

Global usikkerhed påvirker den finansielle sektor

De finansielle markeder har været præget af store udsving som følge af højere amerikanske toldsatser og usikkerhed forbundet med udsigterne for den globale økonomi. En tilbagegang i den globale handel og den økonomiske vækst vil også påvirke danske virksomheder og husholdninger. Bankerne er i en god position til at håndtere eventuelle tab forbundet med handelskonfliktens effekter på dansk økonomi. Det skyldes dels den aktuelt høje indtjening, dels den finansielle regulering, som siden finanskrisen har styrket bankernes robusthed. Den geopolitiske situation påvirker fortsat cybertruslen og understreger vigtigheden af at fortsætte arbejdet med at styrke cyberrobustheden i den finansielle sektor.

Kontakt

Peter Nick Bøgeby Levring
Kommunikations- og presserådgiver
pnbl@nationalbanken.dk
+45 3363 6383

📄 54 sider



Geopolitik og usikkerheden fra handelskonflikt påvirker risikobilledet

Forhøjelsen af toldsatser i verdenshandlen har forværret de globale vækstudsigter og ført til store udsving på de finansielle markeder. Skiftende udmeldinger om retningen for den økonomiske politik i USA bidrager samtidig til stor global usikkerhed med risiko for yderligere stød til de finansielle markeder.



Fortsat høj indtjening understøtter bankernes robusthed mod tab

Den aktuelt høje indtjening sætter bankerne i en god position til at håndtere potentielle tab. Robustheden hos bankernes kunder, herunder især eksportfølsomme virksomheder, påvirkes af den globale usikkerhed og vil blive svækket i tilfælde af en global vækstafmatning. En sund likviditetsposition og tilstrækkelig kapitalisering i bankerne er afgørende for at kunne modstå et hårdt stress i dansk økonomi.



Forenkling af finansiell regulering må ikke svække finansiell stabilitet

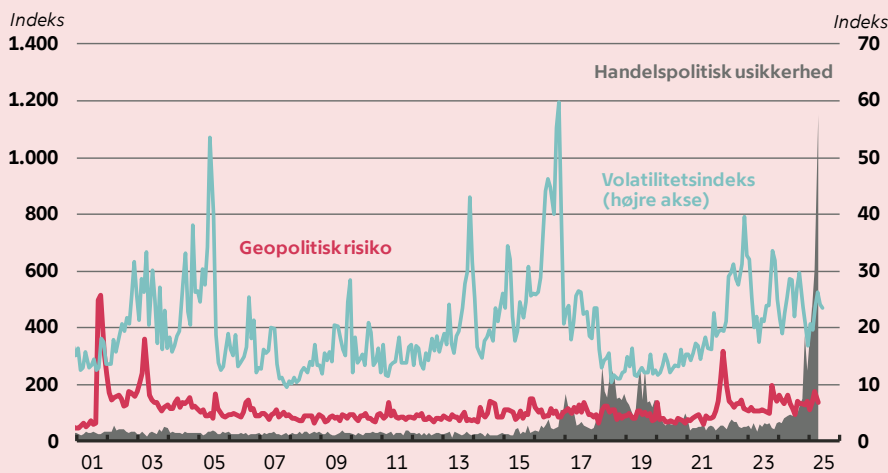
Regulering indført efter finanskrisen har bidraget til at styrke den finansielle stabilitet. Komplexiteten af regelsættet er stor, og det er derfor relevant at se på, om reglerne kan forenkles uden at kompromittere kernen i den finansielle regulering. Her spiller særligt kravene til likviditet, kapital og krisehåndtering af nødlidende institutter en afgørende rolle i at sikre en robust finansiell sektor.

Hvorfor er det vigtigt?

Finansiell stabilitet er en forudsætning for, at den finansielle sektor kan løse sine samfundskritiske opgaver. Selv under en krise skal kunder fortsat kunne låne penge til sunde og kreditværdige projekter og kunne foretage og modtage betalinger. Det kræver, at den finansielle sektor er robust nok til at modstå økonomiske og finansielle kriser, og bidrager til at sikre Danmark en robust økonomi.

Nationalbanken udgiver to gange om året analysen *Finansiell stabilitet*, som sammenfatter Nationalbankens vurderinger af og anbefalinger til den finansielle stabilitet i Danmark. Analysen belyser bl.a., om der kan opstå sårbarheder i det finansielle system på grund af kreditinstitutternes kreditgivning, likviditetsstyring eller kapitalplanlægning. I analysen præsenteres også resultatet af Nationalbankens halvårslige stresstest, der bidrager til vurderingen af, om de største kreditinstitutter har tilstrækkelig kapital til at håndtere en kraftig tilbagegang i økonomien. Analysen kan desuden dække andre forhold, der er relevante for den finansielle stabilitet. Det kan fx dreje sig om pensions- og livsforsikringsselskaberne, arbejdet med cyberrisici, digitaliseringen eller klimaforandringerne påvirkning på den finansielle sektor.

Hovedfigur: Geopolitiske spændinger og handelskonflikt præger risikobilledet



Anm.: Indeks for geopolitisk risiko og handelspolitisk usikkerhed. Indeks baseres på automatiserede tekstøgninger og beregnes ved antallet af artikler om emnet som andel af samlede antal artikler fra en række amerikanske aviser. Volatilitetsindekset er angivet ved VIX-indekset, som måler forventede kursudsving i det amerikanske Standard & Poor's 500-aktieindeks. Seneste observation er 30. april 2025 for handelspolitisk usikkerhed og geopolitisk risiko, og 23. maj 2025 for volatilitetsindeks.

Kilde: Dario Caldara og Matteo Iacoviello, Measuring Geopolitical Risk, *American Economic Review*, april, 112(4), 2022, side 1194-1225. Dario Caldara, Matteo Iacoviello, Patrick Molligo, Andrea Prestipino og Andrea Raffo, The economic effects of trade policy uncertainty, *Journal of Monetary Economics*, nr. 109, 2020, side 38-59. Macrobond.



Emner

Finansiell stabilitet – halvårlig vurdering og anbefalinger

Finansiell stabilitet

Bank- og realkredit

Finansiell regulering

Finansiell stabilitet og finansielle risici

Finansiell sektor

Finansielle markeder

Husholdninger og erhvervsvirksomheder

Indlån

Udlån

Makroprudentiel politik

Renter

Stresstest

Finansielt Sektorforum for Operationel Robusthed

Klima

Indhold

Indhold	4
01 Sammenfatning og vurdering	5
02 Finansielle markeder: Markederne er præget af stor usikkerhed	8
03 Cyber: Cybertruslen påvirkes af geopolitiske spændinger og kan true den finansielle stabilitet	15
04 Kredit til erhverv: Risiko for tab på eksportfølsomme erhverv	18
05 Kredit til husholdninger: Boligkøbere bruger fortsat en stor del af indkomsten på at servicere gæld	23
06 Indtjening: Lavere renter reducerer institutternes nettorenteindtægter	29
07 Likviditet og funding: Bankerne har en robust likviditetsposition	35
08 Kapital og stresstest: Institutterne kan håndtere en markant tilbagegang i dansk økonomi	40
09 Klima: Den finansielle sektor må forberede sig på, at mere ekstremt vejr kan ramme deres kunder	47
10 Bilag A1: Datagrundlag i analysen	51
11 Bilag A2: Stresstestens scenarier	53

01

Sammenfatning og vurdering

FINANSIELLE MARKEDER

Handelskonflikten svækker de globale vækstudsigter, og markedet forventer flere rentenedsættelser i løbet af 2025

Den amerikanske administrations annoncering af højere toldsatser i starten af april har medført stor usikkerhed i de globale vækstudsigter. Den Internationale Valutafond, IMF, har som følge af handelskonflikten nedjusteret forventningerne til den globale vækst. Danmark er som en lille, åben økonomi særligt eksponeret over for geoøkonomisk fragmentering og yderligere eskalering af handelskonflikten. De forværrede vækstudsigter har medført et fald i markedsdeltagernes forventninger til de pengepolitiske renter i USA og euroområdet. Samtidig er der risiko for, at forhøjede toldsatser kan føre til et fornyet inflationspres i USA.

Den globale usikkerhed har medført store udsving på aktie- og obligationsmarkederne

Den høje usikkerhed om den internationale handelspolitik har ført til markante udsving på de finansielle markeder. Blandt andet medførte annonceringen af højere amerikanske toldsatser store prisudsving på de globale aktiemarkeder. Samtidig har statsobligationer i USA og euroområdet været følsomme over for usikkerheden, som bl.a. skal ses i lyset af forøgelsen af de globale gælds niveauer. Dollarkursen er tilmed svækket, hvilket bl.a. tyder på en generelt mindsket risikoappetit over for amerikanske aktiver. Markedet for kryptoaktiver har siden det amerikanske valg i november 2024 også været præget af ekstra store udsving, bl.a. som følge af mere lempelig regulering af kryptoaktiver i USA og ændringer i risikoappetitten.

CYBER

Cybertruslen er et grundvilkår for de finansielle virksomheder og kræver fortsat arbejde for at styrke robustheden

Cybertruslen er høj og ændrer løbende karakter. En større andel af europæiske banker oplever cyberangreb, der har ført til alvorlige operationelle hændelser. Da avancerede cyberangreb potentielt kan true den finansielle stabilitet, er det vigtigt, at finansielle virksomheder fortsætter deres arbejde for at øge cyberrobustheden. Den finansielle sektor er forbundet i høj grad, og derfor er det også vigtigt at

samarbejde på tværs af sektoren for at styrke den generelle robusthed.

Beredskab er et centralt fokusområde i den finansielle sektor

Den geopolitiske situation har aktualiseret behovet for yderligere beredskabsplanlægning i samfundet. I den finansielle sektor arbejdes der på tiltag, der skal styrke de finansielle virksomheders evne til at videreføre forretningen, selv i ekstreme, men plausible scenarier som fx et destruktivt cyberangreb. På betalingsområdet arbejdes der i regi af Betalingsrådet på at etablere et samfundsdekkende beredskab for kortbetalinger, der skal sikre danskernes adgang til basale fornødenheder i tilfælde af nedbrud i internettet eller betalingsinfrastrukturen.

KREDIT TIL ERHVERV

Virksomhederne har et godt udgangspunkt, men bankerne kan risikere tab på udlån til eksportfølsomme brancher

Kvartalsvise regnskabsdata peger på, at virksomhedernes indtjening er steget igennem 2024 som følge af bl.a. højere omsætning. Stigningen i andelen af misligholdte lån på tværs af brancher har samtidig været begrænset, ligesom også antallet af konkurser er på et lavt niveau. Dog kan de eksportfølsomme erhverv blive påvirket af den globale usikkerhed, der er forbundet med den verserende handelskonflikt. Det gælder især industrivirksomhederne, hvor en væsentlig del af eksporten går til USA. Institutterne har væsentlige eksponeringer over for de eksportfølsomme erhverv. Den direkte kreditrisiko på eksponeringerne begrænses dog bl.a. af, at en stor del af den danske vareeksport til USA produceres i USA og dermed ikke umiddelbart påvirkes af højere toldsatser. Et stort stød til den danske eksport og generel global afmatning vil dog kunne smitte af på dansk økonomi i sin helhed og give anledning til tab på kreditinstitutternes erhvervsudlån.

Tegn på stigende handelsaktivitet for erhvervsejendomme, men udlånet til ejendomsselskaber udgør fortsat en risiko

Kreditinstitutternes udlån til erhvervsejendomme er fortsat betydelige, og ejendomsselskabernes forretningsmodel gør dem særligt følsomme over for ændringer i renteniveauet og konjunkturudsving. Rentestigningerne i 2022 og 2023 reducerede således ejendomsselskabernes indtjening markant som følge af højere renteomkostninger og lavere

ejendomsværdier. Efter den markante opbremsning på erhvervsejendomsmarkedet de seneste par år er handelsaktiviteten i de første fire måneder af 2025 steget sammenlignet med den samme periode i 2023 og 2024. Samtidig bidrager de lavere renter siden medio 2024 til at lette presset på ejendomsselskabernes renteudgifter. På trods af stigende tomgang inden for flere ejendomstyper er kreditinstitutternes nedskrivninger på udlån til ejendomsselskaber fortsat lave.

KREDIT TIL HUSHOLDNINGER

Boligpriserne er på et højt niveau og stiger særligt meget i København

Boligprisivæksten har været høj i 2025 for både enfamiliehuse og ejerlejligheder. Prisstigningerne har været særligt høje på københavnske ejerlejligheder. Den seneste boligprisudvikling er dog ikke slået igennem på husholdningernes generelle gældsætning, hvilket erfaringsmæssigt sker med en vis forsinkelse.

Boligejernes gældsfaktor er faldet, men en stor andel af indkomsten bruges fortsat på at servicere boliglånen

Boligudlånet udgør en mindre andel af boligejernes disponible indkomst, hvilket bl.a. kan forklares ved indkomststigninger, og at boligejere har reduceret deres boligkøbel ved at omlægge fastforrentede realkreditlån. Samtidig bruger boligkøberne fortsat en høj andel af deres indkomster på at servicere gæld. Det gør sig særligt gældende i København, hvor boligkøbere i 3. kv. 2024 brugte næsten dobbelt så meget på gældsservicering som boligkøbere i 2020. Stigningen afspejler især de høje boligprisstigninger i hovedstadsområdet og det højere renteniveau. Husholdningernes højere gældsserviceringsgrader giver alt andet lige mindre luft i budgettet til uforudsete udgifter.

INDTJENING

Kreditinstitutternes nettorenteindtægter forventes at have toppet, og lavere renter reducerer indtjeningen

De systemiske kreditinstitutters resultat før skat steg til 66 mia. kr. i 2024. Den høje indtjening er primært drevet af en stigning i basisindtjeningen. Det højere renteniveau siden midten af 2022 har løftet nettorenteindtægterne, særligt i 2023 og 2024, og indlånsmarginalen har været en væsentlig faktor for bankernes højere nettorenteindtægter. Nettorenteindtægterne forventes at have toppet, i takt med at de pengepolitiske renter er blevet sat ned i løbet af 2024, hvorved bankernes indlånsmarginal er indsnævret. Indlånsmarginalen er dog fortsat på et højere niveau end i årene før rentestigningerne i 2022 og bidrager væsentligt til indtjeningen.

Nedskrivningerne er fortsat lave, men kan stige i lyset af den globale usikkerhed

Kreditinstitutternes nedskrivninger var fortsat lave i 2024. I Nationalbankens prognose for dansk økonomi fra marts 2024 er der udsigt til et balanceret vækstforløb. Dog øges risikoen for højere nedskrivninger af den betydelige globale usikkerhed, som bl.a. skyldes forhøjelsen af toldsatser. Fortsat høj indtjening i bankerne udgør et første værn mod de potentielle tab, der kan komme.

LIKVIDITET

Bankerne har en robust likviditetsposition, men et øget likviditetsbehov kan opstå pludseligt hos bankernes kunder

De systemiske banker har god overdækning til likviditetskravene og er i stand til at håndtere et hårdt likviditetsstress. Alle systemiske banker har en overlevelseshorisont på mindst 4 måneder i Nationalbankens likviditetsstresstest. Risikoen for en eskalerende handelskonflikt og påvirkningen på de finansielle markeder kan medføre et øget likviditetsbehov hos bankernes kunder. Det understreger vigtigheden af en robust likviditetsposition.

Gearing i danske realkreditobligationer har øget forbundetheden mellem realkredit- og repomarkedet

Investeringsfonde og forsikrings- og pensionsselskaber har øget deres låntagning i repomarkedet. Da danske realkreditobligationer i høj grad bruges som sikkerhed i repoforretninger, er forbundetheden mellem repo- og realkreditmarkedet øget. Stød til kurserne på realkreditobligationer som følge af uro på de finansielle markeder eller mindre likviditet i repomarkedet kan derfor føre til et salgspres på danske realkreditobligationer. Det kan give anledning til potentielt lavere priser og dermed højere renter på realkreditobligationer.

KAPITAL OG STRESSTEST

Forenkling af finansiell regulering må ikke ske på bekostning af den finansielle stabilitet

Reguleringen af den finansielle sektor indført efter finanskrisen har styrket den finansielle stabilitet. Regelsættet er dog samtidig blevet komplekst, og det er derfor relevant at gennemgå reguleringen med henblik på at forenkle eller fjerne regler, der er unødigt komplekse og administrativt tunge. I arbejdet med at forenkle de finansielle regler er det afgørende, at kernen i reguleringen fastholdes. Det gælder bl.a. krav til kapital og likviditet samt krisehåndtering, som sikrer en robust finansiell sektor – også i stress. Det har stor betydning for samfundet og er en forudsætning for en sund og konkurrencedygtig økonomi. Samtidig er det vigtigt, at regelforenklingen understøtter ens konkurrencevilkår for finansielle virksomheder på tværs af EU.

Alle institutter opfylder kapitalkravene i et hårdt stress-scenarie

Nationalbanken stresstester hvert halve år den finansielle sektor for at vurdere, om institutterne holder tilstrækkelig kapital til at overholde myndighedernes kapitalkrav. Alle institutter klarer et hårdt recessionsscenario. Enkelte institutter kan dog få svært ved at overholde kravet til nedskrivningseggede passiver, NEP-kravet, hvis der opstår en længere periode med begrænset mulighed for at udstede nye gældsinstrumenter. En stresstest baseret på kreditinstitutternes kapitalmålsætning viser også, at enkelte institutter bør overveje at hæve deres kapitalmålsætning.

KLIMA

Ubalancer på energimarkedet kan have store økonomiske og finansielle konsekvenser

Det er vigtigt, at banker og realkreditinstitutter løbende undersøger og vurderer risici fra både klimaforandringer og den grønne omstilling, som er væsentlige for deres forretningsmodel. Perioder med høje energipriser og store udsving, som man fx så i forbindelse med Ruslands invasion af Ukraine i begyndelsen af 2022, påvirkede især de af bankernes erhvervskunder, som havde et stort energiforbrug.

Den finansielle sektor må forberede sig på, at mere ekstremt vejr kan ramme deres kunder

Det danske forsikringsmarked har i international sammenhæng generelt god dækning for konsekvenserne af naturkatastrofer i form af stormflodsordningen, men i takt med klimaforandringerne vil stormflodshændelser i Danmark forekomme oftere og blive mere alvorlige. Hvis bygningsmasse og infrastruktur ikke klimatilpasses, kan boligejere og virksomheder risikere at stå med en større del af omkostningerne til genopbygning. Det er samtidig vigtigt, at kreditinstitutterne tager højde for den stigende risiko for naturkatastrofer.

02

Finansielle markeder: Markederne er præget af stor usikkerhed

De finansielle markeder og den globale økonomi er præget af geopolitiske spændinger og høj usikkerhed om de globale handelskonflikter. Aktiekurserne faldt kraftigt efter den amerikanske administrations annoncering af told over for en lang række lande i starten af april. I løbet af maj steg kurserne igen, og kurserne var i slutningen af maj tæt på niveauet før annonceringen. Danmark er som en lille, åben økonomi særligt eksponeret over for geoøkonomisk fragmentering, og yderligere eskalering af handelskonflikter kan have mærkbare effekter på realøkonomien og værdien af de finansielle aktiver, som husholdninger, banker, pensions- og forsikringselskaber og andre aktører har investeret i.

Handelskonflikt giver uro i den globale økonomi

Skiftende politiske udmeldinger i handelskonflikten har medført stor usikkerhed i globale vækstprognoser. Overordnet set er vækstforventningerne til den globale økonomi blevet nedjusteret. Den Internationale Valutafond, IMF, skønner i hovedscenariet i sin seneste prognose fra april 2025,¹ at væksten i den globale økonomi vil være henholdsvis 2,8 pct. i 2025 og 3 pct. i 2026. Det er en nedjustering på 0,5 og 0,3 procentpoint fra prognosen i januar, se figur 1. Usikkerheden om den amerikanske administrations politiske mål kan aflæses i store stigninger i indeks, som måler handelspolitisk usikkerhed, se figur 2.

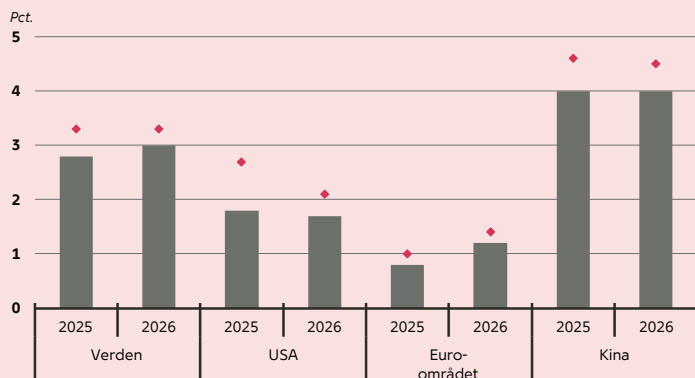
Handelskonflikten ventes at have negative effekter for hele den globale økonomi. Den amerikanske økonomi ventes at blive ramt særligt hårdt på kort sigt. Den væsentlige usikkerhed om toldsatterne og potentiel gengældelsestold hos USA's handelspartnere forventes at reducere efterspørgslen, og forbrugertilliden er faldet mærkbart siden marts 2025. Den store usikkerhed om toldsatterne og effekterne på forbrug har kompliceret investeringsbeslutninger, særligt for amerikanske virksomheder. Data fra det amerikanske kontor for økonomisk analyse (Bureau of Economic Analysis) viser, at den amerikanske import steg kraftigt i 1. kvrt., hvilket indikerer, at virksomhederne har fremrykket køb af udenlandske varer for at undgå kommende told.

I euroområdet er vækstudsigterne også nedjusteret. Nedjusteringerne er dog sket i mindre grad, bl.a. fordi den handelspolitiske usikkerhed er relateret til én handelspartner, og fordi udsigten til stigninger i reallønninger og øgede offentlige udgifter, særligt i Tyskland, understøtter væksten i euroområdet.

¹ Som følge af den store usikkerhed om toldafgifter har IMF lavet flere prognoser med en række forskellige antagelser om amerikanske toldafgifter. I hovedscenariet indgår told, som blev annonceret mellem 1. februar og 4. april 2025.

FIGUR 1

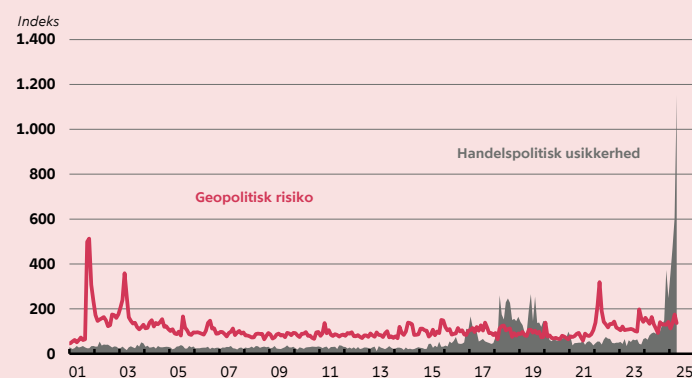
Udsigt til lavere vækst i amerikansk økonomi efter annoncering af toldafgifter



Anm.: IMF's skøn for BNP-vækst for verden. Søjler viser skøn fra IMF's hovedscenarie i april 2025. Punkter viser skøn fra IMF's januar-prognose.
Kilde: IMF.

FIGUR 2

Højt niveau af global usikkerhed er især drevet af udviklingen i amerikansk handelspolitik



Anm.: Indeks for geopolitisk risiko og handelspolitisk usikkerhed. Indeks baseres på automatiserede tekstsøgninger og beregnes ved antallet af artikler om emnet som andel af det samlede antal artikler fra en række amerikanske aviser. Seneste observation er 30. april 2025.

