

Forny et global usikkerhed og neutral pengepolitik

Krigen i Mellemøsten har medført markedsudsving og øget markedsbaserede inflationsforventninger. Markedsdeltagerne forventer højere pengepolitiske renter i USA og euroområdet over de kommende år end i september 2025 (seneste *Monetære og finansielle tendenser*). Kronen er gradvist blevet svækket over for euroen. Nationalbanken havde ved udgangen af februar 2026 ikke intervenseret siden december 2022. Det pengepolitiske rentespænd til euroområdet er fortsat -40 basispoint, og Nationalbanken vurderer, at pengepolitikken og de finansielle forhold aktuelt er omtrent neutrale for dansk økonomi.

Kontakt

Teis Hald Jensen
Kommunikations- og presserådgiver
tehj@nationalbanken.dk
+45 33636066

37 sider



Usikkerhed præger de globale finansielle markeder

Krigen i Mellemøsten har medført udsving på de globale finansielle markeder. Både den amerikanske og europæiske centralbank holdt renterne uændrede på deres seneste møder, men betonedede usikkerhed om fremtidig vækst og inflation. Højere energipriser har øget korte markedsbaserede inflationsforventninger, og investorerne forventer nu højere pengepolitiske renter end i september 2025. Risikopræmier på bl.a. aktier er fortsat lave i et historisk perspektiv.



Kronen er gradvist svækket over for euroen, men er tæt på centralkursen

Kronen er gradvist blevet svækket over for euroen siden september 2025. Det følger en længerevarende tendens, siden det pengepolitiske rentespænd til euroområdet blev sat ned til -40 basispoint i februar 2023. Den seneste kronevækkelse skal bl.a. ses i lyset af lavere kroneefterspørgsel fra danske forsikrings- og pensionsselskaber. Nationalbanken havde ved udgangen af februar 2026 ikke intervenseret i valutamarkedet siden december 2022. Den geopolitiske usikkerhed vurderes ikke at have påvirket kronens kurs over for euroen.

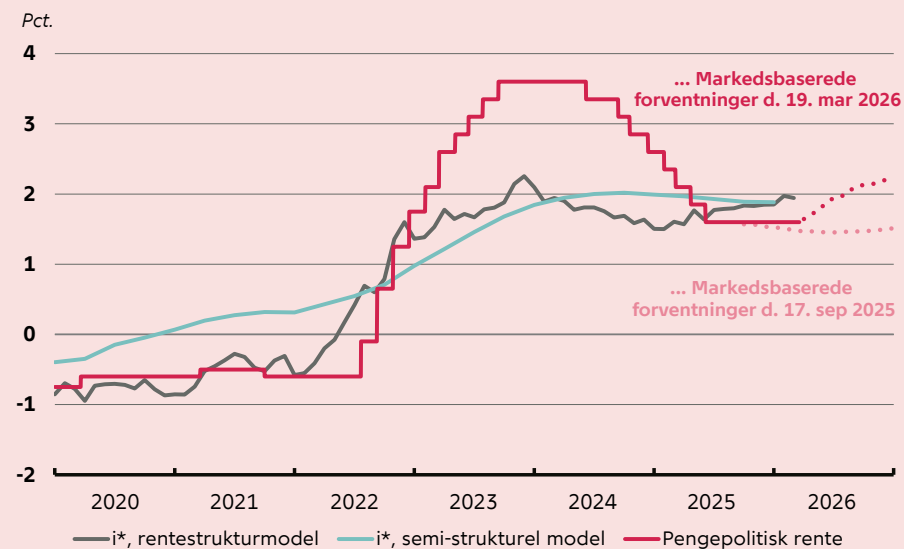


Pengepolitikken vurderes aktuelt at være neutral for dansk økonomi

De pengepolitiske renter er tæt på estimer for det neutrale renteniveau. Efter krigen i Mellemøsten er markedsrenterne steget, hvilket har øget prisen på ny finansiering for husholdninger og virksomheder. Samlet har der dog ikke været en væsentlig stramning af de danske finansielle forhold. Nationalbanken vurderer derfor fortsat, at pengepolitikken og de finansielle forhold er omtrent neutrale for dansk økonomi. Øgede geopolitiske spændinger kan dog føre til en stramning i de finansielle forhold.

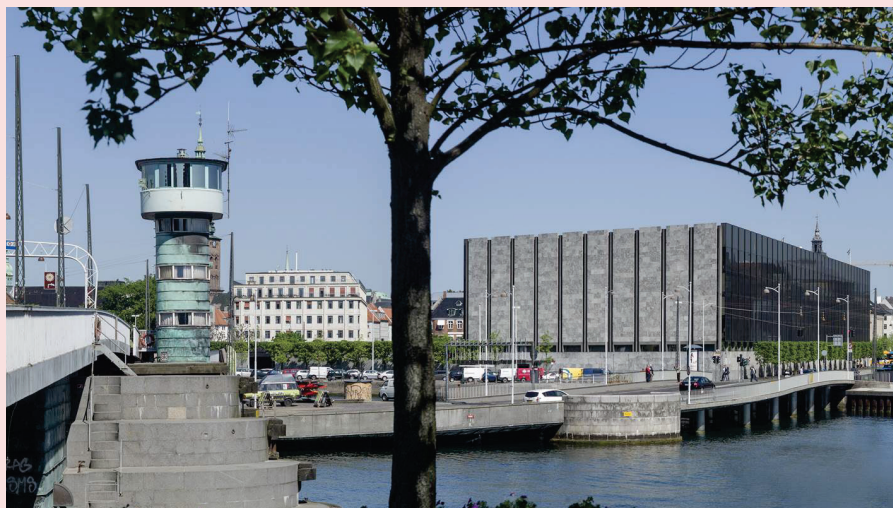
Hovedfigur

Den pengepolitiske rente er fastholdt tæt på det estimerede neutrale niveau



Anm.: Figuren viser Nationalbankens foliorente (rød) samt markedsdeltagernes forventninger til €STR fratrukket det aktuelle pengepolitiske rentespænd mellem euroområdet og Danmark (stiplet). Estimerne for den neutrale pengepolitiske rente (i^*) er baseret på to forskellige modeller, som er beskrevet i bilaget i S.T. Hetland, M.M. Ingholt, R.B. Larsen og M. Spange, Realrenter i lyset af inflation og højere offentlig gæld, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 2, februar 2023. Estimerne er behæftet med betydelig usikkerhed. Seneste datapunkt er februar 2025 for rentestrukturmodellen, 4. kvartal 2025 for den semi-strukturelle model og 19. marts 2026 for pengepolitisk rente.

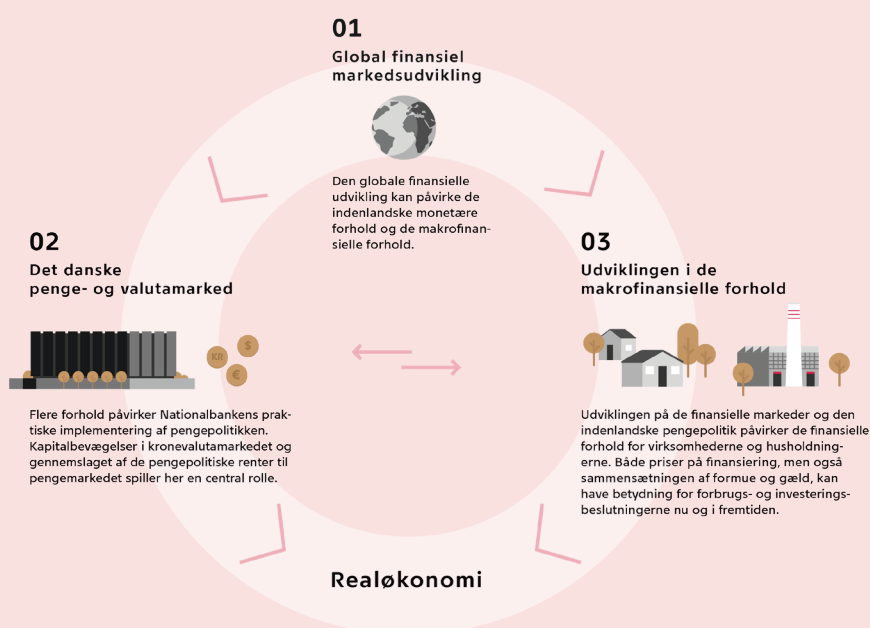
Kilde: LSEG Workspace, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.



Hvorfor er det vigtigt?

Den danske fastkurspolitik indebærer, at pengepolitikken indrettes efter at sikre en stabil kronekurs over for euroen. Fastkurspolitikken betyder, at Nationalbanken som udgangspunkt følger ECB's rentebeslutninger. ECB fastsætter derfor det overordnede danske renteniveau, mens Nationalbanken sætter det pengepolitiske rentespænd til euroområdet af hensyn til kronen. Derfor er euroområdets pengepolitik vigtig for den finansielle og økonomiske udvikling i Danmark. Det er den globale finansielle udvikling også, da Danmark er en lille åben økonomi og tæt integreret i det internationale finansielle system. Begge dele analyseres i kapitel 1. Den globale finansielle udvikling kan også påvirke efterspørgslen på kroner og dermed Nationalbankens udførelse af fastkurspolitikken. Det er et af elementerne i analysens andet kapitel. Et vigtigt element i analysens tredje kapitel er vurderingen af, hvordan fastkurspolitikken i samspil med den globale finansielle udvikling påvirker de makrofinansielle forhold i Danmark. De er vigtige for Nationalbankens vurdering af den aktuelle og forventede udvikling i dansk økonomi.

Analysen udgives to gange om året.



Emner

Monetære og finansielle tendenser

Bank- og realkredit

Centralbanker

Fastkurspolitik

Finansielle markeder

Husholdninger og erhvervsvirksomheder

Pengepolitik

Valutamarkedet

01

Global finansiell markedsudvikling

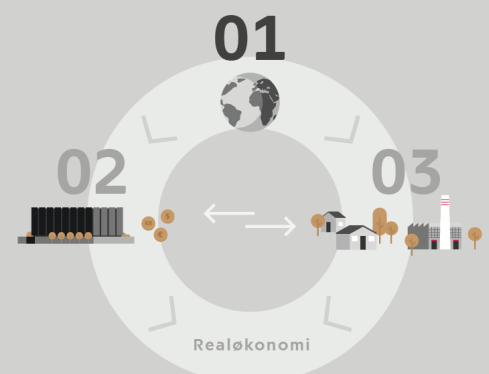
Handels- og geopolitisk usikkerhed har domineret de globale finansielle markeder siden seneste *Monetære og finansielle tendenser* i september 2025. Selvom verdensøkonomien hidtil har vist sig robust over for højere toldsatser, har krigen i Mellemøsten øget usikkerheden om fremtidig vækst og inflation, hvilket har affødt udsving på de finansielle markeder.

I euroområdet har inflationen længe været tæt på 2 pct.-målsætningen, og Den Europæiske Centralbank, ECB, har derfor fastholdt renterne siden juni 2025. Amerikansk inflation ligger fortsat over 2 pct., mens det amerikanske arbejdsmarked har vist visse svaghedstegn over det seneste halve år. Den amerikanske centralbank, Federal Reserve, Fed, har derfor sat renten ned med 0,75 procentpoint siden september 2025. Krigen i Mellemøsten har ført til stigende og svingende energipriser, som har øget markedsbaserede inflationsforventninger over de kommende år i USA og særligt i euroområdet. Derfor forventer markedsdeltagerne også højere pengepolitiske renter end i september 2025. Forventninger om højere pengepolitiske renter og usikkerhed om renteutviklingen har øget de længere statsrenter, især i euroområdet.

