363 6027*

SEKRETARIAT  
OG KOMMUNIKATION