Kilde: Dario Caldara og Matteo Iacoviello, Measuring Geopolitical Risk, *American Economic Review*, april, 112(4), 2022, side 1194-1225. Dario Caldara, Matteo Iacoviello, Patrick Molligo, Andrea Prestipino og Andrea Raffo, The economic effects of trade policy uncertainty, *Journal of Monetary Economics*, nr. 109, 2020, side 38-59.

Markedet forventer lavere pengepolitiske renter, men toldafgifter har ændret de kortsigtede forventninger til inflation

Efter den amerikanske administrations annoncering af forhøjede toldafgifter den 2. april 2025 faldt markedsforventningerne til niveauet for de pengepolitiske renter i USA, men steg igen efter foreløbig aftale mellem Kina og USA om at sænke toldsatsen den 12. maj, se figur 3. Samlet set er forventningerne til de pengepolitiske renter nedjusteret med omtrent 0,50 procentpoint medio 2026 siden starten af 2025. I euroområdet er forventningerne tilsvarende blevet justeret ned men i mindre omfang, hvilket delvist hænger sammen med forventningerne til realøkonomien.

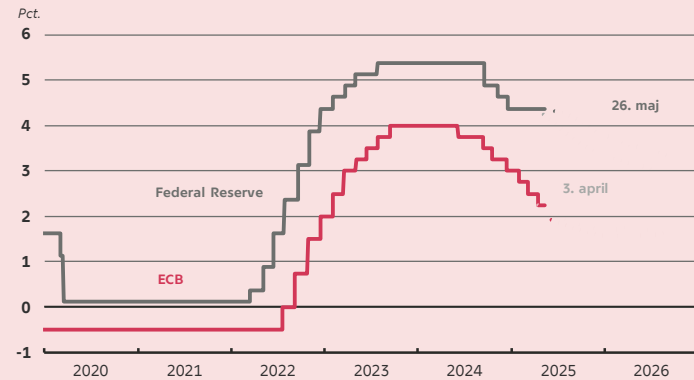
Inflationen i USA og euroområdet har ligget stabilt det seneste år, hvor inflationen i euroområdet har været tæt på ECB's målsætning, se figur 4. På kort sigt indikerer markedspriser på afdækning af inflationsrisici en yderligere inflationsstigning i USA og et fald i euroområdet.² Udviklingen i inflationsafdækning viser, at markederne forventer, at toldafgifter påvirker inflationen forskelligt i lande, der indfører told, som i USA, og i euroområdet, som pålægges told. På kort sigt kan indførelse af told på tværs af stort set alle handelspartnere, som USA indførte i april, ses som et negativt udbudsstød i USA, der øger inflationen. På længere sigt kan der omvendt opstå et efterspørgselsstød, da forbrugernes købekraft reduceres. Euroområdet pålægges omvendt kun told af én handelspartner, som opfattes af markedet som et negativt efterspørgselsstød i form af lavere eksport, hvilket lægger et nedadrettet pres på priserne. I USA er dollaren derudover faldet kraftigt over for en række valutaer, se mere i afsnittet *Fald i dollarkursen indikerer mindsket risikoappetit på amerikanske aktiver* nedenfor. Dollarfaldet vil øge importomkostningerne yderligere i USA.

² Prisen på inflationskontrakterne er ikke korrigeret for risikopræmie.

FIGUR 3

Markedet forventer, at niveauet for de pengepolitiske renter falder yderligere i USA og euroområdet i løbet af 2025

Udviklingen i pengepolitiske renter og forventninger til udvikling



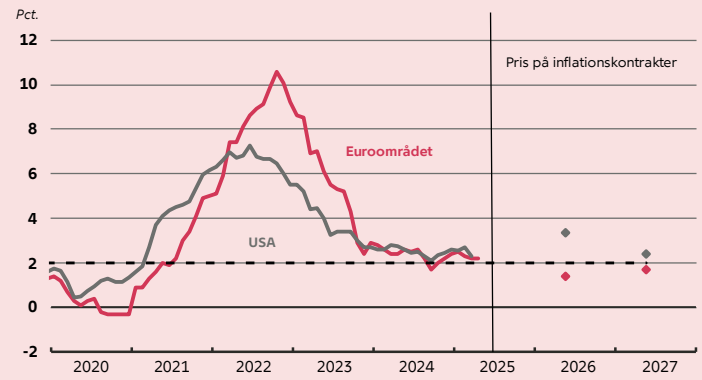
Anm.: Figuren viser den aktuelle indlånsrente i ECB og midtpunktet for Federal Reserves federal funds målinterval samt markedsforventningen til disse ved udgangen af 2025 udledt ved ESTR-swaps og Fed funds futures. Forventningen til renten ved udgangen af 2025 er et 5-dages glidende gennemsnit. Seneste observation er 26. maj 2025.

Kilde: Refinitiv Eikon.

FIGUR 4

Markedsforventningerne til inflationen er højere i USA end i euroområdet

Udviklingen i inflation og prisen på inflationskontrakter



Anm.: Figuren viser årlige inflationsrater for USA og euroområdet ved henholdsvis PCE- og HICP-indekset. Pris på inflationskontrakter angiver markedspriserne (ikke korrigeret for risikopræmie) for at afdække inflationsrisiko. For 2026 og 2027 måles prisen for inflation ved henholdsvis et 1-års inflationsswap og 1-års inflationsswap startende om 1 år. Seneste observation for inflationsswap er 23. maj 2025.

Kilde: Macrobond, Refinitiv Datastream.

Den globale usikkerhed har ført til udsving på obligationsmarkederne

Skiftende politiske udmeldinger har løbende øget og reduceret statsrenter på tværs af løbetider i USA og euroområdet betydeligt i 1. halvår 2025, se figur 5. Det skal ses i lyset af allerede høje niveauer af statsgæld og en forventning om forøgelse af statsgælden til finansiering af øgede offentlige udgifter. Den Internationale Valutafond, IMF, opfordrer således til, at størstedelen af verden, herunder USA, nedbringer statsgælden på mellemlang sigt.³

Den øgede statsgæld kan have gjort renterne mere følsomme over for politiske udmeldinger. Efterhånden som landenes gæld øges, stiger usikkerheden om landenes kapacitet til gældsservicering og evne til at gennemføre finansielle lempelser i tilfælde af en økonomisk tilbagegang. Den høje usikkerhed om vækstudsigterne kan derfor have været med til at drive ændringerne i statsrenterne.

Udsigten til lempelsen af den tyske gældsbremse i starten af marts har ført til forventninger om øget statsgæld i Tyskland, hvilket medførte den højeste 1-dags-stigning i de 10-årige tyske statsrenter siden genforeningen i 1990. Efter annonceringen af de amerikanske toldsætter faldt de tyske statsrenter dog tilsvarende igen og vidner om, at investorerne fortsat anser tyske statsobligationer som et sikkert aktiv.⁴

Annonceringen resulterede omvendt i en stigning i 10-årige amerikanske statsobligationer, på trods af amerikanske statsobligationers normale status som sikkert aktiv under perioder med stigende aktievolatilitet og faldende risikoappetit på tværs af aktivklasser. Federal Reserve peger på, at mindskede

³ Se IMF, Fiscal policy under uncertainty, *Fiscal Monitor*, april 2025 ([link](#)).

⁴ Prisen på afdækning af kreditrisiko mod den tyske stat forblev også stabil under rentestigningerne og indikerer, at markederne fortsat havde tillid til de tyske statsfinanser.

positioner fra gearede hedgefonde også har bidraget til øget frasal, særligt i statsobligationer med længere løbetider.⁵ IMF peger desuden på, at markemakere har en mindre kapacitet end tidligere til at modvirke salgspres på amerikanske statsobligationer.^{6,7} Samlet set kan det have bidraget til et opadrettet pres på renterne. Senest steg renterne på 20-årige og 30-årige amerikanske statsobligationer, efter det republikanske skatte- og udgiftsforslag, som forventes at øge budgetunderskuddet i USA, opnåede flertal i Repræsentanternes Hus.

Den høje usikkerhed om udfaldet af handelskonflikten og væksten i økonomien betød også, at volatiliteten i obligationsmarkederne steg i løbet af april, men den er efterfølgende faldet tilbage, se figur 6. Volatiliteten var dog ikke på noget tidspunkt højere end under bankuroen i marts 2023 i både euroområdet og USA.⁸

FIGUR 5

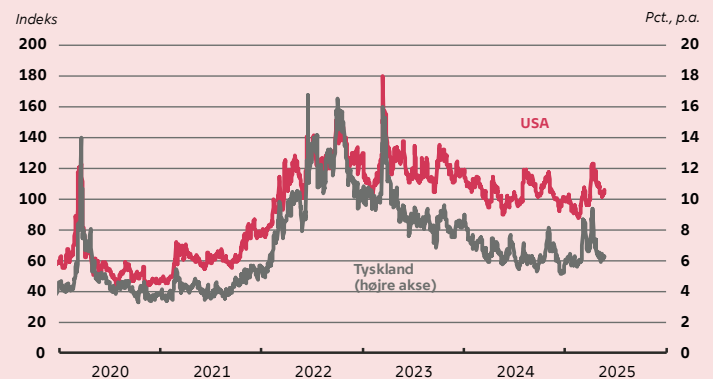
Udviklingen i statsrenter er præget af udsving i politiske udmeldinger



Anm.: Renten på 10-årige statsobligationer for henholdsvis USA og Tyskland. Seneste observation er 23. maj 2025.
Kilde: Refinitiv Eikon og egne beregninger.

FIGUR 6

Volatiliteten i obligationer er øget siden april, men er fortsat på lavere niveauer sammenlignet med 2022-23



Anm.: Figuren viser implicit volatilitet i USA ved MOVE-indekset (venstre akse) og implicit volatilitet i Tyskland udledt ved optioner på tyske 10-årige statsobligationer. Seneste observation er 23. maj 2025.
Kilde: Macrobond og Bloomberg.

Fald i dollarkursen indikerer mindsket risikoappetit på amerikanske aktiver

Siden starten af 2025 er den amerikanske dollar faldet i værdi i forhold til euroen, men også bredere over for andre valutaer, se figur 7. Faldet i dollarens værdi er sket sideløbende med markedets nedjusteringer af forventningerne til det pengepolitiske renteniveau. Det skal derfor ses i lyset af forventninger til et lavere niveau på de pengepolitiske renter, som gør det mindre attraktivt at investere i dollar.

Faldet i dollaren – særligt efter annonceringen af told – skete sideløbende med kursfald i amerikanske aktieindeks, statsobligationer og virksomhedsobligationer. Det er modsat tidligere perioder med finansiell uro,

⁵ Se Federal Reserve, *Financial Stability Report*, april 2025 ([link](#)).

⁶ Market-makernes kapacitet til at opkøbe obligationer under stress er ikke direkte observerbar. Market-makernes kapacitet approksimeres i stedet som den udestående mængde af obligationer på bankernes balance i forhold til historiske maksima.

⁷ Se IMF, *Enhancing resilience amid uncertainty*, *Global Financial Stability Report*, april 2025 ([link](#)).

⁸ Under bankuroen kom Silicon Valley Bank og andre amerikanske banker i problemer, bl.a. som følge af stigende renter, mens Credit Suisse blev opkøbt af UBS efter flere års skandaler og indtjeningsproblemer.

hvor efterspørgslen efter dollar oftest er stigende. Omvendt steg kursen på andre traditionelle 'sikre havne' som fx guld og tyske statsobligationer.

Bevægelserne i dollaren har påkaldt sig meget opmærksomhed bredt, da dollaren spiller en vigtig rolle for handel, finansielle markeder og som global reservevaluta, se figur 8.

FIGUR 7

Den amerikanske dollar er faldet i værdi over for en række valutaer siden starten af 2025

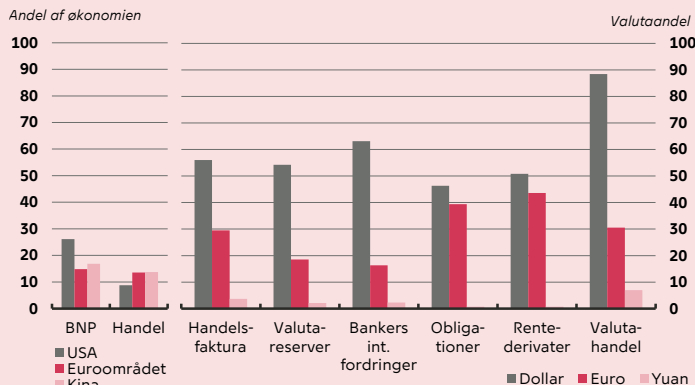


Anm.: Udviklingen i amerikanske dollar baseret på DXY-indeksset. DXY-indeksset er et vægtet indeks af dollarens udvikling over for euro, britiske pund, japanske yen, svenske kroner, canadiske dollar og schweizerfranc. Seneste observation er 23. maj 2025.

Kilde: LSEG Workspace.

FIGUR 8

Dollaren er den centrale valuta i international handel og finans



Anm.: Figuren viser andelen af samlet værdi inden for hver kategori, til venstre for USA, euroområdet og Kina, til højre for dollar, euro og yuan. Valutahandel for verden summer til 200, da to valutaer indgår i hver handel. Tal er seneste tilgængelige ved BIS' kvartalsvise review, juni 2024.

Kilde: Bank for International Settlements, International finance through the lens of BIS statistics, *Quarterly Review*, juni 2024.

Høj global usikkerhed har betydet udsving i kurserne på flere aktiemarkeder

Høj usikkerhed om den økonomiske politik har også givet udsving i globale aktiemarkeder i løbet af 2025, og volatiliteten steg til det højeste niveau siden covid-19 og den russiske invasion af Ukraine i 2022 for henholdsvis USA og euroområdet, se figur 10. Særligt det amerikanske S&P 500-indeks faldt i løbet af februar og igen efter annonceringen af den amerikanske told. Kurserne er dog vendt siden slutningen af april og er tæt på niveauerne før toldannonceringen, se figur 9. Indeks for euroområdet faldt i mindre grad i løbet af februar, hvilket særligt skyldtes stigningerne i det tyske DAX 40-indeks efter udsigten til markante offentlige investeringer i Tyskland. Priserne på aktieindeks i euroområdet er ligesom de amerikanske indekser efterfølgende vendt.

De store ændringer i fremtidsudsigterne for den amerikanske økonomi medførte også, at kreditspænd på de mest risikofyldte virksomhedsobligationer steg i marts og april med omkring 200 basispoint. Stigningen kom dog fra et lavt niveau, og kreditspændene faldt igen med 100 basispoint i løbet af maj 2025.

På trods af de seneste måneders kursfald vurderer IMF, at værdisætningen af nogle aktiver fortsat er på et relativt højt niveau set i lyset af den store usikkerhed. Samtidig er der de seneste år globalt blevet opbygget væsentlig gearing, hvilket øger sårbarheden over for fremtidige stød til de finansielle markeder.⁹

⁹ Se IMF, Enhancing resilience amid uncertainty, *Global Financial Stability Report*, april 2025 ([link](#)).

FIGUR 9

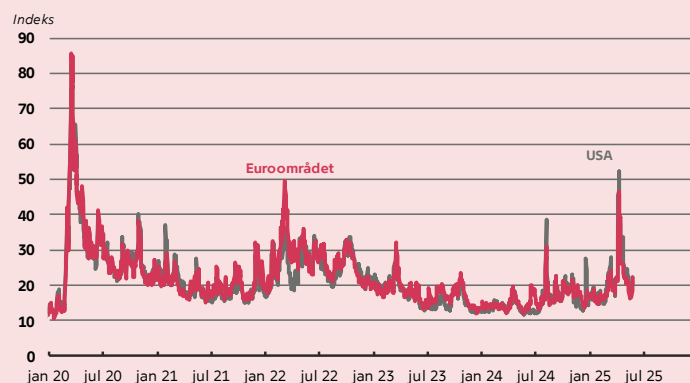
Store udsving i amerikanske og europæiske aktieindeks i 2025



Anm.: Udvikling i aktieindeks i lokal valuta for henholdsvis USA (S&P 500), euroområdet (EUROSTOXX 600) og Danmark (C25). Indeksret til den 1. januar 2022. VIX-indeks måler forventede kursudsving i det amerikanske aktieindeks Standard and Poor 500. Seneste observation er 23. maj 2025.
Kilde: LSEG Workspace.

FIGUR 10

Volatiliteten i aktieindeks nåede de højeste niveauer siden rentestigningerne i 2022 og covid-19



Anm.: Udvikling i volatilitetsindeks for USA (VIX-indeks) og euroområdet (VSTOXX-indeks). Indeksene måler forventede kursudsving i aktieindeksene Standard and Poor 500 og EUROSTOXX 600 for henholdsvis USA og euroområdet. Seneste observation er 23. maj 2025.
Kilde: Macrobond.

Markedsuro afspejler sig også på markedet for kryptoaktiver

Markedet for kryptoaktiver, der generelt er kendetegnet ved stor volatilitet, har siden det amerikanske valg i november 2024 været præget af ekstra store udsving, se figur 11. Det skal ses i lyset af, at den amerikanske administration har igangsat et skifte mod mere lempelig regulering af kryptoaktiver i USA. Markedet for kryptoaktiver nåede i december 2024 en markeds kapitalisering på mere end 3.700 mia. dollar, hvilket er det højeste niveau målt indtil nu. Markedet er dog fortsat meget begrænset i størrelse sammenlignet med værdien af de samlede aktiver i det globale finansielle system.¹⁰ Senest har den generelle usikkerhed om den økonomiske politik ført til skiftende risikoappetit blandt investorer i kryptoaktiver, hvilket har været afspejlet i betydelige prisudsving.

I Danmark vurderes udbredelsen af kryptoaktiver blandt husholdninger og finansielle selskaber fortsat at være begrænset. I 2023 estimerede Nationalbanken, at knap 4 pct. af de danske husholdninger ejede et eller flere kryptoaktiver.¹¹ Derudover er der begrænset interesse fra danske investorer i at holde børshandlede værdipapirer med eksponering mod markedet for kryptoaktiver. Markedsværdien af værdipapirer knyttet til kryptomarkedet ejede af danske investorer var ved udgangen af februar 2025 mindre end 3 mia. kr., se figur 12.¹² Derfor vurderer Nationalbanken, at kryptoaktiver for nuværende ikke udgør en risiko for den finansielle stabilitet i Danmark. Udsigten til en lempeligere politik for kryptoaktiver i USA øger dog risikoen for, at kryptomarkedet på sigt kan påvirke den danske finansielle sektor indirekte via det amerikanske finansielle system. Finansielle selskaber i USA forventes i stigende grad at foretage investeringer i og tilbyde tjenester med kryptoaktiver. Det vil øge forbundetheden mellem markedet for kryptoaktiver og den

¹⁰ Se Financial Stability Board, *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation*, 2024 ([link](#)).

¹¹ Se også Christiansen og Søndergaard, *Kryptoaktiver: Risici, regulering og anvendelse i Danmark*, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 16, november 2023 ([link](#)).

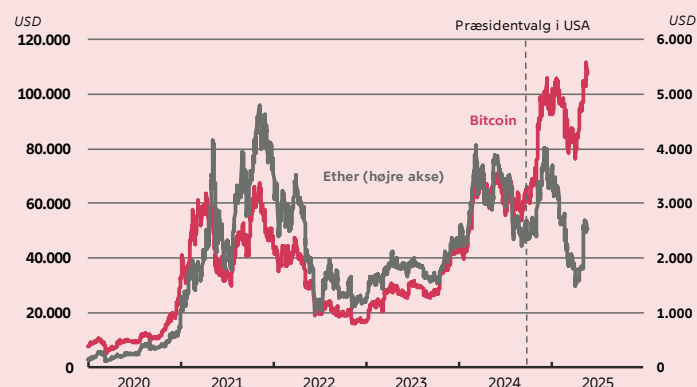
¹² Indirekte eksponeringer i kryptoaktiver dækker over værdipapirer, der helt eller delvist følger udviklingen i et kryptoaktiv, eller virksomheder, der yder tjenester med kryptoaktiver. Se også Christiansen og Søndergaard, *Kryptoaktiver: Risici, regulering og anvendelse i Danmark*, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 16, november 2023 ([link](#)).

amerikanske finansielle sektor. I givet fald vil stød til kryptomarkedet i stigende grad kunne få betydning for finansielle aktører i Danmark gennem den amerikanske finansielle sektor.

FIGUR 11

Prisen på kryptoaktiver har oplevet store udsving siden det amerikanske præsidentvalg i november 2024

Markedspris

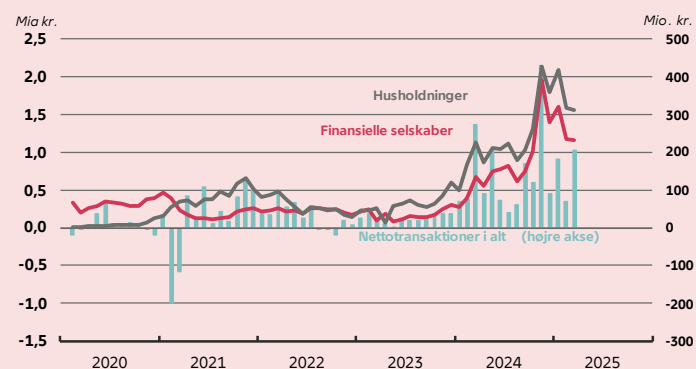


Anm.: Seneste observation er 25. maj 2025.
Kilde: Macrobond.

FIGUR 12

Lave, men stigende eksponeringer over for kryptoaktiver blandt danske husholdninger og finansielle selskaber

Markedsværdi og nettotransaktioner



Anm.: Linjerne angiver markedsværdien af danske husholdningers og finansielle selskabers investeringer i registrerede værdipapirer knyttet til kryptoaktiver. *Finansielle selskaber* inkluderer kreditinstitutter, investeringsforeninger, forsikringselskaber og pensionselskaber. Søjlerne angiver de samlede nettotransaktioner for både husholdninger og finansielle selskaber i de identificerede værdipapirer. Seneste observation er ultimo marts 2025.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

03

Cyber: Cybertruslen påvirkes af geopolitiske spændinger og kan true den finansielle stabilitet

Avancerede cyberangreb mod en finansiell virksomhed eller et betalingssystem har potentiale til at true den finansielle stabilitet. Det kan ske, hvis de samfundskritiske funktioner i den finansielle sektor rammes, fx i form af et omfattende og langvarigt nedbrud i betalingsinfrastrukturen, som påvirker borgeres og virksomheders mulighed for at foretage betalinger. Finansiell stabilitet kan også trues, hvis et cyberangreb svækker tilliden til den finansielle sektor. Virksomheder i den finansielle sektor har gennem årene arbejdet målrettet på at øge cyberrobustheden både på individuelt niveau og sektorniveau. Beredskabsplanlægning er et vigtigt fokusområde i sektorens arbejde med at øge cyberrobustheden.

Den geopolitiske situation påvirker trusselsbilledet

Cybertruslen er høj og ændrer løbende karakter i takt med bl.a. ændringer i den geopolitiske situation. Det afspejles i vurderinger af cybertruslen mod Danmark udarbejdet af Styrelsen for Samfundssikkerhed, SAMSIK,¹³ hvor cybertruslen fra både cyberaktivisme og destruktive cyberangreb er øget fra lav til henholdsvis høj og middel siden 2022, se figur 13.