Aktiekurserne i USA og euroområdet er faldet efter krigen i Mellemøsten, men er fortsat lidt højere end i september 2025. Risikopræmierne på aktier er fortsat lave i et historisk perspektiv i både USA og euroområdet. Kurserne på de såkaldte Magnificent-7 er faldet med over 10 pct., siden de toppede i oktober 2025 efter flere års store stigninger. Udviklingen i Magnificent-7-aktiekurser har dog haft begrænset afsmittende effekt på de europæiske og danske aktiemarkeder.

Kapitel 01 og sammenhængen med resten af analysen

Dette kapitel (01) giver en status på den globale finansielle markedsudvikling og pengepolitikken i euroområdet og USA. Den danske fastkurspolitik (02) betyder, at Nationalbanken holder kronens kurs stabil over for euroen med henblik på at opnå samme lave og stabile inflation, som ECB styrer efter. Fastkurspolitikken samt det faktum, at Danmark er en lille åben økonomi, betyder, at ECB's pengepolitik og den globale finansielle udvikling (01) er vigtig for de danske husholdningers og virksomheders finansielle og økonomiske forhold.



Høj global usikkerhed præger de finansielle markeder

Makroøkonomisk usikkerhed som følge af handels- og geopolitiske spændinger har domineret de globale finansielle markeder siden *Monetære og finansielle tendenser* i september 2025. Indeks for handels- og særligt geopolitisk usikkerhed ligger fortsat væsentligt over deres historiske gennemsnit, jf. figur 1. Selvom verdensøkonomien indtil videre har vist sig robust over for øgede todsatser, er vækst- og inflationsudsigterne fortsat forbundet med betydelig usikkerhed. Det skyldes særligt krigen i Mellemøsten, som især har påvirket transport af energi igennem Hormuzstrædet. Det har medført store udsving og stigninger i olie- og gaspriser.¹ Krigen i Mellemøsten har også haft afsmittende effekt på andre råvaremarkeder samt ført til udsving på de finansielle markeder. Fx er den implicite volatilitet på det amerikanske aktiemarked (målt ved VIX - indekset) steget siden krigens start, jf. figur 1. Den implicite volatilitet på aktiemarkederne i euroområdet er steget mere, hvilket kan afspejle, at euroområdet er nettoimportør af energi. Ud over krigen i Mellemøsten er der fortsat handelspolitisk usikkerhed, selvom den amerikanske højesteret i slutningen af februar afgjorde, at den amerikanske præsident ikke egenhændigt kan indføre todsatser af ubegrænset varighed.

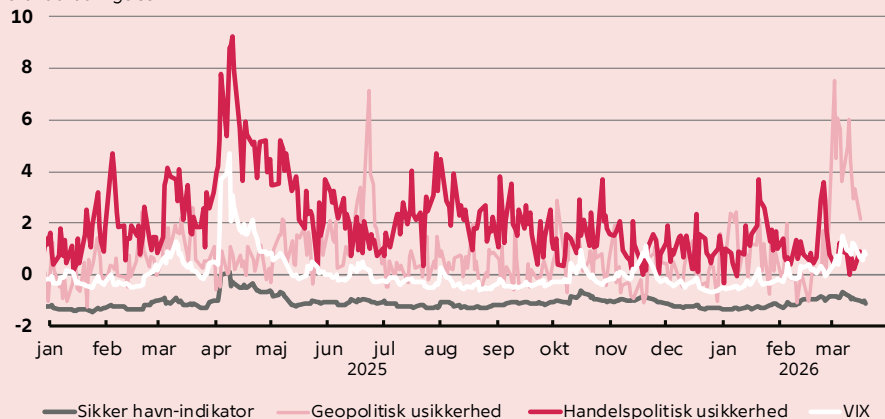
Trods den betydelige globale usikkerhed ligger mål for markedsvolatilitet lavere end under tidligere perioder med geopolitisk uro, fx i kølvandet på præsident Trumps toldudmeldinger i april 2025. Der er heller ikke en klar tendens til, at investorerne søger mod klassiske sikre havne, jf. figur 1.

¹ Omkring 20 pct. af den globale olieproduktion passerer normalt gennem Hormuzstrædet. Samtidig er Qatar en vigtig eksportør af flydende naturgas, Liquefied natural gas, LNG. Se Danmarks Nationalbank, Robust dansk økonomi i et usikkert globalt landskab, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 5, marts 2026.

FIGUR 1

Høj geopolitisk usikkerhed har ledt til øgede markedsudsving men ikke systematiske bevægelser mod "sikre havne"

Standardafvigelse



Anm.: Alle fem serier er fratrasket deres respektive middelværdi og divideret med standardafvigelsen siden 2016. Positive værdier indikerer derfor et niveau over det historiske gennemsnit og omvendt. Enheden er standardafvigelse. VIX er implicit volatilitet på det amerikanske aktiemarked. "Handelspolitisk usikkerhed" er fra Caldara mfl., The economic effects of trade policy uncertainty, *Journal of Monetary Economics*, vol. 109, side 38-59, 2020. "Geopolitisk usikkerhed" følger Caldara mfl., Measuring geopolitical risk, *American Economic Review*, vol. 112(4), side 1194-1225, 2022. Safe haven-indikatoren følger Grothe mfl., Recent patterns in global risk behaviour in financial markets, *VoxEU Column*, 12. august 2025. Seneste observation for VIX og safe haven-indikatoren er 19. marts 2026, mens geopolitisk- og handelspolitisk usikkerhed er opdateret den 16. marts 2026.

Kilde: Bloomberg, Caldara mfl., 2020 og 2022, og egne beregninger.

ECB og Fed holdt renterne uændrede i marts, men fremhævede opadrettede risici til inflationen

Inflationen i euroområdet var 1,9 pct. i februar 2026 og er dermed tæt på den europæiske centralbanks, ECB's, målsætning på 2,0 pct. Ifølge grundforløbet i ECB's marts-prognose vil inflationen i euroområdet stige til 2,6 pct. i 2026 og falde til tæt på målsætningen i 2027 og 2028. ECB's styrelsesråd valgte derfor i marts at fastholde de pengepolitiske renter, som er uændrede siden juni 2025. ECB lagde dog vægt på, at krigen i Mellemøsten medfører betydelige opadrettede risici for inflationen og væsentlige nedadrettede risici for væksten. Samtidig understregede ECB, at de har et godt udgangspunkt til at imødegå de økonomiske konsekvenser af krigen i Mellemøsten, og at pengepolitikken p.t. er omtrent neutral.

I USA var inflationen 2,4 pct. i februar 2026 og dermed fortsat højere end den amerikanske centralbanks, Fed's, målsætning på 2 pct. Fed's prognose fra marts indikerer, at inflationen gradvist vil nærme sig 2 pct. i 2027 og 2028. Fed har samtidig opjusteret vækstudsigterne for 2026 og 2027 betydeligt siden september 2025. Det amerikanske arbejdsmarked har dog vist svaghedstegn det seneste halve år, og Fed balancerer derfor mellem at sikre lav inflation og maksimal beskæftigelse. Fed har sat renten ned med 0,75 procentpoint siden september 2025, men holdt renterne uændrede i marts 2026. Fed fremhævede, at krigen i Mellemøsten øger usikkerheden om de økonomiske udsigter, og at

der er risiko for både lavere beskæftigelse og højere inflation. Fed vurderer, at pengepolitikken nu er et sted mellem moderat restriktiv og neutral.

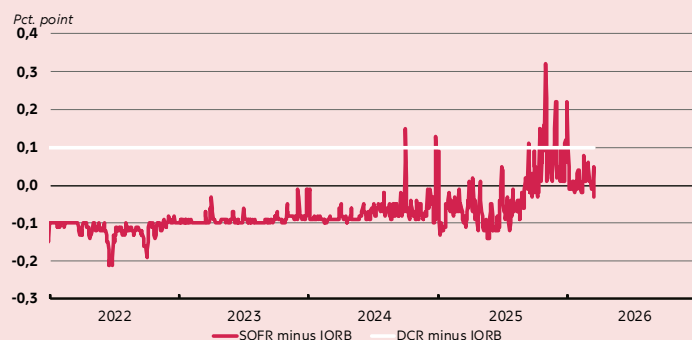
Fed igangsatte et nyt opkøbsprogram i december 2025 for at sikre tilstrækkelig centralbanklikviditet og begrænse udsving i pengemarkedsrenter

I efteråret 2025 steg volatiliteten i det amerikanske pengemarked, så den toneangivende dag til dag-pengemarkedsrente (SOFR-renten) periodevis lå over renten på udlånsfaciliteten hos Fed, jf. figur 2. Volatiliteten i det amerikanske pengemarked er ikke relateret til den generelle geopolitiske usikkerhed, men skyldes primært faldende overskudslikviditet i banksystemet. Overskudslikviditeten er faldet, i takt med at Fed har reduceret sin balance for at afvikle sin beholdning af obligationer fra tidligere opkøbsprogrammer. Fed implementerer sin pengepolitik ved at udbyde tilstrækkelige centralbankreserver til, at de korte pengemarkedsrenter ligger tæt på men over deres indlånsrente. Samtidig har flere Fed-guvernører understreget vigtigheden af, at bankerne er villige til at benytte Fed's udlånsfacilitet i deres likviditetsstyring.

For at sikre tilstrækkelig likviditet i banksystemet fremover afsluttede Fed i december 2025 den balancereduktion, som havde været i gang siden midten af 2022. I stedet iværksatte Fed et nyt opkøbsprogram primært rettet mod korte statsobligationer, jf. boks 1. Når centralbanker opkøber obligationer, øges mængden af centralbanklikviditet i banksystemet (der er et passiv for centralbanken) mekanisk. Formålet med det nye opkøbsprogram er alene at sikre tilstrækkelig centralbanklikviditet i banksystemet for at reducere udsving i pengemarkedsrenterne og derved understøtte en effektiv pengepolitisk transmission. Derved adskiller det sig fra tidligere opkøbsprogrammer, hvor formålet har været at reducere de lange obligationsrenter via lavere løbetidspræmier og derved lempe de finansielle betingelser.

FIGUR 2

Volatiliteten i det amerikanske pengemarked steg i slutningen af 2025

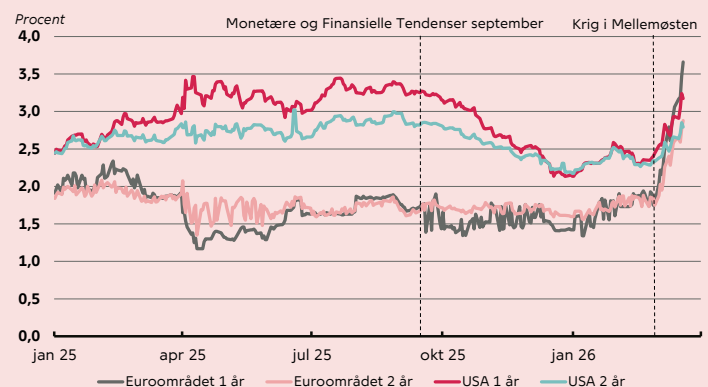


Anm.: 'SOFR minus IORB' viser afvigelser mellem den toneangivende dag til dag-rente (SOFR) og *Interest on Overnight Reserve Balances*. 'DCR minus IORB' er spændet mellem Fed's udlånsrente (*Discount Rate*) og *Interest on Overnight Reserve Balances* og indikerer den øvre grænse for den pengepolitiske korridor. Seneste datapunkt er 18. marts 2026.