Cybertruslen er et grundvilkår for de finansielle virksomheder og kræver fortsat arbejde for at styrke cyberrobustheden

Den halvårslige risikoundersøgelse fra Den Europæiske Banktilsynsmyndighed, EBA, viser, at europæiske banker siden 2017 har vurderet *cyberrisiko*¹⁴ og *datasikkerhed* som den vigtigste kilde til operationel risiko.¹⁵ Den seneste undersøgelse viser, at der siden 2022 har været en stigning i andelen af europæiske banker, der har oplevet et cyberangreb, som har ført til en faktisk alvorlig operationel hændelse. I 1. halvår 2024 har ca. en fjerdedel af bankerne været udsat for et eller flere cyberangreb, der har haft operationelle konsekvenser, hvilket er på samme niveau som i 2. halvår 2023, se figur 14. Undersøgelsens resultater understreger, at cybertruslen er et grundvilkår og kræver et vedvarende fokus. Det er derfor vigtigt, at de finansielle virksomheder fortsætter deres målrettede arbejde med at øge cyberrobustheden.

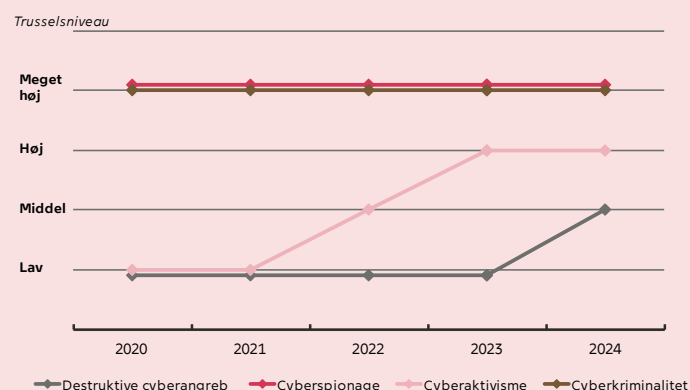
¹³Se Styrelsen for Samfundssikkerhed, SAMSIK, *Cybertruslen mod Danmark*, september 2024 ([link](#)). For flere observationer henvises til SAMSIK's trusselsvurdering mod Danmark. SAMSIK foretager også separate vurderinger af cybertruslen mod finanssektoren.

¹⁴ Cybertrusler er også den primære kilde til bekymring blandt finansielle virksomheder i Finanstilsynets undersøgelse, se Finanstilsynet.dk, *Finansielle virksomheders opfattelse af centrale risici*, marts 2025 ([link](#)).

¹⁵ Se EBA's halvårslige risikoundersøgelser på EBA's hjemmeside ([link](#)).

FIGUR 13

Cybertrusselsniveauet har ændret sig siden 2020

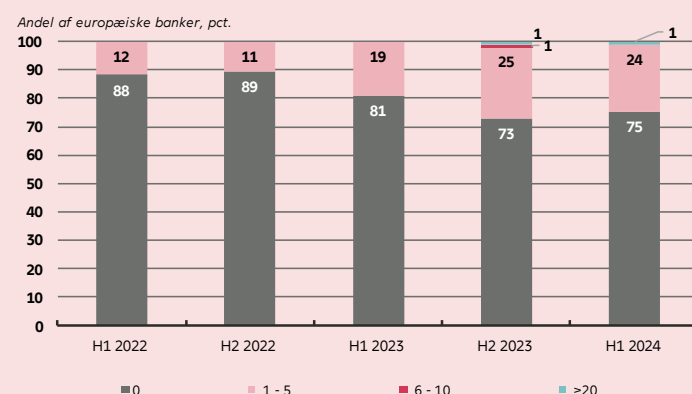


Anm.: Styrelsen for Samfundssikkerhed overvåger cybertruslen og inddeler den i kategorier alt efter trusselstypen, herunder destruktive cyberangreb, cyberspionage, cyberaktivisme og cyberkriminalitet. De forskellige trusselstyper vurderes på en skala fra ingen til meget høj. Observationerne tager udgangspunkt i vurderingernes udgivelsesdato.
Kilde: Styrelsen for Samfundssikkerheds vurderinger af cybertruslen i Danmark ([link](#)).

FIGUR 14

Flere cyberangreb fører til en faktisk alvorlig operationel hændelse

Andel europæiske banker, der har oplevet et vist antal faktiske alvorlige operationelle hændelser



Anm.: Tallene angiver, om de deltagende banker i spørgeskemaundersøgelsen har oplevet henholdsvis 0, 1-5, 6-10 eller mere end 20 cyberangreb, der har ført til en faktisk alvorlig operationel hændelse. Data er baseret på en spørgeskemaundersøgelse fra EBA. Fra 1. halvår 2021 til 1. halvår 2024 dækker populationen 85 europæiske banker. I 1. halvår 2022 dækker populationen 60 europæiske banker. Tre danske koncerner indgår i populationen. En faktisk alvorlig operationel hændelse (major ICT-related incident) er en hændelse, der har en stor negativ indvirkning på netværk og informationssystemer, der understøtter kritiske eller vigtige funktioner i den finansielle virksomhed.
Kilde: EBA's halvårslige risikoundersøgelse 2. halvår 2024.

Den enkelte finansielle virksomhed har selv ansvaret for egen cyberrobusthed. Men i den finansielle sektor er der en høj grad af forbundethed, som betyder, at en hændelse ét sted kan lede til konsekvenser andre steder i sektoren. Derfor er det vigtigt, at de finansielle virksomheder både arbejder på at øge deres egen cyberrobusthed og samarbejder på tværs af sektoren for at øge den generelle robusthed. Ud over det offentlig-private samarbejde Finansielt Sektorforum for Operationel Robusthed, FSOR,¹⁶ der drives af Nationalbanken, faciliterer myndighederne også en række tiltag, der styrker cyberrobustheden både hos den enkelte aktør og på sektorniveau. Et eksempel på et tiltag, der styrker robustheden hos den enkelte virksomhed, er trusselsbaserede test under TIBER-DK-programmet, mens et eksempel på et tiltag, der styrker robustheden på sektorniveau, er det igangværende samarbejde mellem Nationalbanken og Finanstilsynet om at gennemføre en stresstest af operationel robusthed.¹⁷

Beredskab er et centralt fokusområde i den finansielle sektor

Beredskaber, planlægning og koordination er centralt for operationel robusthed. FSOR etablerede i 2016 et kriseberedskab på sektorniveau, der skal sikre kommunikation og koordination på tværs af sektoren i tilfælde af en omfattende operationel hændelse som supplement til de individuelle aktørers

¹⁶ FSOR, Finansielt Sektorforum for Operationel Robusthed, er et frivilligt men forpligtende offentlig-privat samarbejde mellem centrale aktører i sektoren. Se [nationalbanken.dk](#) for mere information om FSOR ([link](#)).

¹⁷ For flere eksempler på tiltag og myndighedernes tiltag, se Nationalbankens analyse af den finansielle stabilitet 2. halvår 2024, Geopolitisk usikkerhed præger risikobilledet for den finansielle sektor, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 18, november 2024 ([link](#)).

beredskaber. Den geopolitiske situation har aktualiseret behovet for yderligere beredskabsplanlægning i samfundet. I den finansielle sektor arbejdes der på tiltag, der skal styrke de enkelte virksomheders evne til at videreføre forretningen, selv i ekstreme, men plausible scenarier som fx et omfattende destruktivt cyberangreb. Beredskabsplanlægning er også et fokusområde i Nationalbankens overvågning af de centrale betalingssystemer og -løsninger¹⁸ og i arbejdet med fællesinitiativer på tværs af den finansielle sektor for at sikre de mest samfundskritiske aktiviteter.

Et eksempel på et fællesinitiativ er Betalingsrådets arbejde med at etablere et samfundsdekkende beredskab for kortbetalinger i Danmark. Digitale betalingsløsninger – særligt betalingskort – er afgørende for borgernes mulighed for at købe basale fornødenheder som mad og medicin. 82 pct. af danskere over 18 år har allerede i dag mindst et betalingskort, som kan foretage offline-betalinger, hvis internettet eller betalingsinfrastrukturen er nede. Kortbetalingsberedskabet skal sikre, at alle voksne danskere med et betalingskort fra Dankort, Visa eller Mastercard kan betale offline i landsdækkende dagligvarekæder og på apoteker – både med fysiske kort og med wallets via mobilen, fx Apple Pay og Google Pay.¹⁹

Samarbejde på tværs af sektorer og landegrænser er vigtigt for at øge den operationelle robusthed

Den finansielle sektors operationelle robusthed afhænger også af andre kritiske sektorer, fx el- og telesektoren. Denne tværsektorielle forbundethed sås tydeligt, da Spanien og Portugal i april 2025 blev ramt af et omfattende strømsvigt, som påvirkede samfundskritiske funktioner. Ifølge spanske medier påvirkede strømsvigtet bl.a. borgeres mulighed for at foretage elektroniske betalinger og hæve kontanter i hæveautomater.²⁰ Hændelsen i april understreger, at det er vigtigt med et tæt samarbejde mellem finans-, el- og telesektoren.

Den finansielle sektor er også tæt forbundet på tværs af de nordisk-baltiske lande. Der har siden 2017 været etableret et samarbejde, NFCERT²¹, hvor virksomheder i den nordiske finansielle sektor bl.a. videndeler om hændelser og trusselvurderinger. På myndighedsniveau er der også fokus på samarbejde om operationel robusthed på tværs af landegrænser. Nationalbanken og de øvrige nordisk-baltiske myndigheder på det finansielle område har i 2025 nedsat en arbejdsgruppe under Nordic Baltic Stability Group²² med fokus på at øge videndelingen om operationel robusthed og koordinering af kriseberedskaber ved hændelser på tværs af landegrænser.

¹⁸ Nationalbanken overvåger, at de centrale systemer og løsninger i den danske betalingsinfrastruktur er velfungerende, sikre og effektive. Som led i denne opgave vurderer Nationalbanken, om de overvågede systemer og løsninger efterlever internationale standarders høje krav til sikkerhed og effektivitet, herunder krav til cyberrobusthed, se Danmarks Nationalbank, Overvågning af den finansielle infrastruktur 2024, *Danmarks Nationalbank Rapport*, nr. 3, maj 2025 ([link](#)).

¹⁹ Betalingsrådet er et samarbejdsforum på detailbetalingsområdet nedsat af Danmarks Nationalbank, som samler myndigheder, interesseorganisationer og virksomheder med formålet om at fremme effektive og sikre betalinger i Danmark, se nationalbanken.dk ([link](#)).

²⁰ For mere om mediernes rapportering om det omfattende strømsvigt, se politico.eu, april 2025 ([link](#)).

²¹ NFCERT er en nonprofitorganisation, der styres og finansieres af medlemmer i den nordiske finansielle sektor, se nfcert.org ([link](#)).

²² Nordic Baltic Stability Group, NBSG, er et formaliseret samarbejde mellem de nordiske og baltiske myndigheder om finansiell stabilitet og krisehåndtering. Se nationalbanken.dk, *Memorandum of Understanding on Cooperation and Coordination on cross-border financial stability between relevant Ministries, Central Banks, Financial Supervisory Authorities and Resolution Authorities of Denmark, Estonia, Finland, Iceland, Latvia, Lithuania, Norway and Sweden*, januar 2018 ([link](#)).

04

Kredit til erhverv: Risiko for tab på eksportfølsomme erhverv

Danmark er som en lille, åben økonomi sårbar over for den globale konjunkturudvikling, og de danske virksomheder vil uundgåeligt blive påvirket af en global økonomisk afmatning. De danske virksomheder har dog et fornuftigt udgangspunkt, og den direkte kreditrisiko på institutternes udlån til eksportfølsomme erhverv vurderes at være begrænset. Strukturelle forhold på erhvervsejendomsmarkedet udgør fortsat en risiko.

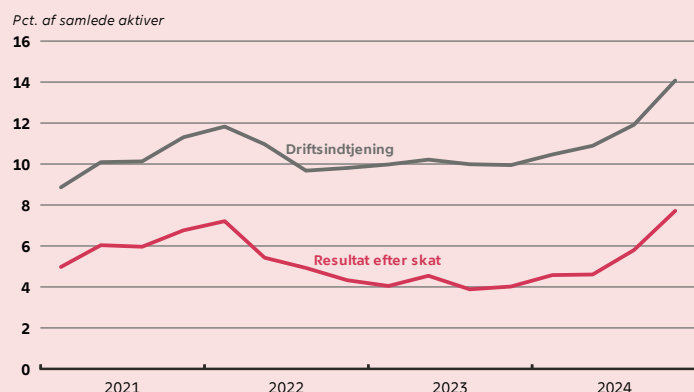
De danske virksomheder har et godt udgangspunkt på trods af usikre tider

Selvom den høje inflation og de afledte rentestigninger i 2022 og 2023 for mange virksomheder medførte både svagere efterspørgsel og højere omkostninger, så var de fleste i stand til at håndtere udfordringerne. Der ses således fortsat ingen nævneværdig stigning i andelen af misligholdte lån på tværs af brancher, ligesom også antallet af konkurser er relativt begrænset. Virksomhedernes indtjening er steget igennem 2024 og lå i 4. kv. 2024 på omkring samme niveau som før inflationskrisen og rentestigningerne, se figur 15.

FIGUR 15

Kvartalsvise virksomhedsdata peger på stigende indtjening igennem 2024

Udvikling i virksomhedernes indtjening



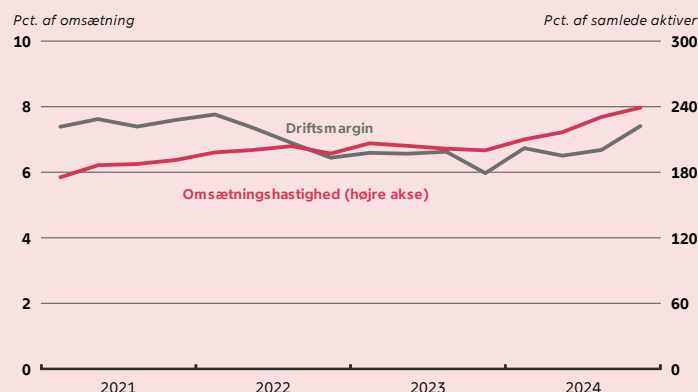
Anm.: 4-kvartalers glidende gennemsnit for medianværdien i virksomhedernes indtjening. Begge serier er opgjort i procent af samlede aktiver. Driftsindtjening er defineret som EBITDA. Baseret på kvartalsvise bogføringsdata for en mindre gruppe af danske virksomheder. Virksomhederne er vægtet efter størrelse, således at de samlet set er repræsentative for den samlede population af danske ikke-finansielle virksomheder.

Kilde: Crediwire.

FIGUR 16

Fremgang i indtjeningen skyldes både højere omsætning og forbedret driftsmargin

Udvikling i virksomhedernes omsætningshastighed og driftsmargin



Anm.: 4-kvartalers glidende gennemsnit for medianværdien i virksomhedernes omsætningshastighed og driftsmargin. Driftsmargin er defineret som EBITDA over omsætning. Omsætningshastighed er defineret som omsætning over samlede aktiver. Baseret på kvartalsvise bogføringsdata for en mindre gruppe af danske virksomheder. Virksomhederne er vægtet efter størrelse, således at de samlet set er repræsentative for den samlede population af danske ikke-finansielle virksomheder.

Kilde: Crediwire.

Fremgangen i virksomhedernes indtjening er både drevet af stigende omsætning og højere produktivitet, se figur 16. Den højere produktivitet kommer til udtryk ved en stigende driftsmargin, der udtrykker, hvor stor en andel af omsætningen virksomhederne formår at omdanne til indtjening. Det er særligt virksomhedernes materialeomkostninger og øvrige omkostninger, der er faldet i forhold til omsætningen. Modsat trækker personaleomkostningerne, der nu, i tråd med de seneste års lønudvikling, lægger beslag på en større andel af omsætningen end tidligere.

Institutterne har væsentlige eksponeringer over for eksportfølsomme brancher

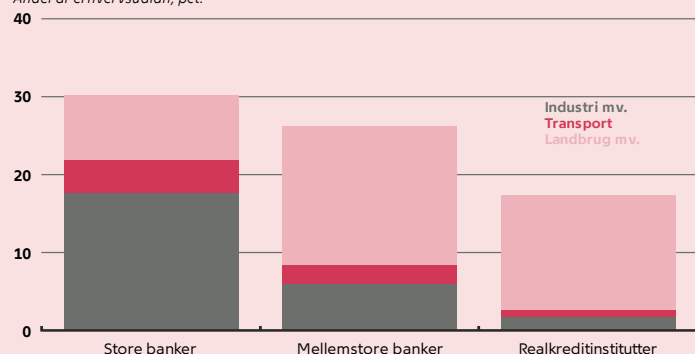
Det er især virksomheder inden for landbrug, industri og transportområdet, som er direkte afhængige af eksportudviklingen, og som i første omgang vil blive påvirket af handelskonflikt og afledt økonomisk afmatning.²³ Af disse tre brancher er det især industri- og landbrugsvirksomhederne, der også har betydelige lån i de danske kreditinstitutter. I 1. kv. 2025 stod industrivirksomheder for ca. 18 pct. af de store bankers erhvervsudlån, se figur 17. For de mellemstore banker og realkreditinstitutterne er det i højere grad landbrugsvirksomheder, der dominerer. For de mellemstore banker udgør landbrugsvirksomheder ca. 18 pct. af erhvervsudlånet, mens det for realkreditinstitutterne er knap 15 pct., se figur 17.

FIGUR 17

Det er særligt de store banker, der er eksponerede over for industrivirksomheder

Udlånsandel efter branche

Andel af erhvervsudlån, pct.



Anm.: Udlån til brancherne industri, transport og landbrug som andel af samlet udlån til ikke-finansielle virksomheder og selvstændige, opgjort i 1. kv. 2025. *Industri* inkluderer råvareindvinding.

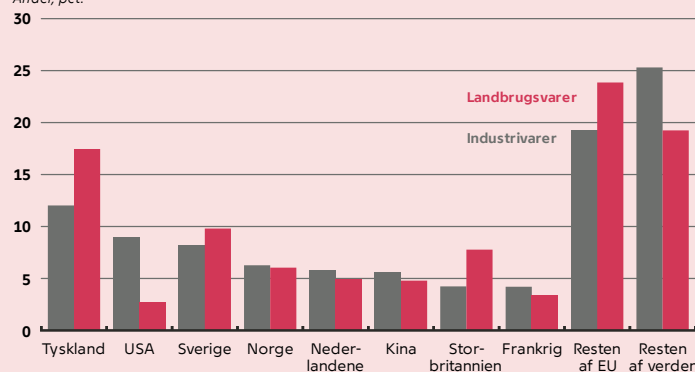
Kilde: Danmarks Nationalbank.

FIGUR 18

USA er et vigtigt marked for industrieksporten

Eksport af industri- og landbrugsvarer efter modtagerland

Andel, pct.



Anm.: Eksport af varer, der krydser den danske grænse i 2024, efter modtagerland. *Industrivarer* inkluderer varegrupperne kemikalier og kemiske produkter, forarbejdede varer, primært halvfabrikata, maskiner, undt. transportmidler samt færdigvarer og andre varer. *Landbrugsvarer* inkluderer varegruppen næringsmidler, drikkevarer, tobak mv.

Kilde: Danmarks Statistik.

Eksponeringerne over for industri- og landbrugsvirksomheder vurderes at være så store, at de indebærer en væsentlig tabsrisiko for de danske kreditinstitutter i tilfælde af et stort stød til de danske eksportmarkeder. Det er først og fremmest industrieksponeringerne, der er sårbare over for en yderligere eskalering af de

²³ En måde at opgøre branchernes eksportfølsomhed er at opgøre, hvor stor en andel af den endelige anvendelse af branchens produktion der går til eksport, jf. Danmarks Statistiks input-output-tabeller. For industrien, transportsektoren og landbruget er det over 75 pct. af den endelige anvendelse, der går til eksport.

igangværende handelskonflikter. Det skal ses i lyset af, at en væsentlig del af den danske industrieksport går til USA enten direkte eller indirekte,²⁴ se figur 18. De danske landbrugsvirksomheder er i mindre grad afhængige af det amerikanske marked og eksporterer i højere grad til det europæiske nærmærket, se figur 18. Landbrugseksponeringerne er derfor ikke i samme grad direkte sårbare over for fx øgede toldsatser, men vil dog blive påvirket i det omfang, at handelskonflikter fører til en generel økonomisk afmatning globalt set.

Den direkte kreditrisiko relateret til eksportudviklingen vurderes at være begrænset, men der er risiko for afledte effekter ved global afmatning

En række forhold vil forventeligt medvirke til at begrænse konsekvenserne af højere amerikanske toldsatser på dansk økonomi. For det første er det europæiske nærmærket hovedtager af den danske eksport, selvom USA også er et vigtigt eksportmarked for danske virksomheder, se figur 18. For det andet består en betydelig andel af den danske eksport til USA af varer, der produceres i USA, og som derfor ikke nødvendigvis påvirkes af de højere toldsatser. Begge forhold medvirker til at understøtte eksporten, selv i tilfælde af eskalerende handelskonflikt.

For de danske industrivirksomheder er der generelt en sammenhæng mellem virksomhedsstørrelse og robusthed. Det betyder, at de virksomheder, der fylder mest i institutternes udlånsportefølje, som regel også er mest solide målt på fx kreditkvalitet og soliditetsgrad. Det medvirker ligeledes til at begrænse risikoen for større tab på institutternes industrieksponeringer. Samlet set vurderes de direkte kreditrisici relateret til eksportudviklingen derfor at være begrænsede, omend ikke ubetydelige.

En række risikoscenarier kan imidlertid give anledning til en anden vurdering. Således kan det hurtigt forværre situationen for de danske eksportvirksomheder og medføre tab i de danske kreditinstitutter, hvis de amerikanske toldsatser fører til et markant efterspørgselsstød og rammer Danmarks samhandelspartnere i EU. Et stort stød til den danske eksport og generel global afmatning vil ikke kun have en direkte effekt på de eksportramte virksomheder. Det vil også påvirke underleverandører, medarbejdere og i sidste ende den danske økonomi i sin helhed. Stigende usikkerhed vil i sig selv også medvirke til at begrænse investeringsaktiviteten, hvilket på sigt vil føre til faldende økonomisk aktivitet. I forbindelse med finanskrisen faldt industrieksporten også markant, men uden at det gav anledning til større tab på kreditinstitutternes industrieksponeringer. I stedet var det især tilbagegang i byggeri og anlægs- og ejendomsbranchen, der påførte institutterne tab. Det understreger, at det ikke nødvendigvis er de virksomheder, der rammes først, som også rammes hårdest. Det er derfor vigtigt også at vurdere effekten af fx højere toldsatser fra et makroperspektiv, og der henvises til stresstesten i kapitel 7 for yderligere herom.

Tegn på stigende handelsaktivitet for erhvervsejendomme, men øget usikkerhed kan dæmpe aktiviteten fremover

Rentestigningerne i 2022 og 2023 førte til en markant opbremsning i aktiviteten på erhvervsejendomsmarkedet. Siden medio 2024 er renterne faldet, og handelsaktiviteten i 2024 viser et niveau, der svarer til aktiviteten i 2023, se figur 19. I slutningen af 2024 blev flere større handler gennemført. Handelsomfanget i de fire første måneder af 2025 er dertil steget sammenlignet med den samme periode i 2023 og 2024, ligesom antallet af handler også var højere. Markedsdeltagere rapporterer også om stigende investeringslyst, især fra

²⁴ En betydelig del af den danske industrieksport til andre lande end USA indgår som input i produktionen af varer, der ultimativt eksporteres til USA, og kan derfor påvirkes af højere amerikanske toldsatser. Et eksempel herpå er danske industrivirksomheders eksport til den tyske bilindustri. For en analyse af globale værdikæders betydning for den danske eksport, se Nellesmann og Nissen, Globale værdikæder, Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt, 1. kvartal 2016 ([link](#)).

udenlandske investorer. Den øgede risiko for en økonomisk recession medfører dog øget usikkerhed, som kan begrænse handelsaktiviteten fremover.

Tomgangen er steget inden for flere segmenter af erhvervsjendomsmarkedet, se figur 20. Siden slutningen af 2022 er tomgangen for kontor- og industriejendomme steget med cirka 1,5 procentpoint, mens tomgangen for butikslokaler er øget med 0,6 procentpoint. Den øgede tomgang kan reducere ejendomsselskabernes indtjening på grund af færre lejeindtægter. Dog er tomgangen fortsat lav sammenlignet med niveauerne før pandemien.

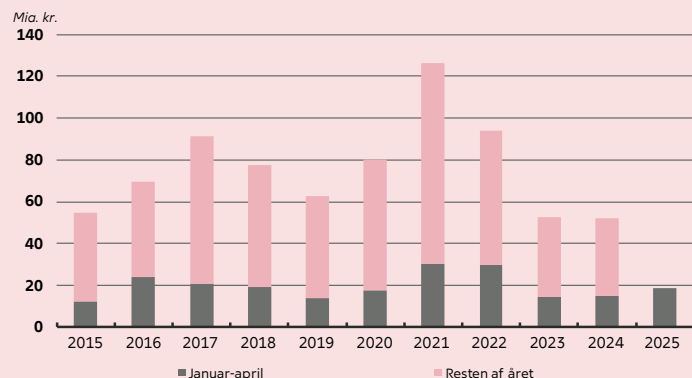
Hvis handelskonflikten leder til en økonomisk afmatning, er der risiko for, at det vil føre til flere ledige lejemål, hvilket øger risikoen for tab på kreditinstitutternes udlån til de påvirkede erhvervsjendomme. På trods af den stigende tomgang er kreditinstitutternes nedskrivninger på udlån til ejendomsselskaber omtrent uændrede det seneste år. Samtidig medfører rentefaldet, at presset på ejendomsselskabernes renteudgifter lettes efter de kraftige rentestigninger i 2022 og 2023.

For boligudlejningsejendomme er tomgangen derimod faldet de seneste to år. Dette skal ses i lyset af udviklingen på ejerboligmarkedet, hvor rentestigningerne medførte, at omkostningerne ved at eje en bolig i de større byer oversteg omkostningerne ved at leje.²⁵ Dertil bidrager den højere befolkningstilvækst i forhold til nybyggeri, særligt i København, til at understøtte efterspørgslen efter lejeboliger i de større byer, se kapitel 4, *Kredit til husholdninger*.

FIGUR 19

Begrænset handelsaktivitet, men tegn på øget aktivitet

Transaktionsvolumen for erhvervsjendomme i Danmark

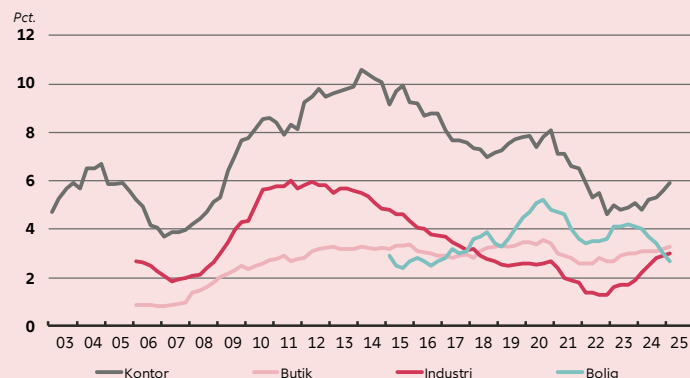


Anm.: Transaktionsvolumen for erhvervsjendomme i Danmark.
Kilde: ReData og Erhvervsmæglerenes Branchedata.

FIGUR 20

Stigende tomgang for kontor-, industri- og butiksejendomme og faldende tomgang for boligejendomme

Ledige kvm i pct. af skønnet bygningsmasse



Anm.: Tomgangsprocenter for kontor, butik og industri er fra Ejendomstorvet.
Tomgang for bolig er fra EjendomDanmark.
Kilde: Ejendomstorvet og EjendomDanmark.

Strukturelle forhold gør ejendomsselskaber følsomme over for renteændringer og konjunkturudsving

Kreditinstitutternes udlån til ejendomsselskaber er betydelige og udgør

²⁵ Se finansdanmark.dk, *I flere og flere kommuner er det blevet dyrere at eje end at leje en bolig*, februar 2024 ([link](#)).

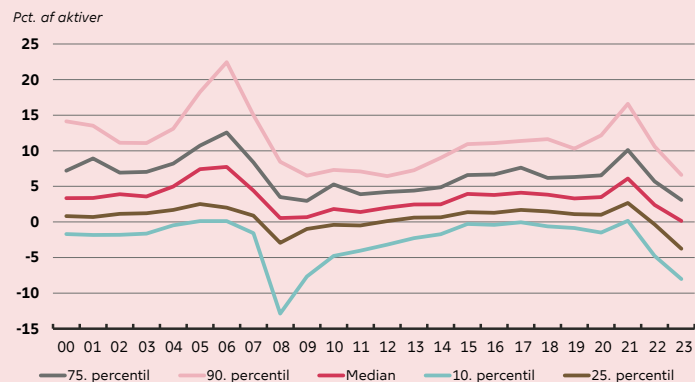
40 pct. af kreditinstitutternes samlede udlån til erhverv. Udlånet dækker over betydelige forskelle på tværs af institutterne. Den samlede vækst i kreditinstitutternes udlån til ejendomsselskaber har været relativt moderat det seneste år på omkring 6 pct.

Ejendomsselskabernes forretningsmodel gør dem følsomme over for ændringer i renteniveauet og konjunkturudsving. Deres indtjening, målt som resultat efter skat i procent af aktiver, faldt i 2022 og 2023, se figur 21, som følge af de kraftige rentestigninger, der øgede renteudgifterne og pressede ejendomsværdierne ned. Nationalbanken har beregnet en indikator for værdier af erhvervsejendomme, der peger på, at værdien af primære kontor- og boligudlejningsejendomme i København er faldet med ca. 20 pct. siden toppen i begyndelsen af 2022.²⁶ Ændringer i ejendomsværdierne føres over resultatopgørelsen i ejendomsselskaber og påvirker derfor årets resultat. Resultaterne for 2023 var dermed lavere end de foregående 10 år. Ejendomsselskabernes soliditet faldt en smule fra 2022 til 2023, se figur 22. Langt størstedelen af ejendomsselskabernes aktiver er ejendomme, og ændringer i ejendomsværdier har derfor betydelige effekter på soliditeten. Fordelingen af soliditetsgrader på tværs af ejendomsselskaberne er på niveau med fordelingen i 2020, og fordelingen er også sammenlignelig med perioden op til finanskrisen. Dog er de svagest kapitaliserede selskaber i 2023 lidt bedre kapitaliserede sammenlignet med 2006 og 2007.

FIGUR 21

Ejendomsselskabernes indtjening faldt markant i 2022 og 2023 ...

Afkastgrader for ejendomsselskaber



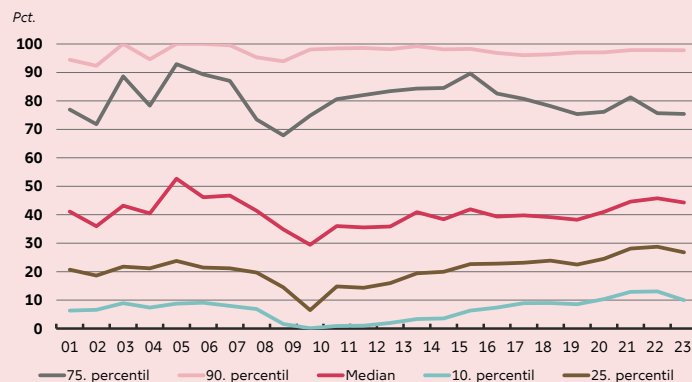
Anm.: Fordeling af afkastgrader, vægtet efter balancestørrelse. Afkastgrad er beregnet som resultat efter skat over samlet balance.

Kilde: Experian, Bisnode og egne beregninger.

FIGUR 22

... og soliditeten var svagt faldende i 2023

Soliditetsgrader for ejendomsselskaber



Anm.: Fordeling af soliditetsgrader, vægtet efter balancestørrelse. Soliditetsgrad er beregnet som egenkapital over samlet balance.

Kilde: Experian, Bisnode og egne beregninger.

²⁶ Værdiindikatoren er beregnet som lejeindtægter over afkastkrav, se Mikkelsen og Vestergaard, Commercial real estate in Denmark, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 10, november 2024 ([link](#)). Værdiindikatoren er baseret på aggregerede serier fra Colliers for gennemsnitlig leje og afkastkrav for primære ejendomme i København. Lejeniveauerne er ikke korregeret for driftsomkostninger mv. Øgede afkastkrav fører til lavere ejendomsværdier, mens øgede lejeniveauer øger ejendomsværdierne.

05

Kredit til husholdninger: Boligkøbere bruger fortsat en stor del af indkomsten på at servicere gæld

Siden 2022 har boligudlånet udgjort en mindre andel af husholdningernes disponible indkomster, hvilket kan forklares af bl.a. låneomlægninger og indkomststigninger. En stor andel af boligkøbernes indkomster bruges dog på at servicere boliggæld og især i de større byer, hvor boligpriserne er vokset særligt meget. Det giver alt andet lige mindre luft i budgettet til at håndtere uforudsete udgifter. Opstår der et økonomisk incitament til at konvertere til lavere finansieringsomkostninger som følge af et rentefald, vil flere boligejere isoleret set kunne styrke deres finansielle robusthed.

Boligejernes robusthed understøttes af en lavere gældsfaktor

Væksten i det samlede bank- og realkreditlån til danske boligejere er fortsat moderat, og udlånet var 2,0 pct. højere i april 2025 sammenlignet med året forinden, se figur 23. Kreditvæksten har været understøttet af faldende udlånsrenter igennem 2024. Således var gennemsnitsrenten på nye boliglån i slutningen af året 1,2 procentpoint lavere end året før.²⁷ Samtidig har der særligt i 2. halvår 2024 været tiltagende handelsaktivitet på boligmarkedet.

På trods af et stigende boligudlån udgør udlånet en fortsat faldende andel af husholdningernes disponible indkomster, se figur 23. Det afspejler dels, at husholdningernes indkomster de seneste år er steget mere end gælden, dels at mange boligejere har reduceret deres boliggæld ved at omlægge fastforrentede realkreditlån.²⁸ I en international sammenhæng er danske husholdninger dog fortsat blandt de mest gældsatte i forhold til deres disponible indkomster.²⁹ De danske husholdningers høje gæld modsvarer dog af en stor aktivside i form af fast ejendom, pensionsopsparinger og indlån.

Faldet i boligejernes gæld i forhold til indkomst ses på tværs af alle aldre, men er særligt stort for de yngste boligejere. Fortsætter realkreditrenterne med at falde, bliver det billigere at servicere ny boliggæld, hvilket alt andet lige vil trække i retning af lavere gældsserviceringsgrader. Omvendt kan et lavere renteniveau øge boligkøbernes incitament til at gældsætte sig hårdere i forhold til indkomsten. Det er derfor vigtigt, at kreditinstitutterne ikke bliver for optimistiske i deres kreditvurderinger i forbindelse med boligkøb.

²⁷ Se Danmarks Nationalbank, Danskernes boliggæld voksede i 2024, *Danmarks Nationalbank Statistiknyhed*, januar 2025 ([link](#)).

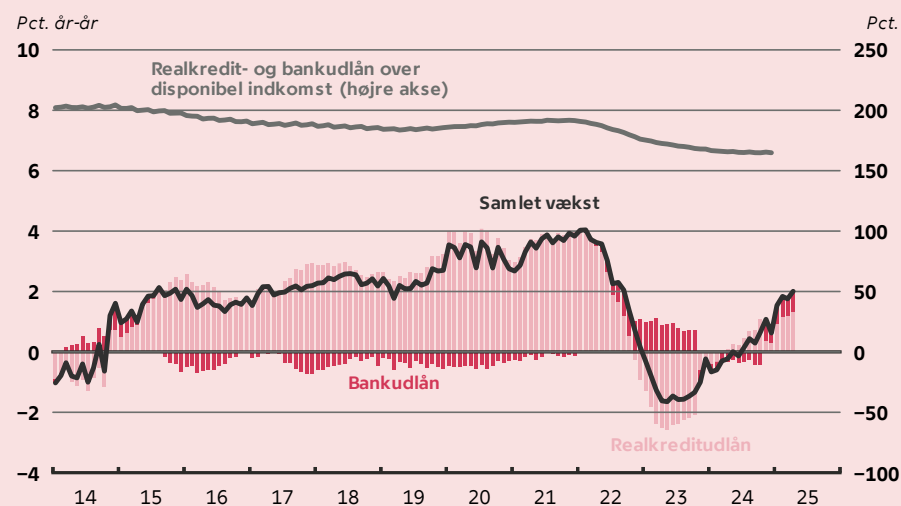
²⁸ 40 pct. af de boligejere, som opkonverterede deres realkreditlån i de tre første kvartaler af 2022, skiftede til variabelt forrentede realkreditlån, mens de resterende optog nye, fastforrentede realkreditlån, se Andersen, Grenestam, Læssøe, Otte og Steffensen, Refinancing behaviour by homeowners in Denmark when mortgage rates rise, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 2, februar 2023 ([link](#)).

²⁹ Se figur 21 i Danmarks Nationalbank, Geopolitisk usikkerhed præger risikobilledet for den finansielle sektor, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 18, november 2024 ([link](#)).

FIGUR 23

Boligudlånet udgør fortsat mindre af husholdningernes disponible indkomst

Boligudlånet som andel af husholdningernes disponible indkomst og vækst i det samlede boligudlån



Anm.: Det samlede realkredit- og bankudlån er til husholdninger (inkl. selvstændige). Bankudlånet er med boligformål. Der anvendes nominelle værdier for bank- og realkreditudlånet, hvormed lavere kurser på realkreditobligationerne som følge af højere renter kun påvirker vækstbidragene i det omfang, at lånene indfries. Den disponible indkomst for husholdninger og NPISH er angivet nominelt. Seneste observation for den disponible indkomst er december 2024.

Kilde: Egne beregninger baseret på Danmarks Nationalbank og Danmarks Statistik.

Boligpriserne er på et højt niveau og stiger særligt meget i København

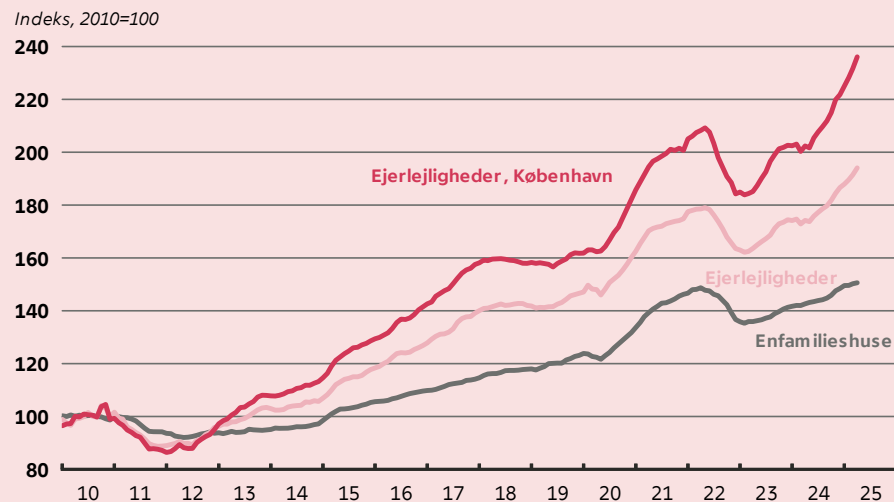
Boligprisvæksten har været høj i 2025 for både enfamiliehuse og ejerlejligheder, se figur 24. Boligprisstigningerne har været særligt høje på københavnske ejerlejligheder det seneste år, og således koster en københavnsk ejerlejlighed 17 pct. mere end samme måned sidste år. Den seneste boligprisudvikling er endnu ikke slået igennem på husholdningernes generelle gældsætning, se figur 23. Erfaringer viser dog, at høje boligprisstigninger kan lede til udlånsvækst med en vis forsinkelse.³⁰

³⁰ Se De Stefani og Hviid, Housing Collateral and Home-Equity Extraction, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 135, februar 2018 ([link](#)).

FIGUR 24

Boligpriserne er på et højt niveau, og det går særligt hurtigt i København

Indekseret udvikling i boligpriser



Anm.: København angiver København by, dvs. Dragør Kommune, Frederiksberg Kommune, Københavns Kommune og Tårnby Kommune. Den indekserede prisudvikling for enfamiliehuse i København by følger omtrent udviklingen for ejerlejlighederne i samme område. Data er sæsonkorrigeret og regnet som 3 måneders glidende gennemsnit. Seneste observation er april 2025.

Kilde: Egne beregninger baseret på Boligsiden.

Boligkøbere bruger fortsat en stor andel af deres indkomster på at servicere gæld, og niveauet er særligt højt i København

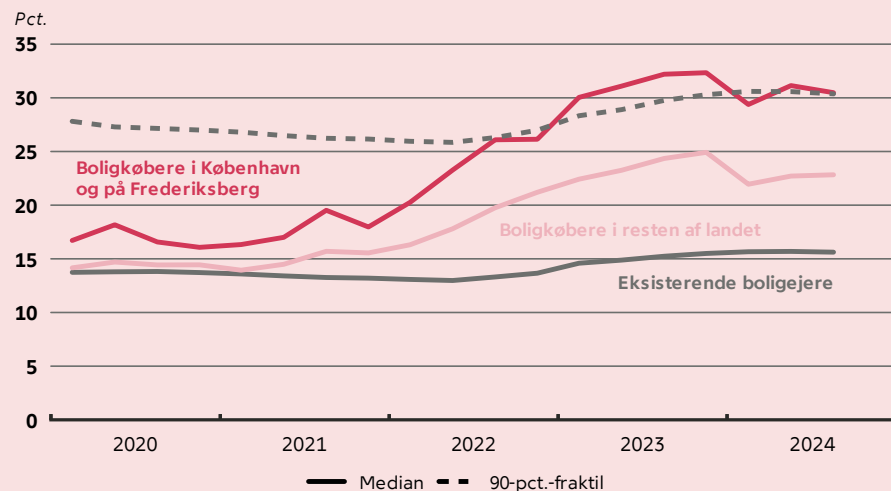
Niveauet for gældsservicering har stabiliseret sig efter et par år, hvor boligkøberne brugte en stigende del af deres indkomst efter skat på at servicere gæld, se figur 25. Dog brugte boligkøbere i København og på Frederiksberg i 3. kv. 2024 næsten dobbelt så meget af deres indkomst på at servicere gæld som i 2020 – svarende til gældsserviceringsgraden for eksisterende boligejere i den øvre del af fordelingen, jf. den stiplede grå linje i figuren. Lige så markant har stigningen i gældsserviceringsgraden ikke været for boligkøbere i resten af landet. Udviklingen afspejler især de høje boligprisstigninger i København siden 2023, se figur 24, hvilket bl.a. kan henføres til faldende renter og fortsat befolkningstilvækst, som ikke fuldt ud dækkes af nyopførte boliger, se figur 27. De højere gældsserviceringsgrader betyder alt andet lige et lavere rådighedsbeløb og mindre luft i budgettet til uforudsete udgifter. Udsigterne for dansk økonomi er behæftet med betydelige risici, og hvis øgede toldsatser og mindre global handel fører til vækstafmatning og øget prispres, vil det alt andet lige lægge et pres på husholdningernes økonomi.³¹

³¹ Se Danmarks Nationalbank, Udsigt til lavere lønstigninger og stabil inflation trods usikre tider, Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi), nr. 9, marts 2025 ([link](#)).

FIGUR 25

Boligkøbere bruger fortsat en stor del af deres indkomster på gældsservicering

Gældsserviceringsgrad for boligkøbere og eksisterende boligejere



Anm.: Gældsserviceringsgraden, debt-service-to-income (DSTI), er defineret som de samlede rente- og afdragsbetalinger i forhold til indkomst efter skat. Den stiplede grå linje angiver 90-pct.-fraktile for eksisterende boligejere. Eksisterende boligejere angiver alle eksisterende boligejere i hele landet. Gældsserviceringsgraderne er beregnet via indkomster estimeret ved brug af Danmarks Statistiks kvartalsvise registre for løn- og overførselsindkomster, herunder udbetalinger fra private pensioner.

Kilde: Egne beregninger baseret på Kreditregisteret og Danmarks Statistik.

Boligpriserne er vokset mest i hovedstadskommunerne, hvor boligbyggeriet ikke er fulgt med befolkningsvæksten

Siden 2013 er boligpriserne vokset hurtigere end boligejernes gennemsnitlige indkomster i de større byer, hvilket bl.a. skyldes lavrentemiljøet frem til 2022, se figur 26. Dog er de nuværende boligpriser i forhold til de disponible indkomster fortsat på et noget lavere niveau end i årene op til finanskrisen. I resten af landet har boligpriser og indkomster fulgt nogenlunde ad siden finanskrisen.

Stigende boligpriser øger alt andet lige muligheden for tillægsbelåning. Benytter mange boligejere sig af den mulighed, som de gjorde i årene op til finanskrisen,³² vil både udlånsvæksten og boligejernes gældsætning øges. Dette er dog ikke set de sidste 11 år, se figur 23, hvor boligpriserne overvejende er steget. Tendensen med en højere vækst i boligpriser i forhold til indkomsterne forventes at aftage i 2025.³³

Boligprisudviklingen bestemmes af en række faktorer såsom rente- og reallønsudviklingen. Derudover spiller boligudbuddet en afgørende rolle for udviklingen i boligpriserne over tid.³⁴ Særligt i hovedstadskommunerne er

³² Se Erhvervs- og Vækstministeriet, Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring, afsnit 6.1.4, 2013 ([link](#)).

³³ For hele 2025 forventes huspriserne således at stige med 3,5 pct. år til år, hvilket er på niveau med den forventede timelønsvækst på 3,6 pct. år til år, se Danmarks Nationalbank, Udsigt til lavere lønstigninger og stabil inflation trods usikre tider, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 9, marts 2025 ([link](#)).

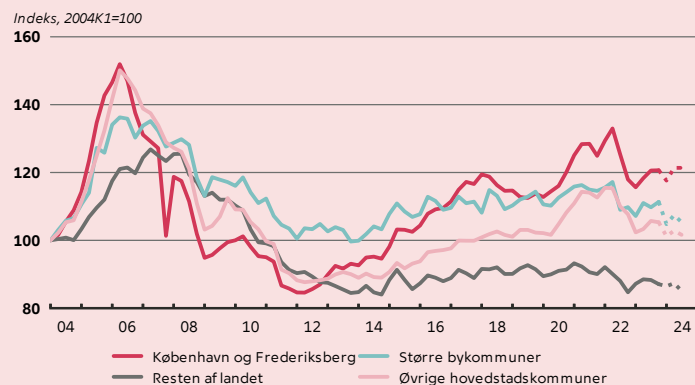
³⁴ Boligpriserne bestemmes grundlæggende af udbud og efterspørgsel, hvoraf udbuddet er fast på kort sigt, fordi det tager tid at planlægge og opføre nye boliger. Derfor er boligpriserne på kort sigt hovedsageligt bestemt af efterspørgslen. Faktorer, der påvirker husholdningernes efterspørgsel efter

boligbyggeriet ikke fulgt med i samme tempo som befolkningsvæksten siden 2009, se figur 27. Dog har udviklingen været mere balanceret de seneste to år. I resten af landet har boligbyggeriet og befolkningsvæksten fulgtes mere ad de seneste 15 år. Når befolkningsvæksten overstiger boligbyggeriet, øges det opadgående pres på boligpriserne og dermed også gældsætningen. Omvendt kan et overudbud af ejerboliger give et nedadgående pres på boligpriserne.