Kilde: Federal Reserve.

FIGUR 3

Markedsbaserede inflationsudsigter er steget i både euroområdet og USA siden krigen i Mellemøsten



Anm.: Udviklingen i inflations-swaprenter knyttet til inflationen i euroområdet til og med 19. marts 2026. "Monetære og finansielle tendenser september" er 17. september 2025. "Krigen i Mellemøsten" er fredag d. 27. februar 2026.

Kilde: LSEG og egne beregninger.

BOKS 1

Nyt opkøbsprogram fra Fed skal modgå volatilitet i det amerikanske pengemarked

I december 2025 stoppede Fed sin balancereduktion og igangsatte et nyt opkøbsprogram primært rettet mod korte statsobligationer. Forud for programmets lancering havde Fed reduceret sin balance fra omkring 9.000 mia. USD, da den toppede i 2022, til omkring 6.500 mia. USD. Det nye program indebærer månedlige opkøb af statsobligationer for i gennemsnit 40 mia. USD, dog med forventede sæsonudsving afhængigt af udviklingen i mængden af centralbankreserver. Programmet omfatter køb af amerikanske skatkammerbeviser og – hvis det anses som nødvendigt – statsobligationer med mindre end 3 år til udløb.

I takt med at Fed reducerede sin obligationsbeholdning, er centralbanklikviditeten blevet mindre. I slutningen af 2025 gav det anledning til stigende volatilitet i den sikrede markedsbaserede dag til dag-referencerente (SOFR), jf. figur 2 i hovedteksten. Det resulterede i, at SOFR i perioder lå over renten på Fed's udlånsfacilitet, hvilket er tegn på, at nogle aktører i markedet må betale en højere rente for at sikre tilstrækkelig dag til dag-likviditet. Når den sikrede dag til dag-rente i markedet overstiger den rente, som bankerne kan låne til hos Fed, indikerer det friktioner i pengemarkedet. Sådanne friktioner kan skyldes, at ikke alle aktører i pengemarkedet har adgang til at låne direkte hos Fed, potentielle stigma forbundet med at benytte faciliteten eller forhold knyttet til bankernes daglige likviditetsstyring.¹

Amerikanske pengemarkeder kræver potentielt

højere centralbanklikviditet end tidligere for at være velfungerende

Som følge af lavere centralbanklikviditet og øget volatilitet i SOFR gjorde de pengepolitiske modparter i betydeligt omfang brug af Fed's udlånsfacilitet, Standing Repo Facility, i december 2025, jf. figur A. Samtidig fjernede Fed det daglige samlede loft på 500 mia. USD for faciliteten. Modparterne har ikke anvendt udlånsfaciliteten i tilsvarende omfang siden repo-episoden i september 2019 og under pandemiens indledende fase i 2020.²

Volatiliteten i december 2025 opstod, selvom niveauet af bankreserver var betydeligt højere end i 2019, jf. figur B, venstre panel. I december 2025 udgjorde bankernes reserver hos Fed omkring 12 pct. af deres samlede aktiver mod 8 pct. i september 2019. Det kan indikere en øget efterspørgsel efter centralbanklikviditet, som rykker grænsen for, hvornår centralbankreserver bliver knappe.³ Denne ændring kan illustreres ved den såkaldte L-kurve, der viser sammenhængen mellem pengemarkedsrenterne fratrukket de pengepolitiske renter og mængden af centralbankreserver, jf. figur B højre panel. Figuren indikerer, at efterspørgslen efter centralbankreserver i det amerikanske pengemarked er steget siden 2019. Derfor kræves der potentielt højere centralbanklikviditet i dag end tidligere for at forankre pengemarkedsrenterne tæt på de toneangivende pengepolitiske renter. Denne udvikling kan bl.a. skyldes:

1. 'Precautionary demand': Tidligere kriser kan have medført, at banker permanent har øget deres efterspørgsel efter reserver (hysterese) for bedre at kunne modstå fremtidige stressperioder. Større volatilitet i basen af bankindskud, bl.a. som følge af teknologisk udvikling, kan ligeledes have bidraget til øget efterspørgsel.⁴
2. En større del af det finansielle system består i dag af såkaldte 'ikke-banker' (NBFI'er). Gearingen blandt NBFI'er – herunder investeringsfonde, hedgefonde mv. – er typisk højere end i den traditionelle banksektor. Det betyder højere volatilitet i det samlede likviditetsbehov end tidligere. Samtidig er gearingen blandt NBFI'er højere end i 2019.⁵

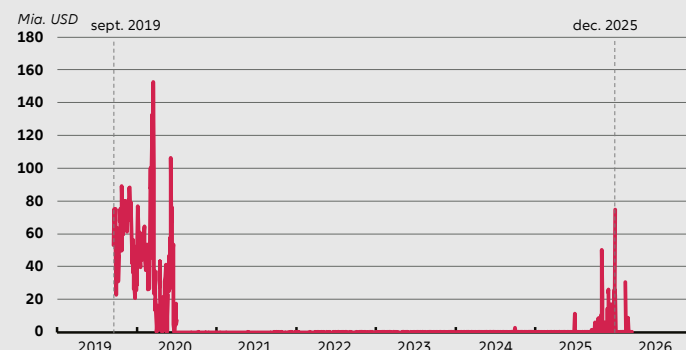
Udfordringen er grundlæggende den samme i Europa

Volatilitet i pengemarkedsrenterne er ikke et fænomen, der kun ses i USA. Både i euroområdet og i Storbritannien har udfordringen grundlæggende været den samme, i takt med at centralbankernes balancer er blevet reduceret. ECB og Bank of England har begge adresseret udfordringen ved et efterspørgselsdrevet gulvsystem, hvor de pengepolitiske modparter kan låne ubegrænset i udlånsfaciliteten (mod pant).

Fortsættes ...

FIGUR A

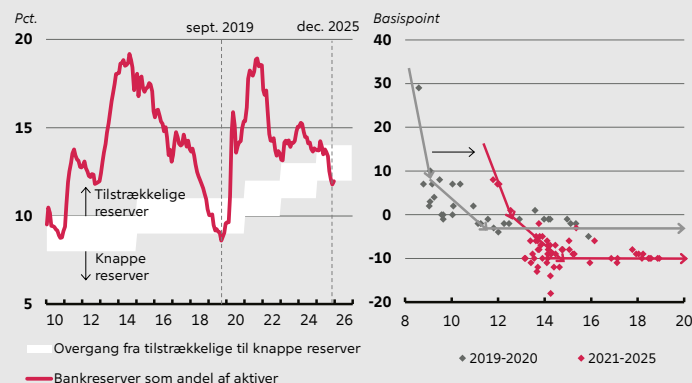
Bankernes anvendelse af den sikrede udlånsfacilitet hos Fed var i december 2025 på linje med repo-episoden i september 2019



Anm.: Pengepolitiske modparter daglige anvendelse af udlånsfaciliteten 'Standing Repo Facility' hos Fed. Seneste datapunkt er 19. marts 2026.
Kilde: Federal Reserve Bank of St. Louis.

FIGUR B

Indikationer på at efterspørgslen efter centralbankreserver er steget siden 2019



Anm.: Venstre panel: Centralbankreserver som andel af bankernes samlede aktiver i procent. Seneste datapunkt er for januar 2026. Overgangen fra tilstrækkelige bankreserver til knappe reserver (hvidt område i venstre panel) er for perioden 2010-2020 baseret på G. Afonso, D. Giannone, G. La Spada and J.C. Williams, Scarce, Abundant, or Ample? A Time-Varying Model of the Reserve Demand Curve, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, no. 1019, april 2024. For perioden efter 2021-2025 viser det hvide område den stigning som indikeres af højre panel.
Højre panel: Scatterplot med månedlige observationer. 'SOFR minus og Interest on Overnight Reserve Balances' på x-aksen (samme variabel som i figur 2 i hovedteksten) og centralbankreserver som andel af aktiver (samme variabel som i venstre panel) på y-aksen. Seneste observation er december 2025.

Kilde: Haver Analytics, Federal Reserve Bank of St. Louis, Federal Reserve Bank of New York og Danmarks Nationalbank.

... fortsat

ECB og Bank of England har desuden indsnævret korridoren for de pengepolitiske renter, hvilket begrænser de mulige udsving – og dermed volatilitet – i pengemarkedsrenterne. ECB har desuden annonceret, at de fremover vil udbyde centralbanklikviditet via strukturelle kreditoperationer og en strukturel obligationsportefølje. De nærmere omstændigheder omkring disse er endnu ikke offentliggjort. Den strukturelle portefølje har dog udelukkende til formål at sikre velfungerende pengemarkeder – på linje med Federal Reserves nye opkøbsprogram – og vil tilsvarende være rettet mod kortløbende statsobligationer.

Der har også været periodevis volatilitet i korte danske pengemarkedsrenter, når de pengepolitiske modparterers nettostilling over for Nationalbanken har været lav. De pengepolitiske modparter har dog adgang til centralbanklikviditet via Nationalbankens ugentlige udlånsfacilitet, se også kapitlet *Det danske penge- og valutamarked*.

¹ Finansielle institutioner har historisk forbundet Federal Reserves udlånsfacilitet med større stigma sammenlignet med ECB's udlånsfacilitet. Se H. Lee og A. Sarkar, *Is stigma Attached to the European Central Bank's Marginal Lending Facility?*, *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 2018.

² Se S. Anbil et al., *What happened in money markets in September 2019?*, *FEDS Notes*, 2020.

³ Se G. Alfonso et al., *Monetary Scarce, abundant or ample? A time-Varying Model of the Reserve Demand Curve*, *Federal reserve Bank of New York Staff Reports*, 2022.

⁴ Se C. Altavilla et al., *Demand for central bank reserves and monetary implementation frameworks: The case of the eurosystem*, *ECB Occasional Paper Series*, 2021.

⁵ Se V. Acharya, *Transformed intermediation: Credit Risk to NBFIs, Liquidity Risks to Banks*, *Federal Reserve Staff Paper*, 2026.

Stigende energipriser har ført til højere markedsbaserede inflationsforventninger og øget forventningerne til de pengepolitiske renter

Før krigen i Mellemøsten brød ud, lå de korte markedsbaserede inflationsforventninger² i euroområdet en smule under 2 pct. og var stort set uændrede siden seneste *Monetære og finansielle tendenser* i september 2025, jf. figur 3. Det afspejlede, at inflationen i euroområdet længe har ligget tæt på ECB's målsætning. I USA faldt de markedsbaserede inflationsforventninger gradvist tættere på 2 pct. fra september 2025 og frem til krigen i Mellemøsten. Det kan afspejle, at inflationen i USA har været mindre ramt af de højere toldsatser, end markedsdeltagerne havde forventet.