FIGUR 26

Boligpriserne er vokset hurtigere end indkomsterne i de største byer

Indekseret udvikling i handelspriser i forhold til boligejernes disponible gennemsnitsindkomst



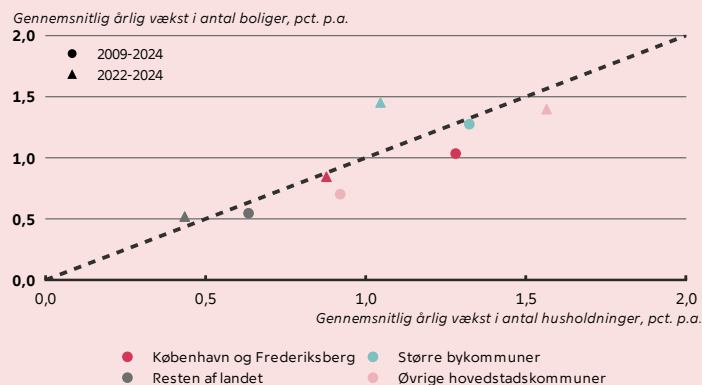
Anm.: *Større bykommuner* henviser til Odense, Aarhus og Aalborg Kommune, mens *København og Frederiksberg* angiver Københavns og Frederiksberg Kommune. Handelspriser for ejerlejligheder samt parcel- og rækkehuse er medtaget og vægtes i forhold til antallet af handel i kommunegruppen. Bemærk, at der kan være forskel på gennemsnitsindkomsten for alle boligejere og indkomsten for de faktiske boligkøbere. De stiplede linjer angiver en fremskrivning af de gennemsnitlige 2023-indkomster med timelønsvæksten for 2024 på 5,4 pct., se Danmarks Nationalbank, Udsigt til lavere lønstigninger og stabil inflation trods usikre tider, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 9, marts 2025 ([link](#)). Seneste observation er 3. kv. 2024.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af Danmarks Statistik og Finans Danmark.

FIGUR 27

Befolkningsvæksten overstiger væksten i boligmassen i hovedstadskommunerne

Gennemsnitlig årlig vækst i boligmassen i forhold til befolkningstilvæksten efter kommunegruppe



Anm.: *Antal boliger* (y-aksen) dækker både ejer-, andels- og lejeboliger. En *husholdning* (x-aksen) kan bestå af ét eller flere individer, der har samme adresse. Når væksten i antal husholdninger er under (over) den stiplede linje, vokser antallet af boliger mindre (mere) end antallet af husholdninger. Se anmærkning til figur 26 for definition af kommunegrupperne.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af Danmarks Statistik.

Boligejernes finansielle robusthed kunne styrkes, hvis flere reagerer på en eventuel økonomisk gevinst ved en nedkonvertering

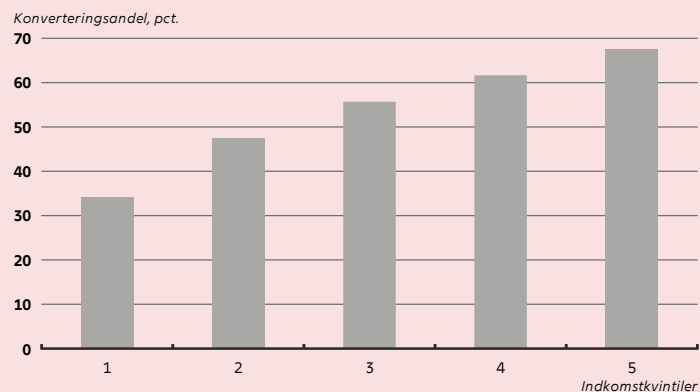
Ved rentefald kan boligejere med fastforrentede realkreditlån konvertere til et fastforrentet lån med lavere rente og dermed reducere deres gældsserviceringsgrad. Individuelle forhold påvirker dog, hvornår en nedkonvertering er optimal for låntageren. Incitamentet til nedkonvertering afspejler bl.a., at den økonomiske gevinst ved at foretage en nedkonvertering i form af lavere rentebetalinger overstiger omkostningerne forbundet med låneomlægningen.³⁵

boliger, kan opdeles i henholdsvis konjunkturelle og strukturelle faktorer. Konjunkturelle faktorer er fx renter, inflation og indkomst, mens strukturelle faktorer er ændringer i fx demografi, regulering og skatter, se Abildgren m.fl., Store stød til økonomien har drevet boligpriserne, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 14, september 2024 ([link](#)).

³⁵ Beregningen tager desuden højde for andre centrale faktorer såsom sandsynligheden for, at boligejeren inden for kort tid fraflytter boligen, og værdien i at afvente yderligere rentefald. For en nærmere beskrivelse, se Nissen, Grenestam og Andersen, Nedkonvertering af fastforrentede realkreditlån og boligejernes finansielle robusthed, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 2, maj 2025 ([link](#)).

FIGUR 28

Kun hver tredje boligejer reagerer på et økonomisk incitament til nedkonvertering i den laveste indkomstgruppe ...

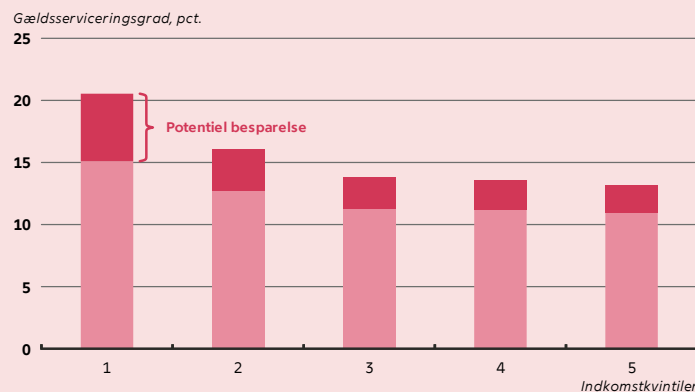


Note: Figuren viser observerede konverteringsandele i 2019-20, opdelt efter indkomstkventil. For en nærmere beskrivelse, se Nissen, Grenestam og Andersen, Nedkonvertering af fastforrentede realkreditlån og boligejernes finansielle robusthed, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 2, maj 2025.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

FIGUR 29

... og blandt dem, der ikke konverterede, ville boligejerne i den laveste indkomstgruppe kunne have reduceret deres gældsserviceringsgrad mest



Note: Figuren viser faktisk og kontrafaktisk gældsserviceringsgrad for boligejere, der i løbet af 2019 fik incitament til nedkonvertering, men som ikke konverterede i 2019-20 på trods af økonomiske incitamenter. For en nærmere beskrivelse, se Nissen, Grenestam og Andersen, Nedkonvertering af fastforrentede realkreditlån og boligejernes finansielle robusthed, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 2, maj 2025.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Da renterne faldt i 2019, medførte det en høj nedkonverteringsaktivitet. Beregninger peger på, at det kun var omkring halvdelen af boligejerne med nedkonverteringsincitament, som rent faktisk foretog en nedkonvertering. Ud over økonomiske incitamenter så viser data en sammenhæng mellem indkomst og tilbøjeligheden til at konvertere. Boligejere i den laveste femtedel af indkomstfordelingen havde således over 30 procentpoint lavere sandsynlighed for at nedkonvertere end boligejere i den højeste femtedel af indkomstfordelingen, se figur 28. Samtidig viser beregninger, at netop boligejerne med de laveste indkomster kunne have reduceret deres gældsserviceringsgrad mest ved en nedkonvertering. Det kunne isoleret set have bidraget til at styrke deres finansielle robusthed og reducere kreditinstitutternes risiko for tab, fx ved ledighed. Boligejerne i den laveste femtedel af indkomstfordelingen kunne således have reduceret deres gældsserviceringsgrad med 5,2 procentpoint, se figur 29. Det svarer i gennemsnit til, at disse boligejere kunne have reduceret deres årlige renteudgifter (før skat) med 12.600 kr., hvis de havde nedkonverteret.

06

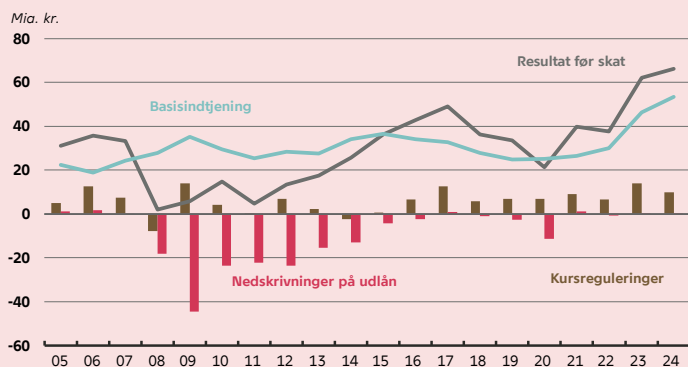
Indtjening: Lavere renter reducerer institutternes nettorenteindtægter

De systemiske kreditinstitutters indtjening steg i 2024 til et resultat før skat på 66 mia. kr., hvilket svarer til en årlig egenkapitalforrentning på ca. 12 pct. efter skat. Resultatfremgangen er hovedsageligt drevet af en øget basisindtjening og er derudover understøttet af fortsat lave nedskrivninger på udlån og positive kursreguleringer, se figur 30.

Fremgangen i basisindtjeningen var primært drevet af en stigning i både nettorenteindtægter og nettogebyrindtægter. Det højere renteniveau siden midten af 2022 har løftet nettorenteindtægterne, særligt i 2023 og 2024. Institutternes nettorenteindtægter har dog været omtrent uændrede igennem 2024, se figur 31. Stigningen i nettogebyrindtægterne var primært drevet af højere investeringsaktivitet og højere indtægter fra formueforvaltning.

FIGUR 30

Resultatet er fortsat understøttet af øget basisindtjening, positive kursreguleringer og lave nedskrivninger



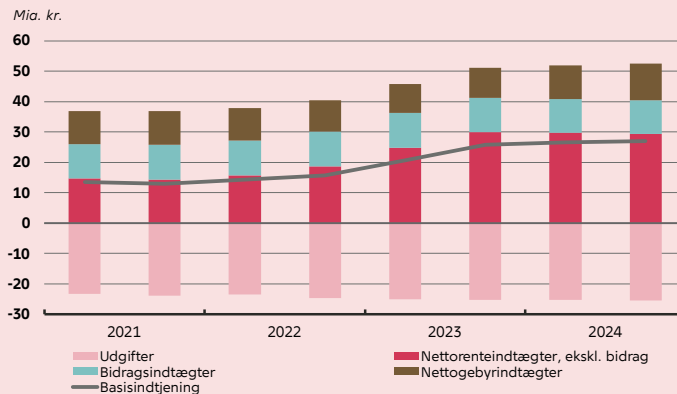
Anm.: Årsdata for de systemiske kreditinstitutter. Resultat før skat er korrigeret for nedskrivninger på goodwill og bøden vedrørende Danske Banks Estland-sag. Basisindtjening er nettorente- og gebyrindtægter fratrukket omkostninger til personale og administration samt andre driftsudgifter. Kursreguleringer er nettokursreguleringer på bl.a. værdipapirer, udstedte obligationer og udlån til dagsværdi.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

FIGUR 31

Nettorenteindtægterne er fladet ud i 2024

Bidrag fra komponenterne i de systemiske kreditinstitutters basisindtjening



Anm.: Halvårsdata for de systemiske kreditinstitutter. Udgifter dækker over personale- og administrationsudgifter samt andre driftsudgifter. Driftsudgifter er korrigeret for bøden vedrørende Danske Banks Estland-sag.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Nettorenteindtægterne forventes at have toppet

De pengepolitiske renter er løbende blevet sat ned siden midten af 2024, og markederne forventer, at renterne vil falde yderligere i 2025, se kapitel 2,

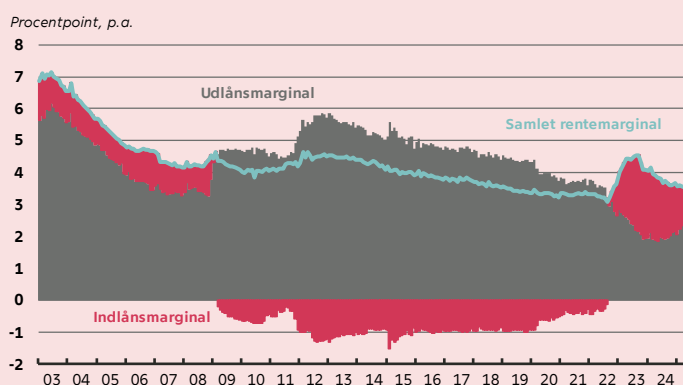
Finansielle markeder. De lavere renter forventes at reducere institutternes nettorenteindtægter over de kommende år. Dog forventes nettorenteindtægterne at ligge på et højere niveau end under lavrentemiljøet. Nettorenteindtægterne bidrager til institutternes basisindtjening, der er første værn mod tab og understøtter sektorens robusthed. Dog er der risiko for højere nedskrivninger som følge af handelskonflikt, hvilket i kombination med lavere nettorenteindtægter vil resultere i en lavere indtjening.

En styrket indlånsmarginal har de seneste år været en væsentlig drivkraft bag bankernes højere nettorenteindtægter. Indlånsmarginalen er forskellen mellem pengemarkedsrenten og bankernes indlånsrenter. Siden midten af 2022 er indlånsmarginalen steget væsentligt, se figur 32 og figur 33. Da pengemarkedsrenterne steg kraftigt i 2022 og 2023, fulgte bankernes indlånsrenter kun delvist med op, se boks 1. Omvendt har bankerne ikke reduceret indlånsrenterne i samme omfang som faldet i pengemarkedsrenterne siden midten af 2024, hvormed indlånsmarginalen atter er indsnævret. Indlånsmarginalen er dog fortsat på et højere niveau end i årene før rentestigningerne i 2022, givet at det generelle renteniveau i dag er højere. Indlånsmarginalen for både husholdninger og ikke-finansielle selskaber var relativt stabile i perioden fra 2003 og frem til finanskrisen, hvor de gennemsnitlige marginaler over perioden lå på henholdsvis 0,9 og 0,4 procentpoint. I april 2025 var indlånsmarginalerne 1,2 procentpoint for både husholdninger og ikke-finansielle selskaber, og de ligger således også på et højere niveau end i årene op til finanskrisen.

FIGUR 32

Udlånsmarginalen for husholdninger er lav, men modsvares af en relativt høj indlånsmarginal

De systemiske bankers rentemarginal for husholdninger



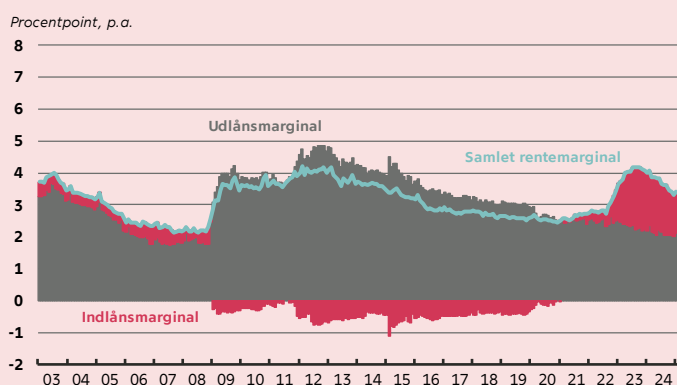
Anm.: Data for de systemiske banker. *Samlet rentemarginal* er summen af ind- og udlånsmarginalen. *Indlånsmarginal* er beregnet som pengemarkedsrenten fratrasket indlånsrenten, mens *udlånsmarginal* er udlånsrenten fratrasket pengemarkedsrenten. Pengemarkedsrenten er givet ved DEST, dog anvendes T/N-renten fratrasket 19 basispoint før april 2022. Seneste observation er april 2025.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

FIGUR 33

Rentemarginalen for ikke-finansielle selskaber er aftagende

De systemiske bankers rentemarginal for ikke-finansielle selskaber



Udlånsmarginalen har været faldende over en længere periode for både husholdninger og ikke-finansielle selskaber, se figur 32 og figur 33. Siden 2022 er

faldet accelereret for husholdninger, og udlånsmarginale er nu på et lavt niveau. Den lavere udlånsmarginal kan delvist forklares af en lav løbetidspræmie i Danmark, som afspejler en fladere rentekurve.³⁶ For husholdninger har faldet derudover været drevet af et lavere udlånstillæg, som bl.a. dækker over tabsrisiko på udlånet og konkurrencesituationen. I takt med at de korte renter er faldet i 2024 og 2025, er udlånsmarginale dog steget en smule.

Samlet set er rentemarginale for både husholdninger og ikke-finansielle selskaber på et højere niveau, end før renterne begyndte at stige i 2022, se figur 32 og figur 33. Det højere renteniveau har betydet, at indlånsmarginale atter er positiv. Bankerne har i dag et betydeligt indlånsoverskud, og dermed bidrager indlånsmarginale væsentligt til bankernes indtjening.

BOKS 1

Rentegennemslaget til indlånsrenter har været svagt siden finanskrisen

Når Nationalbanken ændrer renterne, fører det som regel til ændringer i bankernes detailrenter.¹ Effekten fra de pengepolitiske renter til de renter, som husholdninger og virksomheder står over for, betegnes rentegennemslaget. I forbindelse med Nationalbankens renteændringer siden 2022 har bankerne hovedsageligt ændret renten på deres kunders opsparingskonti, mens renten på lønkonti har været tæt på nul for de fleste banker.²

Generelt har gennemslaget fra de pengepolitiske renter til indlånsrenterne været forholdsvis svagt siden finanskrisen.³ Forskelle i rentegennemslaget over tid skal bl.a. ses i lyset af, at bankerne er gået fra at have et indlånsunderskud i årene op til finanskrisen til nu at have et betydeligt indlånsoverskud. Det nuværende høje indlånsoverskud har isoleret set reduceret bankernes incitament til at tiltrække yderligere indlån via højere indlånsrenter. Under finanskrisen var der derimod likviditetsproblemer i banksektoren, der skærpede konkurrencen om indlån. Det var medvirkende til, at der ikke var fuldt gennemslag fra de faldende pengemarkedsrenter til bankernes indlånsrenter efter finanskrisen, se figuren.

Heller ikke i forbindelse med faldende renter under statsgældskrisen i 2011-12 og presset på kronen i 2015 fulgte bankernes indlånsrenter med ned. I perioden med lave og negative renter var bankerne desuden generelt tilbageholdende med at indføre negative indlånsrenter, særligt over for husholdninger. Det resulterede i, at indlånsmarginale var negativ i en længere periode.

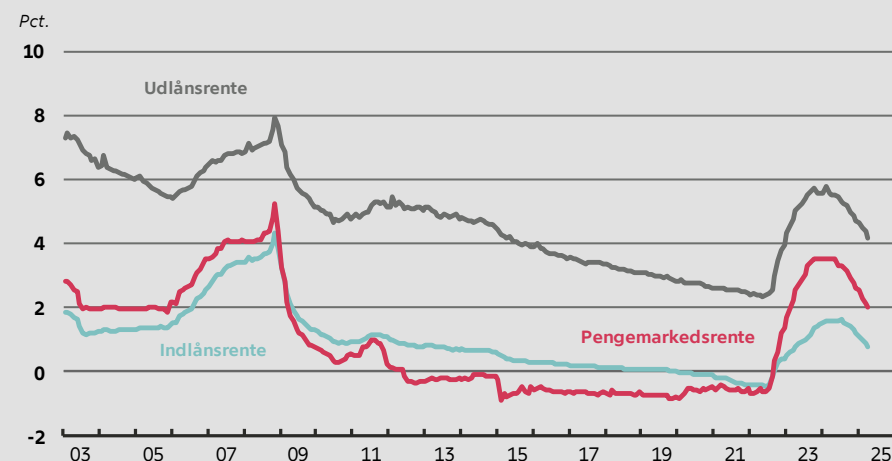
Fortsættes ...

³⁶ Se Danmarks Nationalbank, Geopolitisk usikkerhed præger risikobilledet for den finansielle sektor, *Danmarks Nationalbank Analyse (Finansiell stabilitet, halvårlig vurdering og anbefalinger)*, nr. 18, november 2024 ([link](#)).

... fortsat

FIGUR

Rentegennemslaget til indlånsrenter har været svagt siden finanskrisen



Anm.: Gennemsnitlig ind- og udlånsrente for husholdninger og ikke-finansielle virksomheder. Pengemarkedsrenten er givet ved DEST, dog anvendes T/N-renten fratrullet 19 basispoint før april 2022. Seneste observation er april 2025.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

¹ De pengepolitiske renter udgør alternativrenter til renten på lån og placeringer i pengemarkedet og er dermed afgørende for pengemarkedsrenterne. Således bestemmer de pengepolitiske renter prisen på bankernes likviditet og dermed deres finansieringsomkostninger.

² En opsparingskonto kan være en anfordringskonto med en højere rente end på en almindelig lønkonto. Den højere rente vil typisk være betinget af særlige forhold, fx at der er tale om en formålsbestemt opsparingskonto, at der er et begrænset antal gebyrfri hævnninger inden for en given periode, eller at kunden først får adgang til kontotypen, hvis vedkommende indgår i en bestemt kundegruppe.

³ Se Danmarks Nationalbank, Gennemslag fra Nationalbankens renter til pengeinstitutternes renter, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt, 2. kvartal 2016* ([link](#)), og Danmarks Nationalbank, Pengepolitisk cashflow-effekt for husholdninger i Danmark og euroområdet, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 1, januar 2024 ([link](#)).

Kreditinstitutternes nedskrivninger er fortsat lave, men udsigterne for dansk økonomi er usikre

De systemiske kreditinstitutters nedskrivninger på udlån var fortsat lave i 2024. I Nationalbankens seneste prognose for dansk økonomi er der udsigt til et balanceret vækstforløb.³⁷ Udsigterne for dansk økonomi er dog behæftet med betydelig usikkerhed set i lyset af de aktuelle handelskonflikter og geopolitisk uro. Hvis den globale vækst bliver svagere og konjunkturudsigterne for dansk økonomi forværres, vil det kunne medføre højere nedskrivninger.

Institutterne kan supplere deres nedskrivningsbehov med ledelsesmæssige skøn, hvis forventede kredittab ikke bliver opfanget af nedskrivningsmodellerne, fx som følge af øgede makroøkonomiske risici. I modsætning til almindelige nedskrivninger er ledelsesmæssige skøn ikke fordelt på specifikke kunder, men dækker risikoen for tab på tværs af bankens udlån. Igennem de seneste år har der været et begrænset fald i de ledelsesmæssige skøn. Givet den nuværende

³⁷ Se Danmarks Nationalbank, Udsigt til lavere lønstigninger og stabil inflation trods usikre tider, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 9, marts 2025 ([link](#)).

usikkerhed på grund af de geopolitiske spændinger og indførelse af toldmure har flere institutter fastholdt eller øget deres ledelsesmæssige skøn i 1. kv. 2025.

Realkreditinstitutternes indtjening har været understøttet af et højere afkast på obligationsbeholdningen

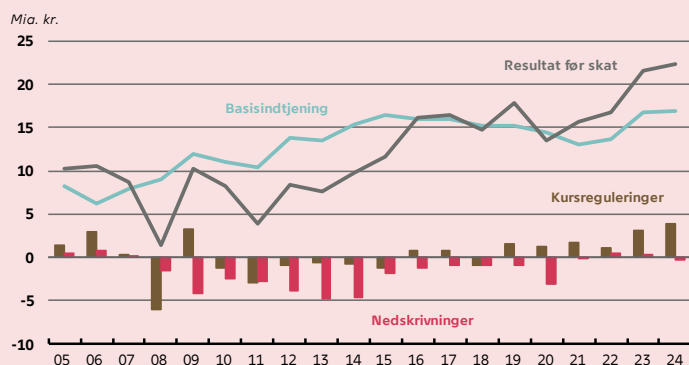
I de systemiske kreditinstitutter indgår både penge- og realkreditinstitutter. Realkreditinstitutternes indtjening er generelt lavere og mere stabil sammenlignet med bankernes indtjening. I 2024 var realkreditinstitutternes resultat før skat ca. 22 mia. kr., se figur 34. Indtjeningen har været understøttet af en stigning i kursreguleringer og fortsat lave nedskrivninger.

Realkreditinstitutternes indtjening har i de seneste år været holdt oppe af et højere afkast på deres obligationsbeholdninger, mens bidragsindtægterne har været stabile, se figur 35. I en historisk kontekst er indtjeningen – også målt i forhold til balancen – på et højt niveau, og på niveau med andre gode år.³⁸ Et lavere renteniveau i 2025 kan dog medføre et fald i realkreditinstitutternes renteindtægter på deres obligationsbeholdning.

Bidragsindtægterne afhænger af bidragssatsen og størrelsen af realkreditinstitutternes udlån. Bidragssatsen er en marginal, der grundlæggende skal dække tab, kapitalbelastning og administration. Realkreditinstitutterne satte løbende satserne op i perioden 2009 til 2016, bl.a. som følge af et behov for at øge kapitalgrundlaget, hvilket førte til stigende bidragsindtægter, se figur 36.³⁹

FIGUR 34

Realkreditinstitutternes indtjening har også været drevet af højere basisindtjening og positive kursreguleringer

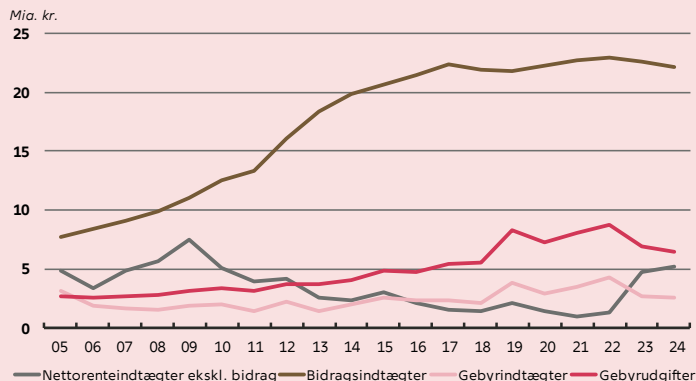


Anm.: Årsdata for de danske realkreditinstitutter. Der er korrigeret for indtjening fra koncerntilknyttede realkreditinstitutter, idet flere realkreditinstitutter indgår i samme koncern. Basisindtjening er nettorente- og gebyrindtægter fratrukket omkostninger til personale og administration samt andre driftsudgifter. Kursreguleringer er nettokursreguleringer på bl.a. værdipapirer, udstedte obligationer og udlån til dagsværdi.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

FIGUR 35

Højere nettorenteindtægter har drevet realkreditinstitutternes basisindtjening



Anm.: Årsdata for de danske realkreditinstitutter. Der er korrigeret for indtjening fra koncerntilknyttede realkreditinstitutter, idet flere realkreditinstitutter indgår i samme koncern. Netto-gebyrindtægterne for realkreditinstitutter er negative, hvilket skyldes, at bankerne modtager en provision for formidling af realkreditlån, der bogføres som en gebyrudgift i realkreditinstituttet.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

³⁸ Se kapitel 6 om indtjening i Danmarks Nationalbank, Højere renter har styrket bankernes robusthed, men udgør samtidig en risiko, Danmarks Nationalbank Analyse (Finansiell stabilitet - halvårlig vurdering og anbefalinger), nr. 11, maj 2024 ([link](#)).

³⁹ Se Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen, Realkredit- og prioritetslån – Priser og markedsudvikling, juni 2024 ([link](#)).

Fra slutningen af 2016 er de gennemsnitlige bidragssatser over for husholdninger faldet, i takt med at låntagerne har valgt mere sikre låntyper, og den gennemsnitlige belåningsgrad er reduceret, se figur 36. I samme periode har flere institutter reduceret bidragssatserne for husholdninger eller introduceret rabatter på bidragsbetalingen, som svarer til en nedsættelse af bidragssatserne.⁴⁰

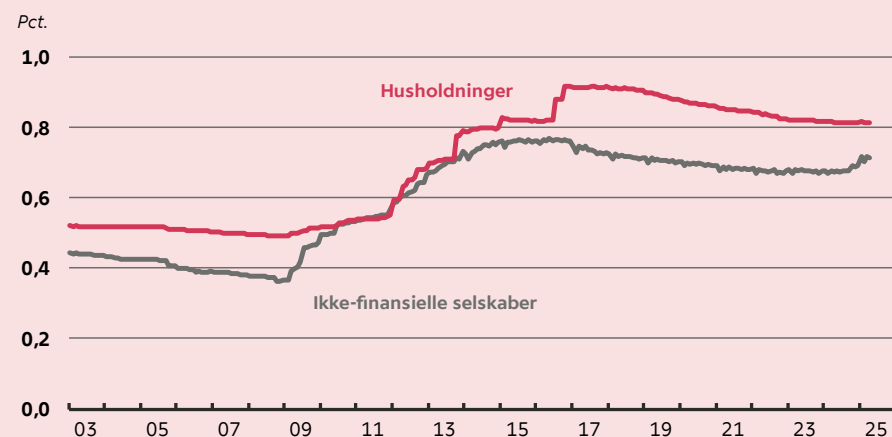
For ikke-finansielle selskaber har de gennemsnitlige bidragssatser ligeledes været faldende over de senere år. Dog har der siden begyndelsen af 2025 været mindre stigninger, hvilke bl.a. kan henføres til indførelsen af den sektorspecifikke buffer for erhvervsjendomme.

Realkreditinstitutternes nedskrivninger har historisk haft en tæt sammenhæng med udviklingen i ledighed og boligpriser. Særligt har stigende ledighed kombineret med faldende boligpriser ført til højere nedskrivningsprocenter for realkreditinstitutterne.⁴¹ Den nuværende globale usikkerhed øger risikoen for højere nedskrivninger, dog fra et lavt niveau.

FIGUR 36

Bidragssatserne for ikke-finansielle selskaber er steget efter en længere periode med en generelt nedadgående tendens

Gennemsnitlige vægtede bidragssatser



Anm.: Den gennemsnitlige vægtede bidragssats på realkreditgæld i danske kroner for henholdsvis husholdninger og ikke-finansielle selskaber. De viste bidragssatser inkluderer ikke rabatter på bidragsbetalinger. Seneste observation er april 2025.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

⁴⁰ Rabatten på bidragsbetalingen udmeldes for en midlertidig periode, men har indtil videre været gældende siden introduktionen i 2017.

⁴¹ Læs mere om sammenhængen mellem ledighed, boligpriser og realkreditinstitutternes nedskrivninger i Danmarks Nationalbank, Rentestigningerne mærkes hos bankerne og deres kunder, *Danmarks Nationalbank Analyse (Finansiell stabilitet – halvårlig vurdering og anbefalinger)*, nr. 6, juni 2023 ([link](#)).

07

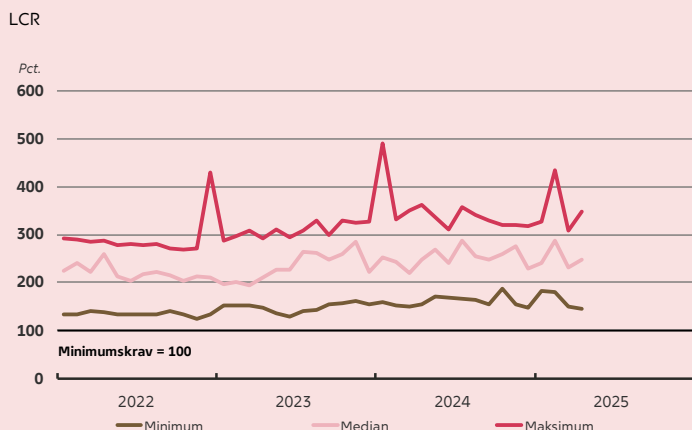
Likviditet og funding: Bankerne har en robust likviditetsposition

Bankerne skal løbende overvåge deres likviditets- og fundingposition for at sikre, at de kan modstå stress. Likviditetsrisici materialiserer sig sjældent, men når de gør, kan det have en stor effekt, og det kan ske pludseligt. Banker, der finansierer sig i andre valutaer end danske kroner, skal desuden være opmærksomme på de potentielle risici, det medfører, samt valutamismatch⁴². I perioder med usikkerhed kan der være behov for et øget fokus på valutarisici.

De systemiske banker har en god overdækning til det regulatoriske krav til likviditet, Liquidity Coverage Ratio, LCR, og til kravet til stabil funding, Net Stable Funding Ratio, NSFR, se figur 37 og figur 38. Det samme er tilfældet for de ikke-systemiske banker.

FIGUR 37

De systemiske banker har en god overdækning til lovkravet til LCR ...

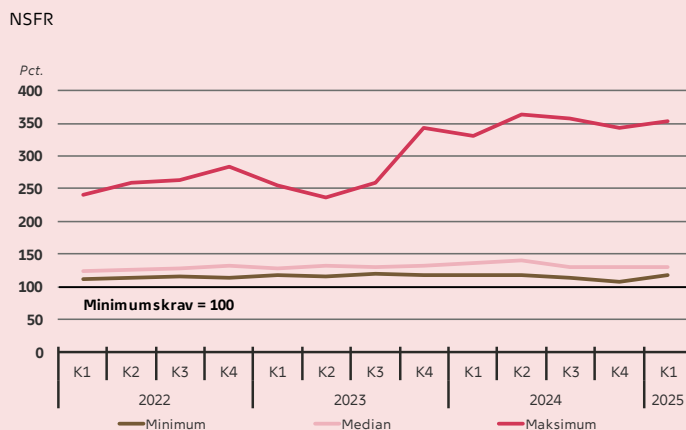


Anm.: LCR beregnes som bankens likvide aktiver delt med udgående nettopengestrømme over en stressperiode på 30 dage. Arbejdernes Landsbank og Saxo Bank er medtaget på koncernniveau. Seneste observation er ultimo april 2025.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

FIGUR 38

... og kravet til NSFR



Anm.: NSFR beregnes som bankernes stabile finansiering delt med behovet for stabil finansiering. Arbejdernes Landsbank og Saxo Bank er medtaget på koncernniveau. Seneste observation er ultimo 1. kv. 2025.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

De systemiske banker har fortsat en robust likviditetsposition og er i stand til at håndtere et hårdt likviditetsstress. I Nationalbankens likviditetsstresstest har alle systemiske banker i Danmark en overlevelseshorisont på mindst 4 måneder. Det

⁴² Med valutamismatch forstås, at bankerne ikke har en tilstrækkelig mængde likvide aktiver eller indgående pengestrømme via valuta- eller repoforretninger til at dække udgående pengestrømme i en given valuta.

vil sige, at de har tilstrækkelige likvide aktiver til at modstå en periode på mindst 4 måneder med hårdt træk på bankens indlån samt manglende adgang til fundingmarkederne. De fleste systemiske banker har en overlevelseshorisont på mindst 6 måneder.⁴³

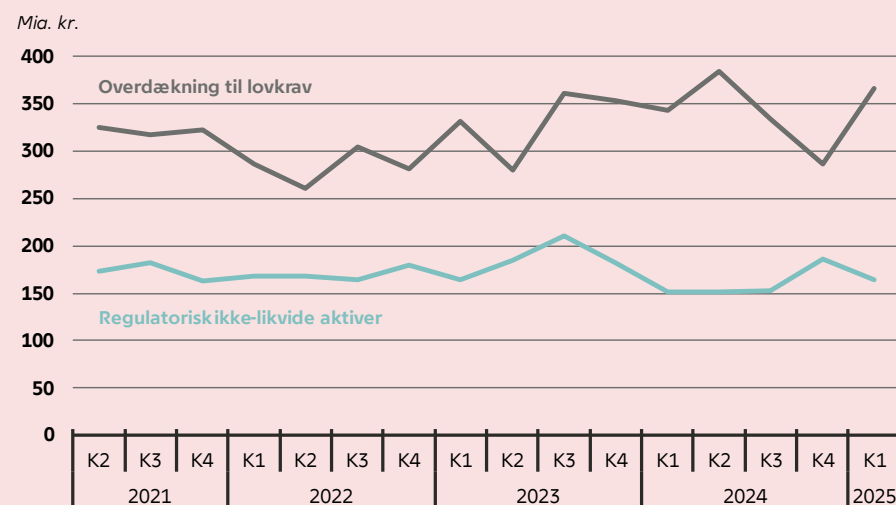
Likviditetsbehov kan opstå pludseligt hos bankernes kunder

I perioden 2021-22 blev flere af bankernes kunder ramt af konsekvenserne af forsyningsudfordringer, inflation og energikrise. Det resulterede i øget likviditetsbehov, bl.a. som følge af variationsmarginkald⁴⁴ i forbindelse med rente-, valuta- og energi-derivatforretninger. Likviditetstrækket fra bankernes erhvervskunder steg i perioden med omkring 75 mia. kr. på deres eksisterende og nye kreditfaciliteter. Episoden understreger, at bankernes kunder kan opleve store likviditetsbehov, som potentielt stiger meget hurtigt. Den høje usikkerhed omkring handelskonflikten øger risikoen for store bevægelser på de finansielle markeder og energi- og råvaremarkeder, hvilket kan føre til store likviditetsbehov hos bankernes kunder, som i tidligere perioder.

Bankerne kan bruge deres likviditetsoverdækning til at understøtte kundernes likviditetsbehov. Samlet set har de systemiske banker omkring 365 mia. kr. i overdækning til lovkravene, se figur 39.⁴⁵ For at sikre en overdækning til

FIGUR 39

De systemiske banker har likviditetsoverdækning, som kan lånes ud til deres kunder



Anm.: Figuren viser de danske systemiske bankers overdækning til lovkrav og deres beholdning af regulatorisk ikke-likvide aktiver. Det er forskelligt, om det er LCR eller NSFR, der er det bindende krav. Seneste observation er ultimo marts 2025.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

⁴³ For mere information om Nationalbankens model for likviditetsstresstest, se boks 3, side 28, i Danmarks Nationalbank, Højere renter har styrket bankernes robusthed, men udgør samtidig en risiko, *Danmarks Nationalbank Analyse (Finansiell stabilitet – halvårlig vurdering og anbefalinger)*, nr. 11, maj 2024 ([link](#)).

⁴⁴ Variationsmarginkald, VM, er et krav, som skal dække negativ markedsverdi i indgåede derivatforretninger. Det vil sige et direkte tab på forretningen, som modparten skal kompenseres for, således at forretningen går i nul, hvis forretningen lukkes i dag. Derfor er der også krav om daglig VM for at sikre denne balance, hvilket kræver daglig likviditet. Ved meget volatilitet og store udsving i forretninger kan der opstå store likviditetsbehov til VM.

⁴⁵ Bankernes LCR og NSFR påvirkes forskelligt, afhængigt af hvordan bankerne servicerer deres kunders likviditetsbehov.

opfyldelse af lovkravene LCR og NSFR har bankerne fastsat interne grænser, som er højere end lovkravet på 100 pct. Hvor stor overdækningen til lovkravene er hos den enkelte bank, afhænger af dens risikostyring og -appetit.

I tillæg til de LCR-klassificerede likvide aktiver ejer de systemiske banker samlet set aktiver for omkring 165 mia. kr., som regulatorisk betragtes som ikke-likvide⁴⁶, se figur 39. Dette øger bankernes muligheder for at understøtte kundernes likviditetsbehov, da disse aktiver kan anvendes til at skaffe likviditet ved at sælge dem eller som sikkerhed i repoforretninger eller sikkerhedsstillelse i centralbanker.

Selvom bankerne har overskudslikviditet til rådighed, kan andre hensyn spille ind, i forhold til om de vil låne likviditet til deres kunder. Det kan fx være interne krav for, hvor meget forretning de må lave med en enkelt modpart eller sektor, samt kapacitetsbegrænsningerne på repoforretninger.

Gearing i danske realkreditobligationer har øget forbundetheden mellem realkredit- og repomarkedet

Knap 90 pct. af repoforretningerne indgås med danske realkreditobligationer som sikkerhed. Realkredit- og repomarkedet er dermed tæt forbundet. Bankernes udlån i repoforretninger⁴⁷ til investeringsfonde og forsikrings- og pensionsselskaber er øget, se figur 40. I takt med at låntagningen på repomarkedet øges, stiger forbundetheden mellem realkredit- og repomarkedet.

Et stød til kurserne på danske realkreditobligationer som følge af uro på de finansielle markeder kan dermed tvinge nogle investorer til at sælge realkreditobligationer. Det skyldes, at et prisfald kan betyde, at investorerne ikke har nok sikkerhedsstillelse til at refinansiere deres repolån.⁴⁸ Tilsvarende kan mindre likviditet i repomarkedet tvinge nogle investorer til at sælge realkreditobligationer for at tilbagebetale repolånene, som ikke kan refinansieres, eller kun kan refinansieres til en meget høj rente. Begge dele kan medføre et salgspress på realkreditmarkedet. Det kan give anledning til potentielt lavere priser og dermed højere renter på realkreditobligationer for at genskabe balance mellem udbud og efterspørgsel.

En stor andel af lån på repomarkedet bliver løbende refinansieret, hvilket indikerer, at repomarkedet i høj grad bruges af investorer i det danske realkreditmarked til at geare deres investeringer.⁴⁹ Gearede investeringer i sikre værdipapirer er særligt attraktive i perioder med lav volatilitet, da strategien beror på, at en investor løbende kan finansiere sin repoforretning billigere end det forventede afkast på realkreditobligationen. Den øgede uro på obligationsmarkederne, særligt siden april, har dog kun påvirket gearingen begrænset. Det kan delvist skyldes, at de gearede positioner opbygges over længere perioder, og at renterne på danske realkreditobligationer har været relativt stabile, se figur 41. Risikoen for et salgspress på danske realkreditobligationer er dog øget som følge af den øgede gearing.

⁴⁶ De regulatorisk ikke-likvide aktiver består typisk af danske realkreditobligationer med seriestørrelser under 250 mio. euro og/eller realkreditobligationer udstedt af det koncernforbundne realkreditinstitut.

⁴⁷ En repoforretning indebærer, at modparten låner likviditet mod at stille et værdipapir (typisk en obligation) som sikkerhed for lånet.

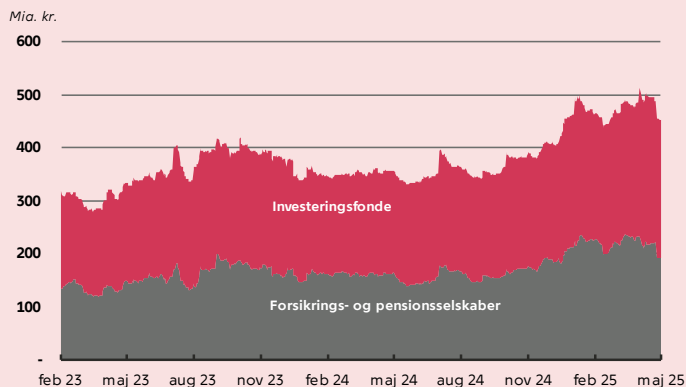
⁴⁸ Lånene på repomarkedet er med kort løbetid, typisk under 20 dage, og indebærer dermed en refinansieringsrisiko for investorer, hvis de ikke kan forlænge deres lån.

⁴⁹ Se Nouri og Madsen (2025), Det sikrede pengemarked er en integreret del af de finansielle markeder, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 12, maj ([link](#)).

FIGUR 40

Forsikrings- og pensionsselskaber og investeringsfonde har øget deres låntagning i det danske sikrede pengemarked

Danske bankers udestående nettoudlån på det sikrede pengemarked



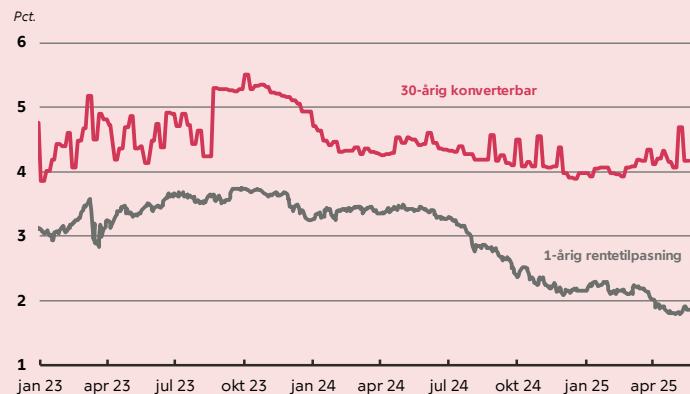
Anm.: Figuren viser danske bankers udestående netto-udlån på det sikrede pengemarked til henholdsvis forsikrings- og pensionsselskaber og investeringsfonde. Nettoudlånet er beregnet ved at trække det samlede indlån fra det samlede udlån fra hver sektor. I *investeringsfonde* indgår danske investeringsfonde og udenlandske investeringsfonde med dansk tilknytning. Seneste observation er ultimo april 2025.

Kilde: Danmarks Nationalbank, egne beregninger.

FIGUR 41

Renter på danske realkreditobligationer har været stabile efter annoncering af told

Renter på realkreditobligationer



Anm.: Figuren viser udviklingen i renter for 30-årige konverterbare realkreditobligationer og obligationer bag 1-årige rentetilpasningslån. Seneste observation er 18. maj 2025.

Kilde: Nordea Analytics, Finans Danmark, LSEG Workspace.

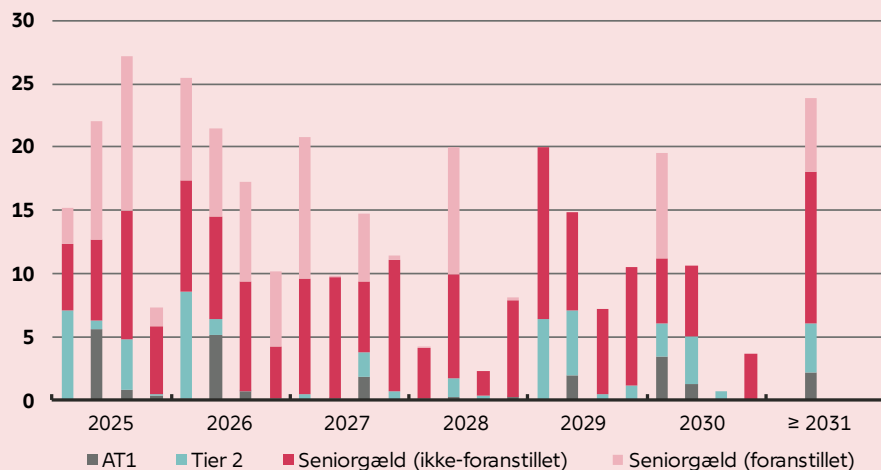
De danske kreditinstitutter skal fortsat udstede markedsfinansiering i 2. halvår 2025 for at sikre passende overdækning til NEP-krav

Markedsfinansiering kan bruges til at opfylde NSFR og NEP-krav. Aktuelt bruges det hovedsageligt til opfyldelse af NEP-krav. De danske kreditinstitutter har udstedt gældsinstrumenter for knap 40 mia. kr. i ikke-foranstillet og foranstillet seniorgæld fra januar til medio maj 2025. I samme periode har der dog været forfald af 37 mia. kr. I resten af året forfalder yderligere 34 mia. kr., se figur 42. Kreditinstitutterne skal dermed udstede for omkring 31 mia. kr. yderligere i 2025, hvis de vil imødekomme årets samlede forfald.