Siden krigen i Mellemøsten brød ud, er de markedsbaserede inflationsforventninger for de kommende to år steget væsentligt i både USA og særligt i euroområdet, jf. figur 3. Stigningerne er især udtalt på 1-års sigt og hænger sammen med de stigende og volatile globale olie- og gaspriser. Da aktiekurserne samtidig faldt i kølvandet på krigens start, indikerer markedsudviklingen, at markedsdeltagerne i udgangspunktet tolkede krigen som et negativt udbudschok for både USA og euroområdet. Reaktionen har dog været væsentligt større i euroområdet, som er nettoimportør af energi. En dekomponering baseret på historiske sammenhænge viser, at de stigende markedsbaserede inflationsudsigter i euroområdet primært er drevet af højere energipriser, jf. figur 4. Stigningen i de 5-årige inflationsudsigter om 5 år er samtidig meget begrænset, og de langsigtede inflationsforventninger ligger fortsat tæt på 2 pct.

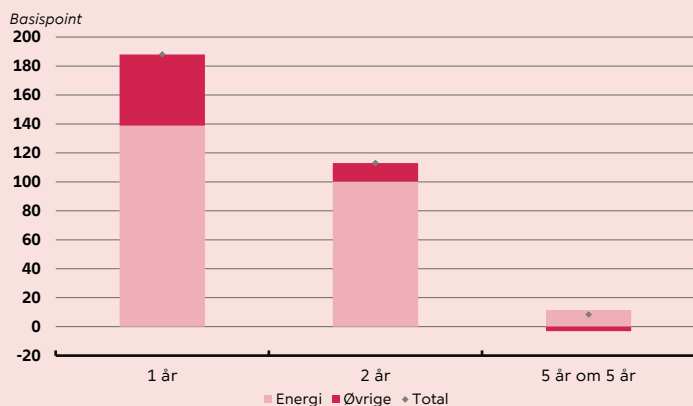
De stigende energipriser og inflationsforventninger har fået markedsdeltagerne til at øge deres forventninger til de pengepolitiske renter i både USA og euroområdet, jf. figur 5. Markedsdeltagerne har især øget deres forventninger til ECB's pengepolitiske renter, da de markedsbaserede inflationsforventninger er steget mest i euroområdet. Markedsdeltagerne forventede ved redaktionens afslutning den 19. marts 2026, at ECB ville øge renterne med cirka 70 basispoint i løbet af 2026.

² Markedsbaserede inflationsforventninger fra inflationsswaps indeholder konceptuelt "rene" inflationsforventninger og en inflationsrisikopræmie, der afspejler usikkerheden om fremtidig inflation.

Selvom markedsdeltagerne forventer højere pengepolitiske renter i euroområdet over de kommende år, indikerer options-priser, at usikkerheden om den pengepolitiske renteudvikling er steget betydeligt siden krigen i Mellemøsten, jf. figur 6. Det kan afspejle, at markedsdeltagerne er usikre på udviklingen i energipriser og ECB's eventuelle reaktion. Usikkerheden om den pengepolitiske renteudvikling er dog væsentligt lavere end i 2022-23.

FIGUR 4

Energipriser har drevet stigningen i markedspriserne for inflation i euroområdet, efter krigen i Mellemøsten brød ud

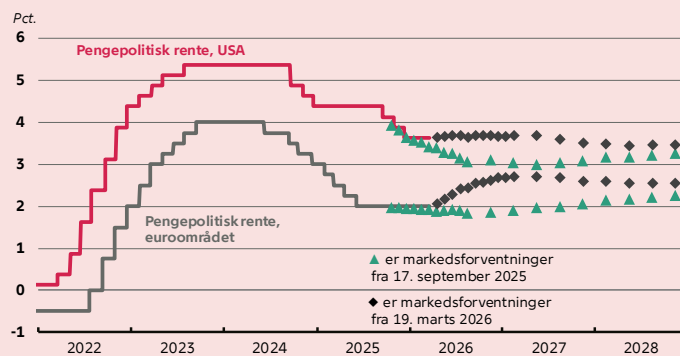


Anm.: Udvikling i inflation-swaps (ILS) i euroområdet fra 27. februar 2026 til 19. marts 2026. Bidraget fra energi er baseret på de historiske elasticiteter mellem daglige ændringer i ILS og daglige ændring i henholdsvis Brentolieprisen og den hollandske TTF-gaspris i en simpel OLS-regression, der også indeholder daglige ændringer i den nominelle effektive valutakurs for euroen. Elasticiteterne er estimeret på data siden starten af 2022.

Kilde: LSEG og egne beregninger.

FIGUR 5

Markedsdeltagerne priser højere pengepolitiske renter end i september 2025



Anm.: Figuren viser renten på ECB's indlånsfacilitet (grå linje), midtpunktet for Federal Reserves federal funds-målinterval (rød linje), de aktuelt forventede rentebaner (sorte diamanter) samt de forventede rentebaner d. 17. september 2025 (grønne trekanten). De forventede baner for de pengepolitiske renter er baseret på €STR- og SOFR-swaps.

Kilde: LSEG og egne beregninger.

FIGUR 6

Større usikkerhed om den pengepolitiske renteudvikling i euroområdet



Anm.: Forskellen mellem den 75. og 25. percentil for 3-måneders Euribor startende om 12 måneder. Seneste observation er 19. marts 2026.

Kilde: Morningstar og ECB.

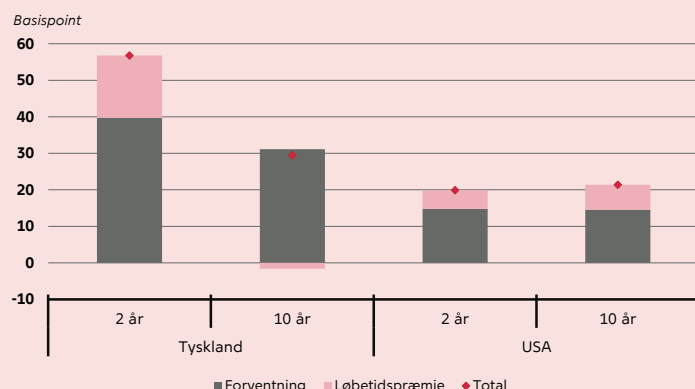
Forventninger om højere pengepolitiske renter og stigende usikkerhed om renter og inflation har øget de længere statsrenter på tværs af Atlanten

Markedsdeltagernes forventninger om højere pengepolitiske renter har også øget statsrenterne i både USA og i euroområdet. Eksempelvis er de tyske 2- og 10-årige statsrenter steget med henholdsvis 56 og 30 basispoint siden september 2025, jf. figur 7. Hovedparten af stigningen har fundet sted siden starten på krigen i Mellemøsten. De højere 2-årige tyske statsrenter afspejler ikke kun øgede forventninger til de pengepolitiske renter, men også højere løbetidspræmier, særligt på kortere sigt. Højere løbetidspræmier afspejler bl.a. usikkerhed om den fremtidige udvikling i centralbankernes renter. De stigende løbetidspræmier kan derfor indikere, at markedsdeltagerne er usikre på udviklingen i energipriser og inflation samt centralbankernes reaktion.

De 10-årige statsrenter i bl.a. Frankrig og Italien er steget mere end de tilsvarende swaprenter, siden krigen i Mellemøsten startede, jf. figur 8. Spændet mellem stats- og swaprenter fortolkes typisk som en risikopræmie, der bl.a. afspejler for kredit- og likviditetsrisiko samt investorpræferencer. Risikopræmien på 10-årige tyske statsobligationer er omtrent uændret i samme periode. Det peger på, at investorerne har øget deres præference for tyske statsobligationer ift. andre europæiske obligationer i lyset af den øgede uro.

FIGUR 7

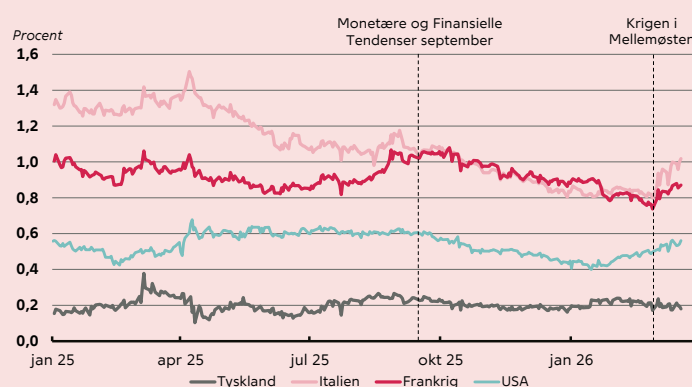
Forventninger om højere pengepolitiske renter har øget tyske statsrenter



Anm.: Udvikling i statsrenter siden 17. september 2025. For Tyskland er seneste observation 19. marts 2026, mens den for USA er 18. marts 2026. Baseret på modellen fra Christensen, Jens H.E., Francis X. Diebold og Glenn D. Rudebusch, The Affine Arbitrage-Free Class of Nelson-Siegel Term Structure Models, *Journal of Econometrics* 164(1), 2011, pp. 4-20.
Kilde: LSEG, Federal Reserve Bank of San Francisco og egne beregninger.

FIGUR 8

10-årige statsrenter i USA, Italien og Frankrig er steget mere end swaprenter siden krigen i Mellemøsten



Anm.: Rentespænd mellem 10-årige statsrenter og swaprenter i samme valuta. For lande i euroområdet anvendes ESTR-swaps, mens der for USA anvendes SOFR-swaps. Seneste observation er 19. marts 2026.
Kilde: LSEG og egne beregninger.

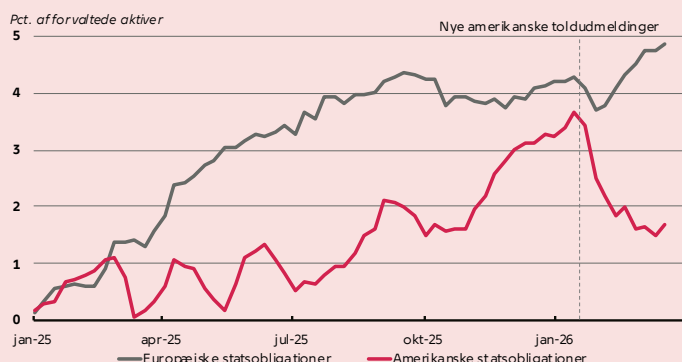
Faldende risikopræmier på lange amerikanske statsobligationer er delvist reverseret efter årsskiftet

Risikopræmierne på 10-årige amerikanske statsobligationer faldt cirka 20 basispoint fra september 2025 og frem mod årsskiftet, jf. figur 8. Dermed nåede risikopræmierne samme niveau som umiddelbart før "Liberation Day" i starten af april 2025. I 2026 er risikopræmier på amerikanske statsobligationer gradvist steget og har næsten reverseret efterårets fald. Udviklingen har ikke været mærkbart anderledes, siden krigen i Mellemøsten startede. Risikopræmien på amerikanske statsobligationer afspejles i globale investorers efterspørgsel, som

er approksimeret ved nettokøb fra investeringsforeninger uden for USA, jf. figur 9.³ Fra september 2025 til januar 2026 købte investeringsforeninger uden for USA amerikanske statsobligationer for knap 1,5 pct. af deres samlede aktiver. Det skal bl.a. ses i lyset af, at de amerikanske toldsats, som blev annonceret i april 2025, efterfølgende blev sat ned, samt at effekten på amerikansk økonomi indtil videre har vist sig at være begrænset. Efter de midlertidige amerikanske toldudmeldinger over for en række europæiske lande i januar 2026 samt krigen i Mellemøsten har investeringsforeninger uden for USA solgt amerikanske statsobligationer for knap 2 pct. af deres samlede aktiver, jf. figur 9.