FIGUR 42

Kreditinstitutternes forfald af gælds- og kapitalinstrumenter

Mia. kr.



Anm.: Figuren viser forfaldsprofilen for de danske kreditinstitutters udstedelser af AT1 (hybrid kernekapital), Tier 2 (supplerende kapital) samt foranstillet og ikke-foranstillet seniorgæld. For instrumenter med en indlejret call-option tages udgangspunkt i første call-dato til bestemmelse af forfaldstidspunkt. Seneste observation er 26. maj 2025.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

08

Kapital og stresstest: Institutterne kan håndtere en markant tilbagegang i dansk økonomi

Den finansielle regulering, der blev indført efter finanskrisen, har bidraget til at styrke institutternes robusthed. Senest er EU's kapitalkravspakke ved at blive implementeret i medlemslandene og stiller bl.a. nye krav til opgørelsen af institutternes risikovægtede eksponeringer. Det samlede regelsæt i den finansielle regulering er dog kompleks, og det er derfor relevant at se på, om noget af den finansielle regulering kan forenkles uden at gå på kompromis med den finansielle stabilitet. Nationalbankens halvårslige stresstest af den finansielle sektor viser, at institutterne vil klare et hårdt recessionsscenarie.

Implementeringen af sidste del af Basel III er startet

Sidste del af Basel III-standarderne om ændrede kapitalkravsregler for bankerne er ved at blive implementeret i EU i form af den såkaldte kapitalkravspakke⁵⁰.

I forhold til opgørelse af risikovægtede eksponeringer består de nye regler af to dele. Den første del er justerede regler i opgørelsen af kreditrisici, markedsrisici, kreditværdijusteringsrisici (CVA) og operationelle risici. Der er tale om en række ændringer, der sigter mod at justere opgørelsen af kapitalkrav, så de bedre afspejler den underliggende risiko. Blandt andet er der visse typer af eksponeringer, hvor muligheden for at anvende interne metoder bliver begrænset eller bortfalder, fordi det er vurderet, at opgørelsen er forbundet med for stor usikkerhed. For opgørelsen af markedsrisici er der tale om mere omfattende ændringer, også kaldet FTRB.⁵¹ Den anden del er indførelsen af et yderligere minimumskapitalkrav for institutter, der anvender interne metoder til opgørelse af risikovægte. Det sker med et gulvkrav, hvis formål er at sikre, at de samlede risikovægtede eksponeringer for disse institutter ikke kommer under et vist niveau. Niveauet er sat til 72,5 pct. af de risikovægtede eksponeringer opgjort efter standardmetoden.

Første del af kapitalkravspakken var planlagt til at træde i kraft primo 2025, hvilket var samtidig med implementeringen af Basel III-standarderne i UK og et halvt år før USA. I 2024 blev det klart, at implementeringen af de nye regler i USA ville blive forsinket, og kort tid efter udsatte UK deres implementering. På den baggrund besluttede EU at udskyde ikrafttrædelsen af de nye regler for opgørelse af markedsrisici til primo 2026 men lade de øvrige dele af kapitalkravspakken træde i kraft primo 2025 som planlagt. Udskydelsen skete ud fra et ønske om ensartede konkurrencevilkår for de europæiske banker, der særligt på markedsområdet konkurrerer med amerikanske og britiske banker.

Europa-Kommissionen offentliggjorde i marts 2025 en høring om EU-implementeringen af Basel III-standarderne for markedsrisiko. Baggrunden for

⁵⁰ Kapitalkravspakken dækker over forordningen CRR III og direktivet CRD VI. Læs mere om kapitalkravspakken i Danmarks Nationalbank, Geopolitisk usikkerhed præger risikobilledet for den finansielle sektor, *Danmarks Nationalbank Analyse (Finansiell stabilitet – halvårlig vurdering og anbefalinger)*, nr. 18, november 2024 ([link](#)).

⁵¹ Se Bank for International Settlements, *Minimum capital requirements for market risk*, BCBS 2019 ([link](#)).

høringen er fortsat usikkerhed om implementeringen af Basel III i USA og UK. Kommissionen har endnu ikke offentliggjort en beslutning på baggrund af høringen.

I høringsforslaget skitserer Kommissionen tre muligheder for implementeringen af Basel III-standarderne for opgørelse af markedsrisiko:

1. Lade reglerne træde i kraft 1. januar 2026,
2. Udskyde ikrafttrædelsen af de nye regler med endnu ét år, dvs. til 1. januar 2027
3. Lave målrettede og midlertidige justeringer af markedsrisikoreglerne, som vil være gældende i op til 3 år. Høringsdokumentet indeholder 10 konkrete forslag til justeringer af reglerne. De foreslåede justeringer er dels baseret på afvigelser fra Basel III-standarderne, som andre jurisdiktioner har tilkendegivet, at de planlægger at gennemføre, dels bankernes og myndighedernes erfaringer med implementering af de nye markedsrisikoregler.

Anden del af kapitalkravspakken, guldkravet, trådte også i kraft primo 2025, men er omfattet af en overgangsordning, der gradvist indfaser guldkravet fra 50 pct. af de risikovægtede eksponeringer opgjort efter standardmetoden i 2025 til 72,5 pct. i 2030. I opgørelsen af grundlaget for guldkravet er der derudover en indfasning af risikovægte for beboelsesejendomme og eksponeringer mod ikke-ratede virksomheder frem til og med 2032.

I institutternes rapporter for 1. kv. 2025 er der begrænsede oplysninger om effekten af de nye kapitalregler. Det indikerer, at de nye regler for kreditrisiko og operationel risiko ikke har haft stor effekt på størrelsen af institutternes risikovægtede eksponeringer.

Forenkling af finansiell regulering må ikke ske på bekostning af den finansielle stabilitet

I den seneste tid er der kommet et større fokus i Europa på at forbedre EU's konkurrenceevne.⁵² Europa-Kommissionen har bl.a. foreslået at reducere, forenkle, ensrette og udskyde EU's regler på bæredygtighedsområdet i en erkendelse af, at de vedtagne rapporteringsregler risikerede at hindre formålet om at øge transparens og understøtte grønne investeringer.⁵³ Kommissionen har også tilkendegivet, at den i 2026 vil komme med en rapport om banksystemet i det indre marked, inklusive en evaluering af konkurrenceevnen.

Det har været afgørende at skærpe reguleringen af den finansielle sektor i lyset af erfaringerne fra finanskrisen. Reguleringen understøtter den finansielle stabilitet, men samtidig er det samlede regelsæt blevet stort og komplekst, hvor mange forskellige regler er i samspil med hinanden. Det er derfor relevant at gennemgå den finansielle regulering med henblik på at forenkle eller fjerne regler, der er unødigt komplekse eller unødigt administrativt tunge. Det er dog en kompleks opgave, som forudsætter indsigt i effekter af og samspil mellem reglerne.

I arbejdet med at forenkle de finansielle regler er det vigtigt at sikre, at den finansielle sektor fortsat er robust, også i stress. Det har stor betydning for samfundet og er en forudsætning for en sund og konkurrencedygtig økonomi.

⁵² Se bl.a. Europa-Kommissionen, *The Draghi report on EU competitiveness*, september 2024 ([link](#)), og Europa-Kommissionens pressemeddelelse, *An EU Compass to regain competitiveness and secure sustainable prosperity*, januar 2025 ([link](#)).

⁵³ Se Europa-Kommissionens pressemeddelelse om bl.a. forenkling af EU-reglerne om bæredygtighed, *Kommissionen forenkler reglerne om bæredygtighed og EU-investeringer og lemper omkostningerne til administration med over 6 mia. EUR*, februar 2025 ([link](#)).

Det er her afgørende at fastholde kernen i den finansielle regulering. Det vil sige, at institutterne skal have tilstrækkelig kapital i forhold til deres risici, så de også i stress er i stand til at yde lån til kreditværdige projekter. Samtidig skal institutterne altid have tilstrækkelig likviditet, hvilket forudsætter en sund likviditetsstyring og en robust likviditets- og fundingstruktur. Hvis et institut alligevel skulle komme i store problemer, er det nødvendigt, at instituttet kan afvikles eller restruktureres på en måde, så det ikke går ud over den finansielle stabilitet. Disse krav er centrale for den finansielle stabilitet og en robust økonomi.

Hvis ovenstående forudsætninger om kapital, likviditet og krisehåndtering er opfyldt, kan det give plads til på andre områder at forenkle eller eventuelt reducere krav. Et naturligt sted at begynde vil være at se på de regler, der endnu ikke trådt i kraft, og vurdere, om nogle af dem kan undværes eller gøres enklere. Det kan i givet fald spare virksomhederne for den relativt høje omstillingsbyrde forbundet med at kunne efterleve nye regler. Samtidig er det vigtigt, at regelforenklingen understøtter ens konkurrencevilkår for finansielle virksomheder på tværs af EU.

Alle institutter opfylder kapitalkravene i et hårdt stress-scenarie

Nationalbanken tester hvert halve år de systemiske kreditinstitutter og de større ikke-systemiske banker⁵⁴ for at vurdere, om institutterne holder tilstrækkelig kapital til at overholde myndighedernes kapitalkrav i tre scenarier – en hård recession, recession og et grundforløb. De tre makroøkonomiske scenarier er beskrevet i boks 2 herunder.

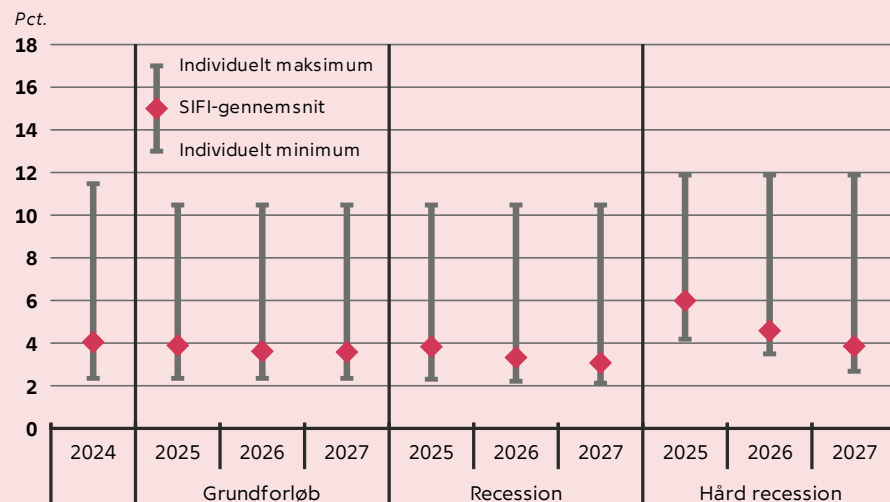
Det *hårde recessionsscenario* afspejler en situation med en markant global tilbagegang. Her viser stresstesten, at alle institutter opfylder de samlede risikobaserede kapitalkrav. Udviklingen i overdækningen for de systemiske institutter (SIFI-institutter) er vist i figur 43.

⁵⁴ Se bilag A1 for en oversigt over samtlige kreditinstitutter og banker, der indgår i stresstesten.

FIGUR 43

Alle systemiske institutter klarer Nationalbankens hårde recessionsscenarie

Kapitaloverdækning i forhold til de risikovægtede eksponeringer



Anm.: Figuren viser kapitaloverdækningen for de systemiske kreditinstitutter som procent af deres samlede risikovægtede eksponeringer. SIFI-gennemsnit angiver den samlede kapitaloverdækning for de systemiske kreditinstitutter i procent af risikovægtet eksponering. Individuelt minimum (maksimum) angiver det institut, der har den laveste (højeste) kapitaloverdækning. Stresstesten antager, at den kontracykliske kapitalbuffer, CCyB, frigives under det hårde recessionsscenarie. Det antages, at bankerne gennemfører allerede annoncerede aktietilbagekøbsprogrammer godkendt i 1. kv. 2025.

Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

Med forventningen om gennemførelsen af Nykredits opkøb af Spar Nord har Nationalbanken foretaget en konsekvensberegning af sammenlægning af de to institutter. Eftersom Nykredits kapitaloverdækning falder som en følge af købet, og de risikovægtede aktiver i første omgang forventes at stige, vil et nyt institut alt andet lige have en lavere kapitalisering. Dette bekræftes også af instituttets egne beregninger.⁵⁵ Eftersom sammenlægningen endnu ikke er gennemført, og der ikke foreligger en konsolideret balance, er stresstesten beregnet for hvert enkelt institut.

I det hårde scenarie antages det, at den kontracykliske kapitalbuffer frigives. Efter frigivelsen af den kontracykliske kapitalbuffer, som p.t. er på 2,5 pct., holder sektoren samlet set en pæn overdækning til de risikobaserede kapitalkrav. SIFI-institutterne har i det sidste år af det hårde recessionsscenarie en samlet overdækning på 3,9 pct, mens ikke-SIFI-institutterne holder en overdækning på 10,9 pct. i det hårde recessionsscenaries sidste år.

For både SIFI-institutterne og ikke-SIFI-institutterne er der en væsentlig spredning i overdækningen i stresstestens sidste år. For SIFI-institutterne er der 9 procentpoint imellem overdækningen for det institut med den højeste overdækning og instituttet med den laveste overdækning. For ikke-SIFI-institutterne er forskellen 12 procentpoint.

⁵⁵ Se Nykredits konsekvensberegninger af sammenlægningen i *Update on Spar Nord tender offer, annual result and funding plans*, Nykredit Investor Update, januar 2025 ([link](#)).

BOKS 2

Makroøkonomiske scenarier anvendt i stresstesten

Stresstesten tager udgangspunkt i tre scenarier for den makroøkonomiske udvikling i Danmark over perioden 2025-27.

Et grundforløb, der følger Nationalbankens seneste prognose.¹

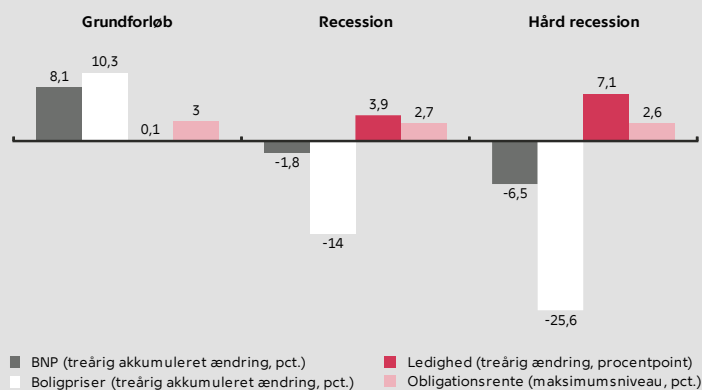
Et recessionsscenarie, der afspejler en situation med tilbagegang i international aktivitet, der også rammer indenlandsk dansk økonomi og eksport. Dansk og international økonomi rammes samtidig af vigende tillid hos forbrugere og virksomheder, hvilket resulterer i negative stød til det private forbrug, de private investeringer og boligpriser. I scenariet falder BNP med 1,8 pct., boligpriserne falder med 14,0 pct., og ledigheden stiger fra 2025 til 2027 med 3,9 procentpoint. Centralbankerne reagerer i begrænset omfang ved at sætte renten ned, så renterne falder med 0,25 procentpoint i forhold til markedsforventningen i marts.

Et hårdt recessionsscenarie, der afspejler en situation med hård global recession. Det indebærer et treårigt akkumuleret fald i BNP på 6,5 pct., et treårigt akkumuleret fald i boligpriserne på 25,6 pct. og en stigning i ledigheden fra 2025 til 2027 på 7,1 procentpoint. I lighed med recessionsscenariet er tilliden hos forbrugere og virksomheder vigende, hvilket resulterer i negative stød til det private forbrug, de private investeringer og huspriserne. Ydermere reduceres eksporten yderligere i forhold til recessionsscenariet og grundforløbet. Centralbankerne reagerer i begrænset omfang ved at sætte renten ned, så renterne falder med 0,5 procentpoint i forhold til markedsforventningen i marts.

¹ Se Danmarks Nationalbank, Udsigt til lavere lønstigninger og stabil inflation trods usikre tider, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 9, marts 2025 ([link](#)).

FIGUR

Makroøkonomiske scenarier
Danmark over perioden 2025-27



Anm.: Tallene er beregnet ud fra årsgennemsnit. Obligationsrenten angiver den gennemsnitlige obligationsrente (pct., p.a.). Se også bilag A2 for en detaljeret beskrivelse af stresstestens scenarier.

Kilde: MONA, Nationalbankens makroøkonomiske konjunkturmodel og egne beregninger.

Valget af stress-scenarier og de variable, der indgår i dem, afspejler de makroøkonomiske udsigter. Som det fremgår af boks 2, er der en betydelig forskel mellem grundforløbet, som er baseret på Nationalbankens seneste prognose fra marts 2024, og stress-scenarierne. Forskellen afspejler den markante usikkerhed, som dansk og international økonomi aktuelt står over for i de kommende år.⁵⁶

Parallelt med de risikobaserede kapitalkrav skal alle kreditinstitutter opfylde gearingskravet, der opstiller et minimumskrav til kernekapitalen på 3 pct. af de ikke-risikovægtede eksponeringer.⁵⁷ Alle institutter opfylder gearingskravet i begge recessionsscenarier.

I det hårde scenarie er det risikobaserede kapitalkrav det bindende krav for alle institutter. Gearingskravet er derimod ikke bindende i nogen af scenarierne.

Nedskrivningerne skal stige væsentligt, før institutterne bryder det kombinerede bufferkrav. En følsomhedsanalyse viser, at nedskrivningsprocenten over en treårig periode skal øges med yderligere ca. 3 procentpoint for banker og 0,75 procentpoint for realkreditinstitutter, før bufferkravet brydes. Det er omtrent på niveau med de højeste nedskrivninger, kreditinstitutterne historisk har oplevet over en treårig periode. Det er derfor afgørende, at institutterne fortsat sikrer en

⁵⁶ Institutterne skal sikre en tilstrækkelig kapitalisering, der gør dem i stand til at modstå et sådant scenarie, samtidig med at kommende lovkrav efterleves. I den forbindelse har Nationalbanken i stresstesten indregnet de forventede effekter af Europa-Kommissionens kapitalkravspakke. Derudover er de forventede effekter af en sektorspecifik systemisk buffer for ejendomsselskaber indregnet.

⁵⁷ Se evt. mere om gearingskravet i Danmarks Nationalbank, Banker skal forholde sig til nye krav i stresstest, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 10, maj 2019 ([link](#)).

robust kapitalplanlægning, som tager højde for usikkerheder relateret til den fremtidige makroøkonomiske udvikling og institutspecifikke forhold.

Kreditinstitutterne klarer stresstestens hårde recessionsscenarie med en overdækning på niveau med stresstesten fra 2. halvår 2024.⁵⁸ Det er på trods af, at scenariet er en smule hårdere end ved seneste stresstestkørsel, se boks 2.⁵⁹ Det forbedrede resultat skyldes bl.a., at kreditinstitutternes indtjening falder mindre, selvom nettorentindtægterne forsat reduceres i scenariet. De estimerede nedskrivninger i grundforløbet er desuden lavere, mens nedskrivningerne i det hårde recessionsscenarie er omtrent som ved stresstesten fra 2. halvår 2024.

Enkelte institutter kan blive udfordret i at overholde NEP-kravet

Ud over gearingskravet og det risikobaserede kapitalkrav skal institutterne opfylde et krav til nedskrivningsegne passiver, det risikobaserede NEP-krav. NEP-kravet har til formål at sikre, at institutterne kan restruktureres eller afvikles på en måde, der minimerer behovet for statslige midler og samtidig forebygger betydelige negative konsekvenser for den finansielle stabilitet.

I det hårde recessionsscenarie kan NEP-kravet udgøre en udfordring, hvis der opstår en længere periode med begrænset mulighed for at udstede nye gældsinstrumenter.⁶⁰ I det hårde recessionsscenarie vil de systemiske kreditinstitutter samlet set ikke have behov⁶¹ for at fremskaffe nye NEP-midler før i 2. kv. 2026, hvor der er et behov på 12 mia. kr. SIFI-institutterne har et estimeret samlet udstedelsesbehov i hele stressperioden på ca. 100 mia. kr.

Robusthedstjek af institutternes kapitalisering under en markant tilbagegang i den globale handel

Det er svært at forudsige, hvordan en materialisering af risiciene knyttet til de geopolitiske spændinger eller en eskalerende handelskonflikt vil påvirke den finansielle sektor. Som et supplerende robusthedstjek af kapitaliseringen i bankerne og realkreditinstitutterne ses derfor også på en ekstraordinær situation, som fx kan afspejle en markant tilbagegang i den globale handel i forhold til det hårde recessionsscenarie. Her falder BNP med yderligere knap 1 procentpoint i forhold til det hårde recessionsscenarie, og ledigheden stiger samtidig med yderligere knap 1 procentpoint. Beregningen viser, at de danske banker og realkreditinstitutter fortsat opfylder kapitalkravene i en sådan situation.

Stresstest af institutternes kapitalmålsætning viser, at enkelte systemiske institutter kan blive udfordret

En stresstest baseret på de systemiske institutters kapitalmålsætninger viser, at enkelte institutter ikke er i stand til at opretholde en overdækning i forhold til de samlede kapitalkrav i det hårde recessionsscenarie, hvis deres kapitalisering i udgangspunktet var på niveau med deres målsætning.⁶²

⁵⁸ Se Danmarks Nationalbank, Geopolitisk usikkerhed præger risikobilledet for den finansielle sektor, *Danmarks Nationalbank Analyse (Finansiell stabilitet – halvårlig vurdering og anbefalinger)*, nr. 18, november 2024 ([link](#)).

⁵⁹ Nationalbankens prognose fra marts 2025 viser en opjustering af vækstsønnet for dansk økonomi i forhold til prognosen fra september 2024. Ligeledes er husprisernes forventede vækst i udgangspunktet øget. Ledighedsniveauet er omtrent uændret.

⁶⁰ Institutterne antages ikke at kunne udstede nye gældsinstrumenter i en periode på 12 måneder fra 2. halvår 2025 til og med 1. halvår 2026.

⁶¹ Behovet måles her i forhold til det estimerede NEP-krav og kombinerede bufferkrav. Overholdelse af institutternes interne målsætninger for overdækning til NEP-kravet og det kombinerede bufferkrav forventes at resultere i et udstedelsesbehov på et tidligere tidspunkt.

⁶² Saxo Bank og Nordea Kredit er ikke inkluderet i beregningerne, da de ikke har offentliggjorte kapitalmålsætninger.

Kapitalmålsætningerne spiller en nøglerolle i at sikre, at institutterne er tilstrækkeligt kapitaliserede. Som udgangspunkt bør kapitalmålsætninger være tilstrækkeligt høje til, at institutterne kan modstå institutspecifikke stød og generelle makroøkonomiske stød uden at bryde med de kombinerede bufferkrav.⁶³ Finanstilsynet har i efteråret 2024 præciseret, at institutterne under hårdt stress kan anvende deres overdækning til kapitalmålsætningerne til at absorbere tab, hvis den kontracykliske kapitalbuffer er frigivet.⁶⁴

Nationalbankens stresstest af institutternes kapitalmålsætninger viser, at enkelte institutter vil have et mindre kapitalbehov i forhold til bufferkravene ved udgangen af 2027. Det indikerer, at enkelte institutter bør overveje at øge deres kapitalmålsætning.