FIGUR 9

Indikationer på, at investorer uden for USA har solgt amerikanske statsobligationer siden toldudmeldinger i januar

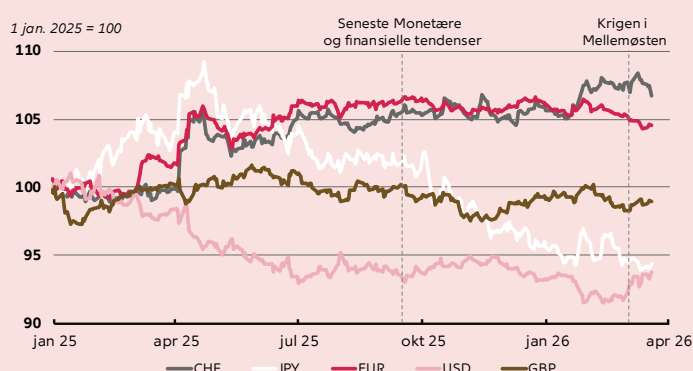


Anm.: De rapporterede tal angiver den kumulative nettoindstrømning fra globale investeringsforeninger med domicil uden for USA til obligationer udstedt i Europa og USA. Den kumulative nettoindstrømning er opgjort i pct. af forvaltede aktiver på ugeniveau. Emerging Portfolio Funds Research data, EPFR, overvåger kapitalbevægelser ind og ud af åbne og lukkede investeringsforeninger (fx mutual funds, UCITS, variable annuity funds, insurance-linked funds og collective investment trusts) og ETF'er. Dataet dækker ikke porteføljeinvesteringer hos fx pensionskasser, pengemarkedsfonde eller hedge-fonde. Seneste observation er 18. marts 2026.

Kilde: EPFR.

FIGUR 10

Dollaren er styrket, efter krigen i Mellemøsten brød ud, hvilket følger en længere periode med dollarsvækkelse



Anm.: Nominelle effektive valutakurser (handelsvægtet). CHF er schweizerfranc, JPY er japanske yen, EUR er euro, USD er amerikanske dollar, og GBP er engelske pund. Seneste datapunkt er 19. marts 2026.

Kilde: Bloomberg.

Dollaren er styrket, efter krigen i Mellemøsten brød ud, men opfører sig generelt mindre som en sikker havn

Samlet set er den nominelle effektive dollarkurs omtrent uændret siden september 2025, jf. figur 10. Det dækker dog over en gradvis svækkelse, frem til krigen i Mellemøsten brød ud, hvorefter dollaren blev styrket. Schweizerfrancen er også styrket, efter krigen i Mellemøsten brød ud, mens bl.a. euroen blev svækket. Den japanske Yen har fortsat sin gradvise depreciering og er på sit svageste niveau siden 1990'erne.

Reaktionerne i valutamarkedet har i høj grad været afhængige af, hvordan de forskellige stød til handels- og geopolitisk usikkerhed ventes at ramme de respektive økonomier. Den seneste dollarstyrkelse kan bl.a. afspejle, at krigen

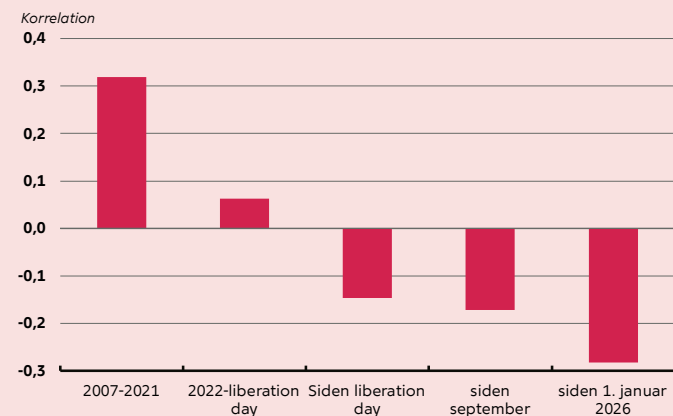
³ Baseret på EPFR-data (Emerging Portfolio Funds Research). EPFR giver dog ikke det fulde billede af de internationale kapitalbevægelser, da data kun indeholder et udsnit af investeringsfonde jf. figuranmærkning. EPFR er dog en god højfrekvent indikator, som historisk har vist at være højt korreleret med de samlede kapitalbevægelser, jf. Danmarks Nationalbank, Neutral pengepolitik i en tid med global usikkerhed, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 21, september 2025.

har udløst en stigning i energipriserne, og at USA er netteeeksportør af energi. Samtidig er flere af USA's store handelspartnere (bl.a. Europa og Japan) nettoimportører af energi og ventes generelt hårdere ramt af energiprisstigninger, jf. tidligere.

Siden den amerikanske administrations toldudmeldinger i april 2025 har dollaren i mindre grad end tidligere opført sig som en "sikker havn", jf. figur 11. Det kan have en selvforstærkende effekt, i det omfang at investorer i mindre grad end tidligere anser dollaren som en forsikring mod markedsuro. I forbindelse med de midlertidige amerikanske toldudmeldinger rettet mod udvalgte lande i Europa i januar 2026 blev dollaren også svækket bredt, mens andre traditionelle "sikre havne" som schweizerfrancen og guldprisen steg i pris. Det kan bl.a. skyldes, at højere amerikanske toldsatser vurderes at påvirke amerikansk økonomi særligt hårdt. Historisk styrkes dollaren typisk kraftigere og bredere, når det er svært at skaffe finansiering i globale penge- og valutamarkeder. Det leder til en knaphed på dollar som følge af dens centrale rolle i det internationale finansielle system.⁴

FIGUR 11

Den amerikanske dollar har opført sig mindre som en "sikker havn"

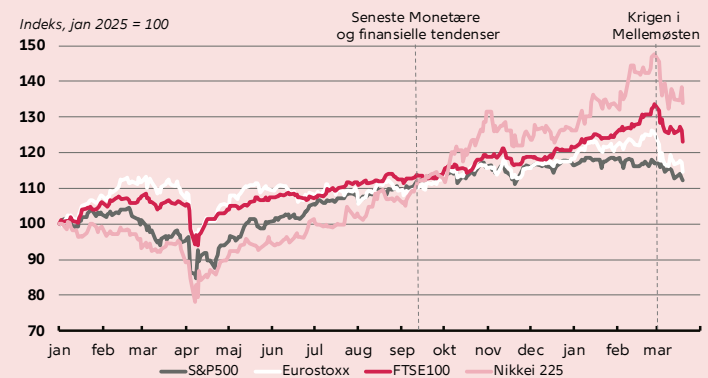


Anm.: Korrelation mellem daglige ændringer i en "sikker havn"-indikator og nominal effektiv valutakurs for den amerikanske dollar. "Sikker havn"-indikatoren er beskrevet i anmærkningen til figur 1 og i Monetære og finansielle tendenser, september 2025. Seneste observation er 19. marts 2026.

Kilde: Bloomberg og egne beregninger.

FIGUR 12

Aktiekurserne på de globale aktiemarkeder er faldet, siden krigen i Mellemøsten brød ud



Anm.: Udvikling i aktieindeks for USA, euroområdet, Storbritannien og Japan siden januar 2025. seneste datapunkt er 19. marts 2026.

Kilde: LSEG og egne beregninger.

Samlet stigning i europæiske aktiekurser siden september 2025 trods betydelige fald siden udbrud af krig i Mellemøsten

Aktiekurserne i euroområdet er samlet set steget med 5 pct., mens de er omtrent uændrede i USA siden seneste *Monetære og finansielle tendenser* i september 2025, jf. figur 12. Stigningen i euroområdets aktiekurser skal ses i lyset af højere indtjeningsforventninger, mens højere risikofri renter og aktierisikopræmier har trukket ned, jf. figur 13.⁵ Siden krigen i Mellemøsten brød ud, er aktiekurserne på de globale aktiemarkeder faldet betydeligt, jf. figur 12. Aktiekursfaldene har været særligt store i Europa og Asien, hvor økonomierne ventes hårdere ramt af højere energipriser i forhold til USA.

⁴ Se Adolfsen, Grønlund og Harr, The US dollar: Not a traditional safe haven, *CEPR VoxEU*, januar 2026.

⁵ Aktierisikopræmien er det merafkast, som investorer kræver i kompensations for at investere i en aktie frem for fx en statsobligation.

Selvom aktierisikopræmierne i USA og euroområdet er steget svagt siden september 2025, er de fortsat tæt på det laveste niveau siden finanskrisen, jf. figur 13. Lave aktierisikopræmier kan både skyldes høj risikovillighed blandt investorerne, men kan også være udtryk for, at den opfattede risiko er lavere end tidligere. En forklaring på stigende risikoappetit kan være, at pensions- og investeringsfonde med højere risikoappetit fylder relativt mere i de globale finansielle balancer nu end tidligere, hvor centralbankernes valutareserver og statslige fonde fyldte relativt mere.⁶

De syv største selskaber på det amerikanske aktiemarked – de såkaldte Magnificent 7 – er faldet med 4 pct. siden september, og der har været store kursudsving i løbet af perioden. Magnificent 7-aktiekurserne steg således med knap 10 pct. fra midten af september til udgangen af oktober, hvor de toppede. Dette fulgte en længere periode, hvor Magnificent 7 var steget væsentligt mere end det øvrige aktiemarked og derfor fyldte en stigende andel af det samlede S&P500-indeks.⁷ Siden toppen i oktober er Magnificent 7 faldet knap 13 procent. Magnificent 7 består hovedsagligt af store teknologivirksomheder, og et lignende billede ses inden for andre amerikanske teknologiaktier, mens aktiekurser inden for software er faldet cirka 25 procent i samme periode. De markante aktiekursfald inden for software skal ses i lyset af bekymring blandt markedsdeltagerne for, at kunstig intelligens potentielt kan udfordre softwaresektorens forretningsmodel.⁸ De seneste aktiekursfald inden for Magnificent 7, teknologi og software har haft begrænset afsmittning på øvrige amerikanske aktiekurser samt aktier i euroområdet og Danmark, jf. boks 2. Trods den begrænsede afsmittning hidtil, kan der dog være risici forbundet med, at store aktiekursfald i USA inden for teknologi og software kan øge den globale risikoaversion, hvilket kan have afsmittende effekt på finansielle forhold i Danmark. Derudover kan aktiekursfald i USA også have formueeffekter for fx danske husholdninger.

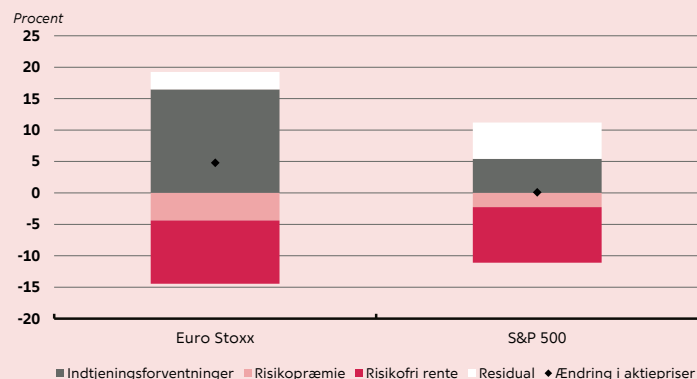
⁶ Se S. Krogstrup og T. Harr, Global imbalances now and then: Should we be concerned?, The new global imbalances (CEPR Paris Rapport, kommende).

⁷ Se IMF World Economic Outlook, oktober 2025. Den høje koncentration vurderes af IMF at udgøre en nedadrettet risiko for amerikansk og global økonomi. I et scenarie med moderate fald i aktiekurserne på AI-aktier estimeres der et fald på 0,4 procentpoint i global vækst.

⁸ Se Doerr et al, Private credit's software lending meets AI disruption, *BIS Quarterly Review Box B*, Marts 2026.

FIGUR 13

Stigende aktiekurser i euroområdet er drevet af højere indtjeningsforventninger

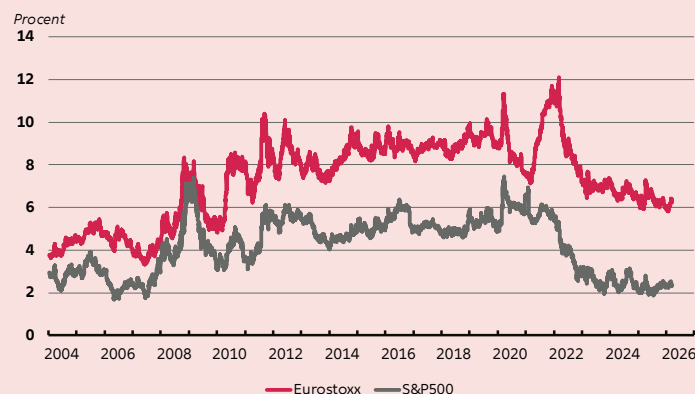


Anm.: Dekomponering af samlet aktieafkast (inkl. dividender) fra 17. september 2025 til 19. marts 2026. Baseret på en dividendediskonteringsmodel.

Kilde: LSEG og egne beregninger.

FIGUR 14

Aktierisikopræmierne ligger fortsat tæt på det laveste niveau siden finanskrisen



Anm.: Aktierisikopræmier baseret på en dividendediskonteringsmodel. Seneste datapunkt er 19. marts 2026.

Kilde: LSEG og egne beregninger.

BOKS 2

Amerikanske teknologi-aktier har haft begrænset afsmittende effekt på danske aktiekurser

Det amerikanske aktiemarked har i stigende grad været domineret af få store teknologi-selskaber over de senere år. De 7 største virksomheder (såkaldt Magnificent 7 eller Mag-7) udgør knap en tredjedel af S&P500, hvilket er højt i et historisk perspektiv. Teknologiselskabernes størrelse har ledt til større koncentrationsrisiko i det amerikanske aktiemarked, hvilket blandt internationale organisationer har vakt bekymring for priskorrekationer, der potentielt kan sprede sig.¹

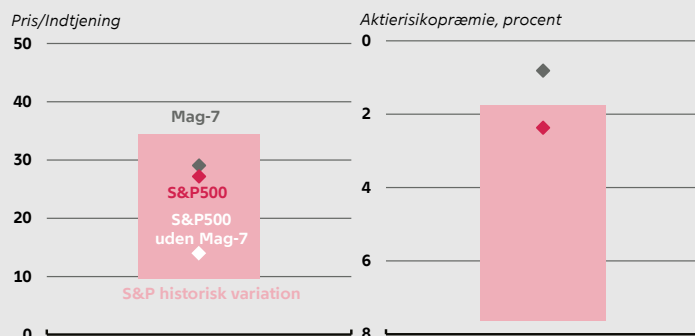
Aktiekurser kan indikere høje forventninger til Mag-7-selskabernes vækst

Mag-7-selskabernes aktiekurser er relativt høje i forhold til den nuværende indtjening (P/E-ratio). P/E-ratioen angiver, hvor mange år der går, før investorerne får deres investering retur (givet nuværende indtjening). Medianen af Mag-7-selskabernes P/E-ratioer ligger væsentligt over niveauet for øvrige selskaber i S&P500 og i den øvre ende af den historiske fordeling for S&P500 (figur A, venstre panel). Aktierisikopræmien angiver den compensation, som investorerne kræver for at investere i aktier frem for et risikofrit aktiv – givet forventninger til selskabets fremtidige indtjening. Baseret på en antagelse om, at Mag-7-selskabernes indtjeningsvækst følger aktieanalytikernes forventninger til teknologi-virksomheder over de kommende 8 år og derefter konvergerer til økonomiens gennemsnitlige vækstrate over yderligere 8 år, er deres gennemsnitlige aktierisikopræmie lavere, end den har været for S&P500 på noget tidspunkt siden 2007 (figur A, højre panel).

Den lave aktierisikopræmie for Mag-7-selskaber kan afspejle, at investorerne forventer højere indtjeningsvækst i disse selskaber end teknologi-sektoren generelt, eller at Mag-7-selskabernes indtjening vokser mere end økonomien som helhed på længere sigt.²

FIGUR A

Mag-7-selskaber har høje aktiekurser i forhold til nuværende indtjening og lave aktierisikopræmier



Anm.: Venstre panel: "Mag-7" angiver medianen af Mag-7-selskabernes P/E-ratio. Højre panel: Baseret på modellen i Fuller og Hsia (1984). "Mag-7" angiver et vægtet gennemsnit. Amazon og Tesla indgår ikke, da de ikke udbetaler dividender, som anvendes i modellen. Den historiske variation for S&P500 er i begge tilfælde siden 2007. Alle prikker er baseret på data fra 19 marts 2026.

Kilde: LSEG og egne beregninger.

Fort sættes ...

... fortsat

Aktieprisudviklingen på Mag-7 har stor afsmittende effekt på andre amerikanske teknologi-aktier ...

For at kvantificere den afsmittende effekt fra Mag-7-aktiekurser til andre aktieindeks konstrueres en "chok"-serie: Et "chok" defineres som den del af det gennemsnitlige daglige Mag-7-aktieafkast, som ikke kan forklares af udviklingen i den amerikanske oliepris, implicit volatilitet i det amerikanske aktiemarked og den 10-årige amerikanske statsrente. Herefter regresseres daglige ændringer i et givent aktieindeks på chok-serien. Et 1-pct. chok til Mag-7-aktiekurser øger kurserne på øvrige amerikanske teknologi-aktiekurser med 0,8 pct. samme dag og har derfor stor afsmittende effekt (figur B). Ud over at teknologi-selskaber kan være eksponerede over for samme risikofaktorer, kan den store afsmittende effekt også afspejle, at mange mindre teknologi-selskaber er underleverandører til Mag-7, så deres forretninger er forbundne. Omvendt er den afsmittende effekt fra Mag-7-aktiekurser på alle øvrige selskaber i S&P500 forholdsvis begrænset. Det indikerer, at teknologi-selskabers aktiekurser udvikler sig parallelt med den øvrige økonomi, og at der ikke er tydelige afsmittende effekter.

... men begrænset afsmittende effekt på aktier i euroområdet og Danmark

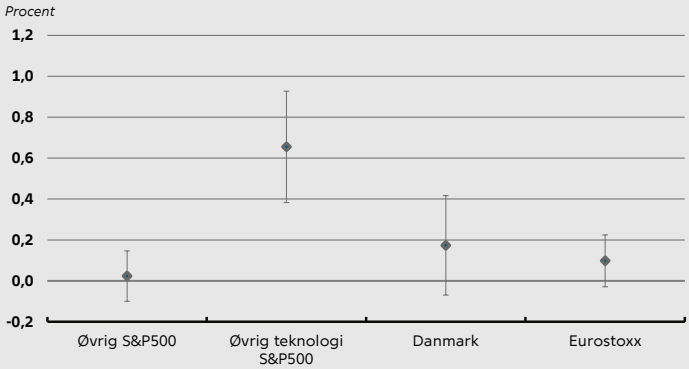
Et chok, der øger aktiekurser på Mag-7 med 1 %, har været sammenfaldende med en 0,17-pct. stigning i danske aktiepriser det seneste halve år, selvom effekten ikke er statistisk signifikant (figur B). Det er omtrent samme følsomhed som for aktier i euroområdet. Den afsmittende effekt fra udviklingen i Mag-7-aktiekurser til euroområdets og danske aktiekurser har dermed været meget begrænset. Ikke-rapporterede resultater viser, at udviklingen i aktiekurserne blandt S&P500 uden Mag-7 har større afsmittende effekt på danske og europæiske aktiekurser. Det kan afspejle, at sektorsammensætningen blandt de øvrige S&P500-selskaber minder mere om de europæiske aktieindeks. Markante ændringer i aktiekurserne på Mag-7 kan dog have ikke-lineære og potentielt asymmetriske effekter, der kan give afsmitning til Danmark. Eksempelvis kan store aktiekursfald på Mag-7 medføre stigende global risikoaversion. Det kan have betydelig afsmittende effekt på det danske aktiemarked og de øvrige finansielle forhold i Danmark. Derudover kan aktieprisfald på Mag-7 også have betydelige formueeffekter for danske husholdninger, der både via pensionsopsparinger og frie midler har væsentlige eksponeringer over for Mag-7.

¹ Se eksempelvis IMF, Shifting Ground beneath the Calm, *Global Financial Stability Report*, October 2025.

² Risikopræmien er generelt følsom over for de langsigtede vækstforventninger, som er behæftet med særlig stor usikkerhed på grund af tidshorisonten.

FIGUR B

Mag-7-aktier har begrænset afsmittende effekt på aktier i euroområdet og Danmark



Anm.: Effekt af et 1-pct.-chok til Mag-7-aktiepriser på udvalgte aktieindeks. Et chok til Mag-7 aktiepriser defineres som residualen i en regression af det gennemsnitlige, markedsværdivægtede daglige Mag-7-afkast på daglige ændringer i olieprisen, VIX og 10-årige amerikanske statsrenter (samt den laggede værdi af Mag-7-afkastet og de nævnte kontrolvariable). Herefter regresseres daglige afkast på de udvalgte aktieindeks hver især på serien af Mag-7-chok. Konfidensbånd er baseret på et 95 pct. signifikansniveau. Data fra 17 september 2025 til 19 marts 2026.

Kilde: LSEG og egne beregninger.

02

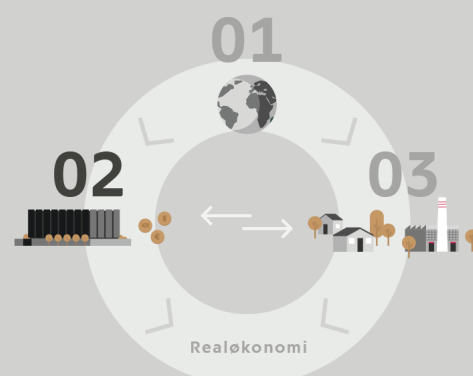
Det danske penge- og valutamarked

Kronens kurs over for euroen er blevet gradvist svækket og har ligget på den svage side af centralkursen siden den seneste udgivelse af *Monetære og finansielle tendenser* i september 2025. Det følger en længerevarende tendens, siden det pengepolitiske rentespænd blev sat ned til -40 basispoint i februar 2023. Udviklingen i kronemarkedet afspejler et lavere kronekøb fra den danske forsikrings- og pensionssektor, mens ikke-finansielle selskabers kroneefterspørgsel er afdæmpet i forhold til det stigende betalingsbalanceoverskud. Udenlandske banker har samtidig solgt kroner via danske banker. Der er indikationer på, at danske forsikrings- og pensionskasser står bag en del af de udenlandske bankers kronesalg. Den geopolitiske usikkerhed – herunder krigen i Mellemøsten – vurderes samlet set at have haft begrænset betydning for kronekursen, da udsvingene i kronekursen har været begrænsede, og svækkelsen har været gradvis. Nationalbanken havde ved udgangen af februar 2026 fortsat ikke inter文eneret i kronemarkedet siden december 2022.