⁶³ Stresstesten gennemføres under det hårdeste scenarie, hvor det eneste, som ændres, er kreditinstitutternes kapitaloverdækning ved stresstestens begyndelse. Hvis et kreditinstitut fx har offentliggjort en kapitalmålsætning på 16 pct., vil kreditinstitutets kapitalratio være 16 pct. ved stresstestens begyndelse. For systemiske institutter, der angiver et interval for deres kapitalmålsætning, anvendes midtpunktet af intervallet, mens der for institutter, der sætter et minimum, anvendes dette minimum. Alle andre input er de samme som i den ordinære stresstest. Det betyder, at det implicit antages, at størrelsen på balancen er uændret, men at passivsammensætningen er ændret. For at isolere effekten af ændrede kapitalratioer antages det, at den reducerede egenkapital modsvares af en tilsvarende stigning i et andet passiv.

⁶⁴ Se Finanstilsynets præcisering, *Kapitalmålsætninger i stress*, finanstilsynet.dk, december 2024 ([link](#)).

09

Klima: Den finansielle sektor må forberede sig på, at mere ekstremt vejr kan ramme deres kunder

Klimaforandringer påvirker samfundet allerede i dag og vil få yderligere konsekvenser i fremtiden. Det er derfor nødvendigt, at banker og realkreditinstitutter undersøger og vurderer de risici fra både klimaforandringer og den grønne omstilling, som er væsentlige for deres forretningsmodel. Langvarige perioder med høje elpriser er et eksempel på en omstillingsrisiko, som kan påvirke bankernes kunder. Blandt risici fra klimaforandringerne kan voldsommere stormflodshændelser bl.a. få betydning for pantværdien af boliger i risikoområder og boligejernes betalingsevne.

En grøn omstilling er nødvendig for at opretholde en robust dansk økonomi med både stabile priser og finansiell stabilitet. På globalt plan går den grønne omstilling for langsomt til at nå Parisaftalens mål. Ifølge Parisaftalen skal stigningen i den globale gennemsnitstemperatur frem mod 2100 holdes under 1,5-2 °C sammenlignet med den førindustrielle periode. Med nuværende og planlagt klimapolitik skønnes temperaturstigningen at blive 2,8 °C i 2100 ifølge seneste opgørelse fra FN.⁶⁵

Tiltagende usikkerhed om internationalt samarbejde og fremtidig samhandel udfordrer også virksomhedernes mulighed for at lægge langsigtede planer om fx at reducere deres udledninger. Også i Danmark er nogle grønne projekter forsinkede eller sat på pause. Flere danske og europæiske virksomheder inden for vedvarende energi og udvikling af grønne teknologier har tilmed været ramt af finansielle udfordringer. I nogle tilfælde er virksomhederne gået konkurs med tab som følge for bl.a. danske pensionsselskaber og banker.⁶⁶

Ubalancer på energimarkederne kan have store økonomiske og finansielle konsekvenser

Klimaforandringer og omstillingen til vedvarende energi kan betyde en tid med høje og svingende energipriser. Dertil kan geopolitiske spændinger føre til perioder med ubalancer på energimarkederne, som tidligere har haft stor indvirkning på den økonomiske og finansielle udvikling.⁶⁷ Tørke og svage vindforhold i 2021 reducerede fx den europæiske elproduktion fra vandkraft og vindmøller og medførte en periode med høje elpriser. Ved Ruslands invasion af Ukraine i begyndelsen af 2022 steg gas- og elpriserne yderligere til et meget højt niveau.

⁶⁵ Der er stor usikkerhed om stigningen i den globale gennemsnitstemperatur. Ifølge FN forventes gennemsnitstemperaturen med 66 pct. sandsynlighed at være i intervallet 1,9-3,6 °C i 2100. Se FN's miljøprogram, *Emissions Gap Report 2024: No more hot air ... please*, oktober 2024 ([link](#)).

⁶⁶ For eksempel gik den svenske batteriproducent Northvolt konkurs i marts 2025. I Danmark er bl.a. solcellevirksomheden Better Energy, brændselscelleproducenten Blue World Technologies og brintvirksomheden Green Hydrogen Solutions taget under rekonstruktionsbehandling tidligere i år.

⁶⁷ Se Niels Framroze Møller og Martin Oksbjerg, De væsentligste finansielle risici fra klimaforandringer og grøn omstilling, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 6, april 2024 ([link](#)), og Victoria Havsteen Branner og Marcus Mølback Ingholt, Danmark risikerer en periode med større udsving i energipriser, som vil påvirke inflation og pengepolitik, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 15, november 2023 ([link](#)).

Prisstigningerne påvirkede særligt en række erhvervskunder i banker og realkreditinstitutter, se boks 3. Banker og realkreditinstitutter bør derfor inddrage risikoen for perioder med høje energipriser i deres kreditvurdering af kunder med stort energiforbrug.

BOKS 3

Energiintensive virksomheder lånte mindre, da energipriserne steg til meget høje niveauer ved Ruslands invasion af Ukraine

I kølvandet på Ruslands invasion af Ukraine i 2022 steg priserne på især gas og elektricitet voldsomt på det europæiske marked, se figur A. Prisen på naturgas er ofte afgørende for udviklingen i elprisen, da den marginale produktion af el på det europæiske elmarked typisk er baseret på afbrænding af naturgas.

Et nyligt working paper har undersøgt, hvordan stigningen i energipriserne i kølvandet på invasionen påvirkede kreditinstitutternes udlån til de virksomheder, der i nogen eller høj grad anvender energi i deres produktion, såkaldte energiintensive virksomheder.¹ I analysen, der dækker perioden 2019-23, kobles kvartalsdata for danske fremstillingsvirksomheders energiforbrug med data for virksomhedernes lån hos danske kreditinstitutter.

Analysen viser på den ene side, at væksten i udlånet til energiintensive virksomheder faldt i forhold til sammenlignelige ikke-energiintensive virksomheder, da energipriserne steg, se figur B. Faldet afspejler i høj grad en lavere udnyttelse af eksisterende kreditfaciliteter fra disse virksomheders side. Det gjaldt især virksomheder, som institutterne i daværende periode klassificerede som mindre risikable. På den anden side viser analysen ikke nogen nævneværdig effekt af energiprisstigningen på nyudlånet til de energiintensive virksomheder. Institutterne hævede dog renten på nye lån til de energiintensive virksomheder, som de klassificerede som relativt risikable. Forfatterne fortolker derfor den manglende reaktion i nyudlånet som et resultat af en stramning af udbuddet af nye lån, der blev udlignet af en stigning i efterspørgslen efter nye lån.

FIGUR A

El- og gaspriser steg meget i forbindelse med Ruslands invasion af Ukraine i 2022

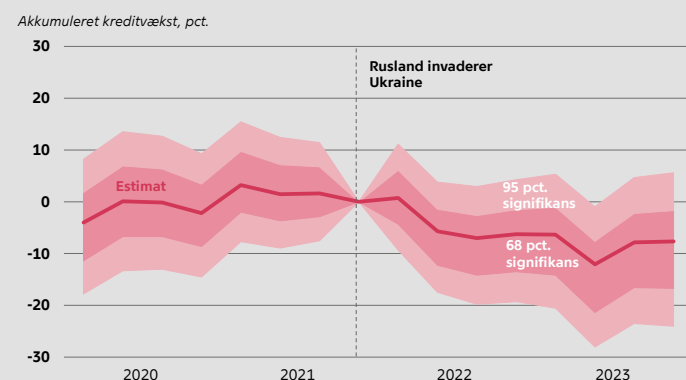


Anm.: Udviklingen i gas- og elpriser i Danmark i 2022. Elspotprisen er målt som et 14-dages glidende gennemsnit af spotpriserne for markederne Østdanmark og Vestdanmark. Gasprisen viser prisen på TTF-naturgas. Priserne er baseret på månedlige spotkontrakter.

Kilde: Macrobond og egne beregninger.

FIGUR B

Udlån til energiintensive erhvervskunder i fremstillingssektoren faldt sammenlignet med udviklingen for lignende ikke-energiintensive kunder



Anm.: Den mørkerøde streg viser forskel i kreditvækst i energiintensive fremstillingsvirksomheder i forhold til øvrige sammenlignelige fremstillingsvirksomheder. Forskellen i kreditvækst er estimeret i en kvantitativ model. Usikkerhedsbåndene omkring estimatet afspejler henholdsvis 68- og 95-pct.-signifikansniveau. 95-pct.-signifikansniveauet viser fx, at forskellen i kreditvækst med 95 pct. sandsynlighed er en værdi inden for det angivne bånd. Figuren viser perioden omkring Ruslands invasion af Ukraine (lodret stiplede streg).

Kilde: Niels Framroze Møller og Johannes Pöschl (2025), The effects of a large energy price shock on firm credit, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 209, marts 2025 ([link](#)).

¹ Se Niels Framroze Møller og Johannes Pöschl, The effects of a large energy price shock on firm credit, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 209, marts 2025 ([link](#)).

Aktuelt er forsikringsdækningen høj ved stormflod i Danmark, men det er nødvendigt at forberede sig på, at klimaforandringerne forværres

I takt med at temperaturen stiger og isen ved polerne og gletsjere smelter, vil vandstanden i havene stige. I Danmark vil en højere vandstand føre til hyppigere stormfloder, som medfører skader på bl.a. bygninger og infrastruktur.

Aktuelt forventer DMI, at hændelser med stormfloder, som i dag i gennemsnit forventes at ramme ca. én gang hvert 20. år, vil ske ca. hvert andet år ved udgangen af dette århundrede, se figur 44 (scenarie med *mellemhøje udledninger*).⁶⁸ DMI forventer også, at skybrud og indenlandske oversvømmelser vil forekomme oftere.

I Danmark har husholdninger og virksomheder god forsikringsdækning ved naturkatastrofer i en europæisk kontekst.⁶⁹ Naturskaderådet administrerer lovgivningen om forsikring mod stormflod, oversvømmelse fra vandløb og søer, tørke og stormfald. Disse ordninger finansieres af gebyrer på brandforsikring, som er obligatorisk for alle ejendomme, der udgør pant bag långivning fra banker og realkreditinstitutter. Derudover kan husholdninger og virksomheder tegne privat forsikring mod yderligere naturskader som følge af fx skybrud.

Stormfloder og kystnære oversvømmelser udgør forsikringsmæssigt en stor risiko i Danmark, men den danske stormflodsordning administreret af Naturskaderådet understøtter en høj dækning ved alvorlige hændelser, se figur 45.

Stormflodsordningen dækker skader i forbindelse med 20-års-hændelser eller værre. I takt med at 20-års-hændelser bliver mere alvorlige, vil den nuværende ordning dog dække en stadig mindre del af de stormfloder, som rammer danske kyster. Der er en aktuel debat om indretningen af ordningen i lyset af stigende vandstand.⁷⁰ De Økonomiske Råd har foreslået en revision af stormflodsordningen med en langvarig indfasning af mere risikobaserede præmier. Deres formål er at understøtte klimasikring af den fremtidige bygningsmasse og infrastruktur.

⁶⁸ Stormfloder af samme omfang, som vi ser i dag, vil blive mere hyppige, fordi vandstanden i scenariet med mellemhøje udledninger af drivhusgasser forventes at være steget med ca. 40 cm i 2071-2100 (usikkerhedsbånd fra ca. 20-75 cm).

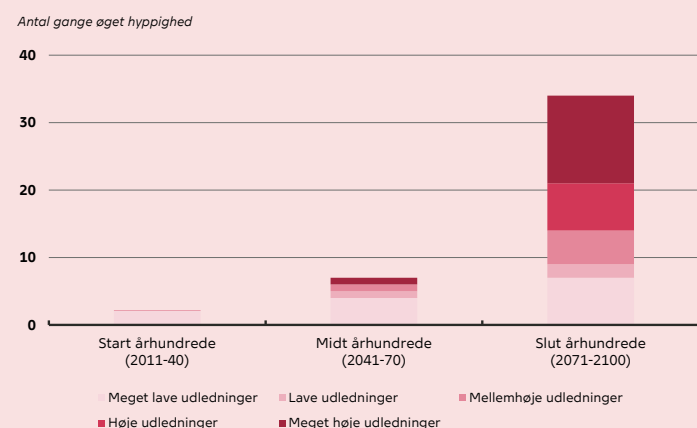
⁶⁹ Se dashboard om manglende forsikringsbeskyttelse for naturkatastrofer udviklet af Den Europæiske Tilsynsmyndighed for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordninger ([link](#)).

⁷⁰ De Økonomiske Råd har i 2023 foreslået en revideret stormflodsordning, der fokuserer på at indføre risikobaserede præmier og en langsom indfasning for eksisterende byggeri ([link](#)). Formålet er at reducere forvridninger i incitamenterne til bosætning i risikoområder. ECB og EIOPA foreslog i december 2024 at forbedre forsikringsdækning ved naturkatastrofer gennem offentlig-privat genforsikringsordning og en EU-fond for offentlig katastrofefinansiering ([link](#)).

FIGUR 44

Hændelser med stormfloder, som beskadiger bygninger og infrastruktur, vil i fremtiden ske meget hyppigere

Øget hyppighed for en nuværende 20-års stormflodshændelse



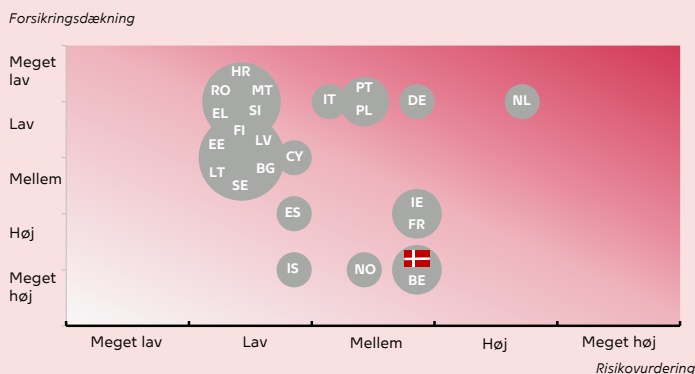
Anm.: Øget hyppighed for en nuværende 20-års stormflodshændelse i fem forskellige scenarier for de fremtidige globale udledninger af drivhusgasser. Hyppigheden stiger, i takt med at især havvandsstigninger tager til i løbet af det 21. århundrede. De fem scenarier er udviklet til den sjette hovedrapport ([link](#)) fra FN's klimapanel (IPCC). Den aktuelle globale klimapolitik vurderes overordnet set at følge scenariet med mellemhøje udledninger af drivhusgasser, mens scenarierne med henholdsvis meget lave og høje udledninger er nødvendige for at nå målene nævnt i Parisaftalen om at holde den globale temperaturstigning nede på mellem 1,5 og 2,0 °C i 2100.

Kilde: DMI's klimaatlas og egne beregninger.

FIGUR 45

Danmark har i et europæisk perspektiv en god forsikringsdækning i forhold til kystnære oversvømmelser

Risikoen for kystnære oversvømmelser og forsikringsdækning i en række europæiske lande



Anm.: Data fra Den Europæiske Tilsynsmyndighed for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordninger (EIOPA) dashboard om manglende forsikringsdækning viser en samlet vurdering af risikoen for kystnære oversvømmelser og andelen af eksponeringer, som er dækket af forsikring mod den type af hændelser. Data for 30 europæiske lande i 2024.

Kilde: Den Europæiske Tilsynsmyndighed for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordninger, Insurance protection gap dashboard ([link](#)).

Banker og realkreditinstitutter skal tage højde for stigende hyppighed af stormflod, når de yder langfristet finansiering af ejendomme

Banker og realkreditinstitutter finansierer fast ejendom med op til 30-årige lån, og det er derfor vigtigt, at deres kreditvurdering og risikostyring tager højde for stigende risici for naturkatastrofer og konsekvenserne for værdien af pantsatte aktiver.

Hyppigere oversvømmelser som følge af stormfloder kan inden for de næste årtier reducere værdien af nogle ejendomme, som i dag udgør en sikkerhed mod tab for banker og realkreditinstitutter.⁷¹ Det kan ske som følge af hyppige skader fra stormfloder, der ikke længere er dækket af stormflodsordningen. Værdisætningen af ejendomme kan også påvirkes af udfordringer ved udbedring af skader på ejendomme, som i dag ikke er i risiko ved 20-års-hændelser eller værre, men som kan komme det inden for de næste årtier – også selvom skadeomkostningerne dækkes af stormflodsordningen.

⁷¹ Se Mirone og Poeschl, Flood risk discounts in the Danish housing market, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 7, oktober 2021 ([link](#)). Memoet viser, at boliger, som i dag er i risiko for oversvømmelse, sælges til en værdisætning, som er ca. 6 pct. lavere end boliger, der ikke er i risiko for oversvømmelser.

10

Bilag A1:

Datagrundlag i analysen

Datagrundlag i analysen

I analysen anvendes betegnelsen *kreditinstitutter*, når emnet omfatter både penge- og realkreditinstituttene af forretningen. Betegnelsen *bank* benyttes, når der specifikt tales om pengeinstituttet. Institutterne fremgår af tabel A1.

Analysen af danske kreditinstitutters indtjening, likviditet og kapitalgrundlag omfatter 9 systemiske kreditinstitutter, som er udpeget af Finanstilsynet i 2024. Analysen inkluderer også de ikke-systemiske banker. Denne gruppe udgøres af institutterne i gruppe 2 i Finanstilsynets størrelsesgruppering for 2024 med undtagelse af Danmarks Skibskredit, som er udeladt på grund af sin forretningsmodel. Gruppeinddelingen er gældende bagud i tid.

I analyse og vurdering af udlånsaktivitet fokuseres på grupperingen af store og mellemstore banker fra Nationalbankens udlånsundersøgelse. Store banker udgøres af Finanstilsynets gruppe 1 og Nordea Danmark, mens mellemstore banker udgøres af Finanstilsynets gruppe 2 og Santander Consumer Bank.

TABEL A1

**Institutter i analysen med angivelse af balancesum
pr. 31. december 2024, mio. kr.**

Systemiske kreditinstitutter	Beløb
Danske Bank (inkl. Danica)	3.716.042
Nykredit Realkredit	1.773.042
Jyske Bank	750.200
Nordea Kredit	436.886
DLR Kredit	206.552
Sydbank	193.669
Spær Nord	143.785
Arbejdernes Landsbank	126.976
Saxo Bank	94.571
Systemiske kreditinstitutter i alt	7.435.723

Fortsættes ...

... fortsat

Systemiske banker

Danske Bank	2.209.855
Jyske Bank	383.928
Nykredit Bank	243.616
Sydbank	193.669
Spar Nord	143.785
Arbejdernes Landsbank	126.976
Saxo Bank	93.263
Systemiske banker i alt	3.151.720

Ikke-systemiske banker

Ringkjøbing Landbobank	78.633
Sparekassen Danmark	76.471
Sparekassen Kronjylland	45.044
Lån & Spar Bank	36.384
Sparekassen Sjælland-Fyn A/S	32.386
Middelfart Sparekasse	21.914
Ikke-systemiske banker i alt	290.832

Realkreditinstitutter

Nykredit Realkredit	1.686.042
Realkredit Danmark	826.945
Nordea Kredit	436.886
Jyske Realkredit	399.976
DLR Kredit	206.552
Realkreditinstitutter i alt	3.556.401

Anm.: Balancesum for de systemiske kreditinstitutter er angivet på koncernniveau. Således er kreditinstitutterne opgjort inklusive aktiver hos deres datterselskaber i form af fx realkreditinstitutter. Balancesummen for systemiske banker, ikke-systemiske banker og realkreditinstitutter er angivet på institutniveau. Undtagelsesvist er Arbejdernes Landsbank medtaget på koncernniveau for at afspejle konsolideringen med Vestjysk Bank. Aktiverne i institutregnskabet for Nykredit Realkredit afspejler også Nykreditkoncernens funding af datterselskabet Totalkredit.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

11

Bilag A2:

Stresstestens scenarier

TABEL A2

Udvalgte nøgletal i Nationalbankens stresstest

	Grundforløb	Recession	Hård recession
2025			
BNP, pct. år-år	3,6	1,8	0,1
Privatforbrug, pct. år-år	1,4	0,3	-0,6
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år	2,8	0,1	-2,5
Boligpriser, pct. år-år	3,5	-1,1	-3,5
Bruttoledighed, pct. af arbejdsstyrke	2,6	2,8	2,9
Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a.	2,7	2,6	2,6
2026			
BNP, pct. år-år	2,3	-4,0	-9,3
Privatforbrug, pct. år-år	1,8	-2,3	-6,0
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år	3,1	-4,6	-10,3
Boligpriser, pct. år-år	3,2	-12,7	-20,6
Bruttoledighed, pct. af arbejdsstyrke	2,7	4,4	6,6
Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a.	2,9	2,6	2,4
2027			
BNP, pct. år-år	2,0	0,4	3,0
Privatforbrug, pct. år-år	2,2	-0,1	-1,2
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år	3,1	1,1	2,4
Boligpriser, pct. år-år	3,2	-0,4	-2,9
Bruttoledighed, pct. af arbejdsstyrke	2,7	6,6	10,0
Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a.	3,0	2,7	2,5
Akkumuleret ændring			
BNP, treårig akkumuleret ændring, pct.	8,1	-1,8	-6,5
Boligpriser, treårig akkumuleret ændring, pct.	10,3	-14	-25,6

Anm.: Årsgennemsnit. *Boligpriser* angiver kontantpris på enfamilieshuse. Grundforløbet følger Nationalbankens prognose frem til 2026, mens udviklingen i 2027 er en teknisk fremskrivning. Afrunding kan medføre, at den angivne akkumulerede vækst ikke nødvendigvis svarer til den akkumulerede vækst, der kan beregnes ud fra tabellens tal.

Må vi sende dig *nyheder* fra Nationalbanken?

Få besked om vores nyeste udgivelser
direkte i din indbakke.

Læs mere om vores nyhedsservice
og tilmeld dig på nationalbanken.dk/da/nyhedsservice,
eller scan QR-koden.



Du kan også få vores nyheder som RSS-feeds.
Læs mere på nationalbanken.dk/da/rss-feeds.

Publikationer



NYT

Nyt er en appetitvækker, der giver et hurtigt indblik i en af Nationalbankens længere publikationer. Nyt er for dig, der har brug for et let overblik og godt kan lide en tydelig vinkling.



STATISTIKNYHED

Statistiknyheder sætter fokus på de nyeste tal og tendenser i Nationalbankens statistikker. Statistiknyheder henvender sig til dig, der vil have hurtig indsigt i aktuelle finansielle data.



RAPPORT

Rapporter er en tilbagevendende beretning om Nationalbankens arbejdsområder og virksomhed. Her finder du bl.a. Nationalbankens årsrapport. Rapporter er for dig, der har brug for en status og opdatering på den forgangne periode.



ANALYSE

Analyser fokuserer på aktuelle emner, som er særligt relevante for Nationalbankens formål. Analyser kan også indeholde Nationalbankens anbefalinger. Her finder du bl.a. vores prognose for dansk økonomi og vores vurdering af den finansielle stabilitet. Analyser henvender sig til dig, der har en bred interesse for økonomiske og finansielle forhold.



ECONOMIC MEMO

Economic Memo giver indblik i det analysearbejde, som Nationalbankens ansatte er i gang med. Economic Memo indeholder fx baggrundsanalyser og metodebeskrivelser. Economic Memo henvender sig primært til dig, der i forvejen har kendskab til økonomiske og finansielle analyser.



WORKING PAPER

Working Paper præsenterer forskningsarbejde fra både ansatte i Nationalbanken og vores samarbejdspartnere. Working Paper henvender sig primært til dig, som er fagperson, og til dig med interesse for forskning inden for centralbankvirksomhed samt økonomi og finans i bredere forstand.

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
+45 3363 6363

Redaktionen er afsluttet 26. maj 2025



**DANMARKS
NATIONALBANK**