De korte danske pengemarkedsrenter har afspejlet det pengepolitiske rentespænd, og volatiliteten i pengemarkedsrenterne er faldet efter den midlertidige stigning i foråret 2025. Danske statsobligationsrenter er steget siden september 2025 – primært i kølvandet på krigen i Mellemøsten – og en smule mere end de tyske. Statsrentespændet til Tyskland forblev dog negativt og tæt på niveauerne over de senere år.

Kapitel 02 og sammenhængen med resten af analysen

Dette kapitel (02) giver en status på udviklingen i kronekursen og den danske fastkurspolitik. Kapitlet analyserer bl.a., hvordan den førte pengepolitik i euroområdet (01) er slået igennem til det danske pengemarked. Gennemslaget til pengemarkedet er afgørende for transmissionen videre i økonomien, som analyseres i kapitel (03). På grund af den danske fastkurspolitik er udviklingen i markedet for kroner central i forhold til, hvordan ECB's pengepolitik slår igennem til danske finansielle forhold. Derfor analyserer afsnit (02) også kapitalbevægelserne i valutamarkedet.



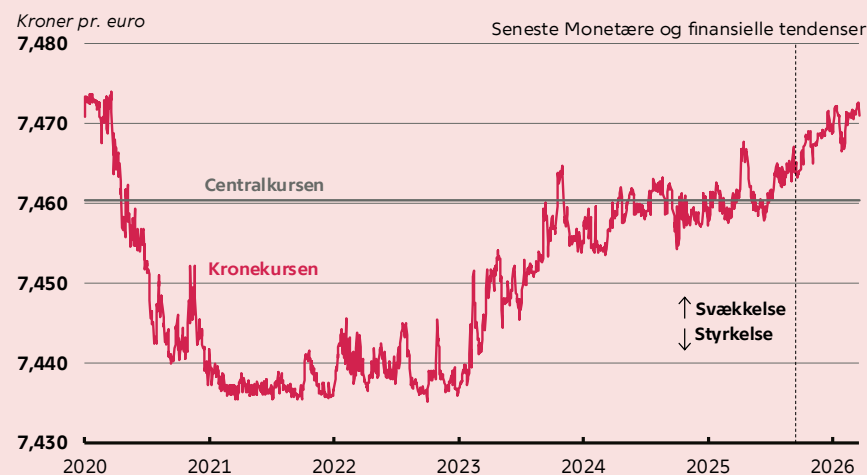
Danske renter er steget lidt, men der er ro på de danske pengemarkeder

Kronen er blevet gradvist svækket siden sidste udgivelse af *Monetære og finansielle tendenser* i september, jf. figur 15. I midten af marts 2026 nåede kronen det svageste niveau over for euroen siden starten af 2020.

Nationalbanken havde ved udgangen af februar 2026 fortsat ikke inter文neret i valutamarkedet siden december 2022. Spændet mellem de pengepolitiske renter i både Danmark og euroområdet har været uændret på -40 basispoint siden starten af februar 2023. Den seneste svækkelse af kronen følger en generel tendens, siden Nationalbanken udvidede det pengepolitiske rentespænd til euroområdet.

FIGUR 15

Kronen har ligget på den svage side af centralkursen siden midten af 2025



Anm.: Figuren viser udviklingen i den danske krones kurs over for euro siden januar 2020. Seneste observation er den 19. marts 2026.

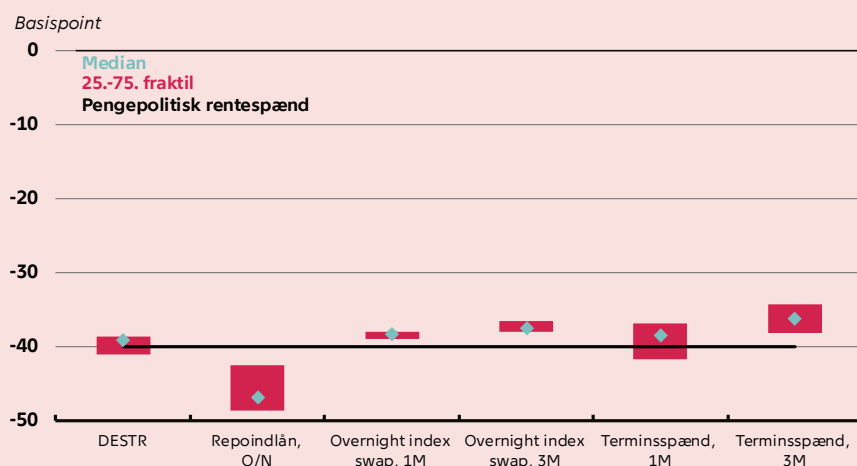
Kilde: LSEG Workspace.

Danske pengemarkedsrenter har afspejlet det pengepolitiske rentespænd, og volatiliteten på pengemarkedet er faldet sammenlignet med tidligere i 2025

Danske pengemarkedsrenter med op til 3 måneders løbetid er steget lidt siden september 2025, primært efter krigen i Mellemøsten brød ud. Det skyldes en stigning i de tilsvarende pengemarkedsrenter i euroområdet, der i kraft af fastkurspolitikken sætter det overordnede niveau for de danske pengemarkedsrenter. Spændet mellem danske og euroområdets pengemarkedsrenter med op til 3 måneders løbetid har dog fortsat ligget tæt det pengepolitiske rentespænd, der fastsættes af Nationalbanken, jf. figur 16.

FIGUR 16

Forskellen mellem danske og europæiske pengemarkedsrenter har ligget tæt på det pengepolitiske rentespænd siden september



Anm.: Figuren viser fordelingen af daglige observationer for rentespændet mellem danske og europæiske pengemarkedsrenter. 'DEST' angiver spændet mellem den danske referencerente, DEST, og den europæiske referencerente, €STR. 'Overnight index swap' er beregnet p.b.a. DEST- og €STR-swaps, imens 'Terminsspænd' angiver den implicitte rente beregnet fra spot- og forward-kursen mellem danske kroner og euro. 'Repoindlån O/N' er repo-indlån i danske banker, der indberetter til Nationalbankens pengemarkedsstatistik, med én dags løbetid fratrasket tilsvarende repo-renter i euro. Repoindlån afhænger ud over likviditetsforhold også af efterspørgslen efter særlige typer sikkerhed, fx specifikke obligationer. Særligt efterspørgsel efter specifikke danske obligationer kan derfor bidrage til, at spændet til repoindlån i euroområdet er større end det pengepolitiske rentespænd. Data løber fra 17. september 2025 t.o.m. 19. marts 2026.

Kilde: Bloomberg Finance LP, LSEG Workspace, Macrobond og Danmarks Nationalbank.

Daglige udsving i danske pengemarkedsrenter er siden september 2025 faldet tilbage til niveauer svarende til 2024, jf. figur 17. Faldet følger perioden fra marts til juni 2025, hvor nogle danske pengemarkedsrenter havde større daglige udsving, og i perioder lå over Nationalbankens udlånsrente. Den midlertidige volatilitet var sammenfaldende med større likviditets efterspørgsel blandt danske forsikrings- og pensionsselskaber samt udenlandske banker i de sikrede pengemarkeder. Derudover var udbuddet af centralbanklikviditet via nettostillingen lavt. Volatiliteten mellem marts og juni 2025 indikerede desuden, at den tilgængelige centralbanklikviditet ikke blev omfordelt effektivt mellem de pengepolitiske modparter.⁹

Mængden af centralbanklikviditet er steget siden september 2025, jf. figur 17. Samtidig er efterspørgslen efter kronelikviditet fra de danske bankers kunder i de sikrede pengemarkeder faldet, jf. figur 18. Det gælder især danske forsikrings- og pensionsselskaber.

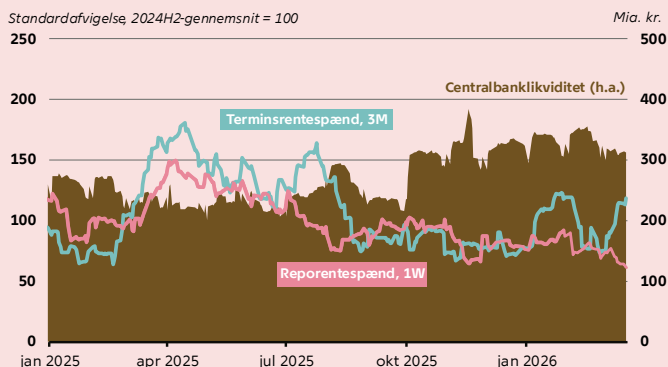
Effektiviteten af pengemarkedet bør dog ikke afhænge af niveauet af eller forventninger til nettostillingen, da de pengepolitiske modparter kan skaffe

⁹ Se Danmarks Nationalbank, Neutral pengepolitik i en tid med global usikkerhed, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 21, september 2025.

likviditet via Nationalbankens ugentlige udlånsfacilitet.¹⁰ Velfungerende pengemarkeder understøtter en effektiv pengepolitisk transmission og mindsker risikoen for uhensigtsmæssig afsmitning på andre markeder, jf. boks 2.

FIGUR 17

Daglige udsving i danske pengemarkedsrenter er aftaget siden midten af 2025

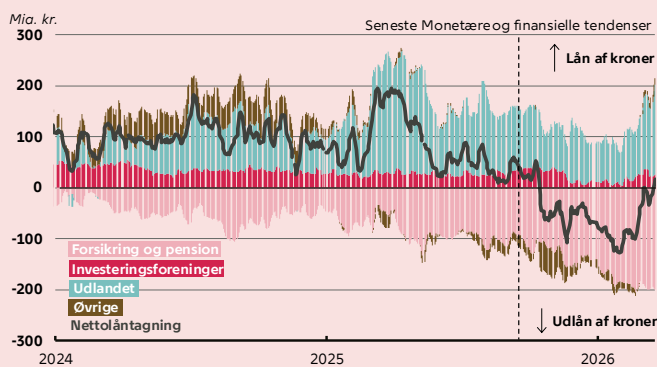


Anm.: Løbende 1-måneders standardafvigelse af daglige ændringer i spændet mellem 1-uges reporenter i Danmark og euroområdet og det implicitte 3-måneders rentespænd pba. spot- og forward-kurser mellem kroner og euro. 'Centralbanklikviditet' angiver summen af de pengepolitiske modparters nettostilling over for Nationalbanken og pengepolitiske udlån. Danske reporenter er beregnet pba. indberettede repo-forretninger til Nationalbankens valuta- og pengemarkedsstatistik med op til 1 uges løbetid. Reporenter for euroområdet er baseret på STOXX GC Pooling EUR 1W-indekset. Standardafvigelserne er i pct. af deres gennemsnit for 2. halvår 2024. Daglige ændringer i spændene er renset for outliers, hvor observationer under hhv. over de respektive 2,5- og 97,5- fraktiler fra datasættet sættes lig de givne grænseværdier. Sidste datapunkt er fra d. 18. marts 2026.

Kilde: Bloomberg Finance LP, Macrobond og Danmarks Nationalbank.

FIGUR 18

... imens kroneefterspørgslen i repo- og valutaswapmarkederne er aftaget



Anm.: Dagligt udestående af danske bankers nettoudlån i repo- og valutaswapmarkedet fordelt på modpartssektor. Serierne er vist som 1-uges glidende gennemsnit. Repo- og valutaswapforretninger mellem banker er ikke inkluderet. 'Nettolåntagning' er summen af bankernes udestående lån i repo- og valutaswapmarkedet. Beregningerne er foretaget pba. Nationalbankens pengemarkedsstatistik. Sidste datapunkt er fra d. 19. marts 2026.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

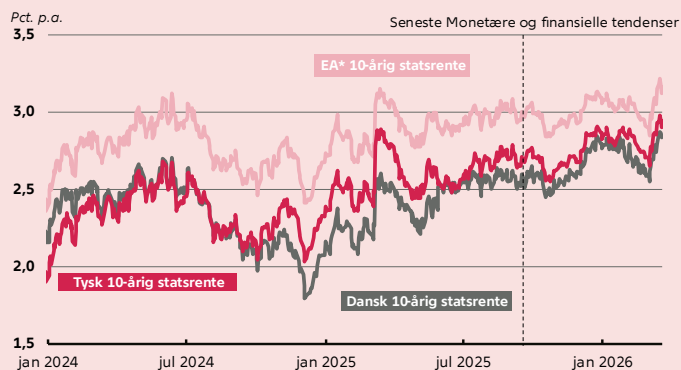
Danske statsrenter er steget en smule mere end de tyske

10-årige statsrenter i Danmark er steget siden midten af september 2025, jf. figur 19. Udviklingen i de danske statsrenter har i store træk fulgt udviklingen i euroområdet, hvor markedsdeltagerne har opjusteret deres forventninger til ECB's pengepolitiske renter, efter krigen i Mellemøsten brød ud, jf. kapitlet *Global finansiell markedsudvikling*. Det 10-årige danske statsrentespænd til Tyskland er dog steget en smule siden september, også primært efter krigen i Mellemøsten brød ud. Stigningen afspejler en lidt højere løbetidspræmie på danske statsobligationer i forhold til de tyske, jf. figur 20. Det skal bl.a. ses i sammenhæng med, at investorerne generelt har øget deres præference for tyske statsobligationer, efter krigen i Mellemøsten brød ud. Trods den seneste stigning forblev det dansk-tyske statsrentespænd dog negativt og lå tæt på det historiske niveau siden midten af 2024, hvor spændet først blev negativt.

¹⁰ Se G. Kidd, B. K. Søgaard og M. W. Toftdahl, Effektiv formidling af centralbanklikviditet er afgørende for et velfungerende pengemarked, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 16, juni 2025 samt Danmarks Nationalbank, Neutral pengepolitik i en tid med global usikkerhed, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 21, september 2025.

FIGUR 19

Danske og tyske statsobligationsrenter har fulgt hinanden siden september

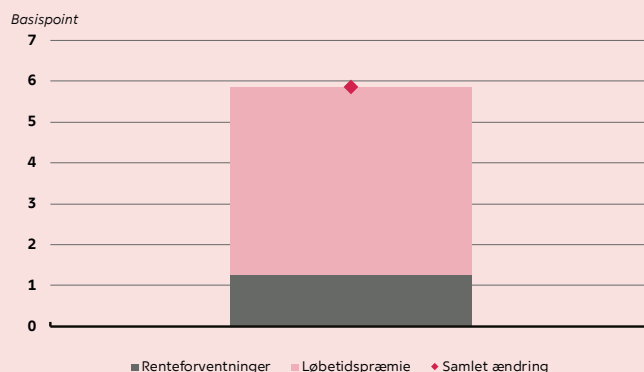


Anm.: Figuren viser 10-årige statsobligationsrenter i Danmark og udvalgte europæiske lande fra 1. januar 2024 til 19. marts 2026. 'EA*' er et gennemsnit af statsobligationsrenterne i Finland, Holland og Østrig. Disse lande er valgt, da de ligesom Danmark har en høj kreditvurdering og et relativt højt BNP pr. indbygger.

Kilde: LSEG Workspace og Danmarks Nationalbank.

FIGUR 20

... men løbetidspræmier har øget spændet en smule



Anm.: Figuren viser ændringen i det 10-årige statsrentespænd mellem Danmark og Tyskland fra 17. september 2025 til 19. marts 2026. Dekomponeringen er et gennemsnit af estimater fra rentestrukturmodellen i Christensen, Diebold og Rudebusch, The Affine Arbitrage-Free Class of Nielson-Siegel Term Structure Models, *Journal of Econometrics*, vol. 163, nr. 1, 2010, s. 4-20, samt Adrian, Crump og Moench, Pricing the term structure with linear regressions, *Journal of Financial Economics*, vol. 110, nr. 1, 2013, s. 110-138.

Kilde: LSEG Workspace og Danmarks Nationalbank.

BOKS 3

Volatilitet i korte pengemarkedsrenter har generelt begrænset effekt på danske statsobligationsrenter

Velfungerende pengemarkeder understøtter den pengepolitiske transmission
Nationalbanken sætter alene de pengepolitiske renter af hensyn til fastkurspolitikken. Nationalbankens pengepolitiske renter er toneangivende for de korte pengemarkedsrenter, som påvirker renterne på danske kroneaktiver og derigennem kronekursen.

Denne boks analyserer, i hvilket omfang udsving i korte pengemarkedsrenter (1-3 måneder) påvirker længere statsrenter (2- og 10-årige). Statsobligationsrenter er toneangivende for de renter, som danske husholdninger og virksomheder står overfor, herunder gennem bank- og realkreditlån. Udviklingen i de danske statsobligationsrenter spiller derfor en vigtig rolle for transmissionen af pengepolitikken til de finansielle forhold og realøkonomien i Danmark.

Hvis midlertidige udsving i de korte pengemarkedsrenter forplanter sig til de længere statsobligationsrenter, kan det medføre en ændring i det danske renteniveau, selvom de pengepolitiske renter er uændrede. Det kan i sig selv påvirke kronens kurs over for euroen. Det kan også påvirke den pengepolitiske transmission til realøkonomien, som har betydning for Nationalbankens anbefaling til finanspolitikken.

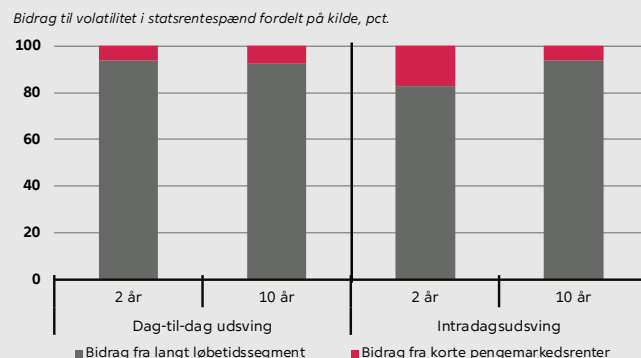
Sammenhængen mellem udsving i korte pengemarkedsrenter og længere statsrenter kan estimeres, men siger ikke noget om kausalitet

Til at estimere gennemslaget fra udsving i pengemarkedsrenter til statsrenterne anvendes først en vektorautoregression, som estimerer de dynamiske sammenhænge mellem de relevante renter.¹ Modellen estimerer den afsmittende effekt på hhv. det 2- og 10-årige dansk-tyske statsrentespænd fra udsving i DEST-STR-swapspændet på 1- og 3-måneders løbetid, de implicite terminsrentespænd baseret på spot- og forwardkurser for kronen over for euroen samt DEST-STR-swapspændet matchet med løbetiden på statsobligationsrenten.² Modellen estimeres både for dag til dag- samt intradag-udsving.

Fortsættes ...

FIGUR A

Udsving i pengemarkedsrenter bidrager kun begrænset til volatiliteten i statsobligationsrenter



Anm.: Figuren viser variansdekomponeringen af prognosefejl fra en vektorautoregression for kvadrerede daglige ændringer i det 2- og 10-årige dansk-tyske statsrentespænd (venstre) og intradags-volatilitet baseret på ændringer i 5-minutters intervaller (højre). Modellerne er estimeret på dagligt data for 2025. Daglige ændringer er renset for outliers, hvor observationer under hhv. over de respektive 2,5- og 97,5-fraktiler fra stikprøven sættes lig de givne grænseværdier. 'Bidrag fra langt løbetidssegment' indikerer, hvor meget udsving i statsrentespændet selv og DEST-STR-swapspændet på samme løbetid har bidraget til volatilitet i statsrentespændet, og 'Bidrag fra korte pengemarkedsrenter' hvor meget DEST-STR-swapspændene på hhv. 1- og 3-måneders samt de implicite terminsrentespænd på hhv. 1- og 3-måneders har bidraget til volatiliteten i statsrentespændet. Metoden bygger på F. Diebold og K. Yilmaz, Better to give than to receive: Predictive directional measurement volatility spillovers, *International Journal of Forecasting*, vol. 28, nr. 1, 2012, s. 57-66.

Kilde: Bloomberg Finance LP, LSEG Workspace og Danmarks Nationalbank.

... fortsat

Dag til dag-udsving måles ved de kvadrerede daglige ændringer, mens intradagsudsving måles ved den daglige volatilitet baseret på 5-minutters-ændringer. Modellen anvendes derefter til at beregne, hvor stor en andel af de uventede ændringer i udsvingene i statsrentespændet, der forklares af udsving i de korte pengemarkedsrenter.

Ovenstående model tager dog ikke højde for variation over tid og giver alene en historisk gennemsnitsbetragtning. Til at belyse eventuelle dynamiske sammenhænge mellem volatiliteten i de korte pengemarkedsrentespænd og dansk-tyske statsrentespænd suppleres der med en anden model, der estimerer dynamiske kovarianser ved at antage en simpel autoregressiv proces for kovariansen mellem modelvariablene.³ Modellen indeholder de samme variable som vektorautoregressionen og estimeres separat på daglige observationer for det 2- og 10-årige dansk-tyske statsrentespænd.

Modellerne er ikke strukturelle og siger derfor alene noget om statistiske korrelationer og ikke nødvendigvis kausale sammenhænge. I det følgende anvendes modellerne derfor til at vurdere, i hvilket omfang volatilitet i de korte pengemarkedsrentespænd historisk har slået igennem på de længere dansk-tyske statsrentespænd.

Volatilitet i pengemarkedet har i gennemsnit begrænsede afsmittende effekter på længere statsobligationsrenter

Resultaterne peger på, at daglige udsving i de korte danske pengemarkeder i gennemsnittet har haft lavt gennemslag til volatiliteten i de danske 2- og 10-årige statsobligationsrenter, jf. figur A, venstre side.

Bidraget fra dag til dag-udsving i danske pengemarkedsrentespænd er mindre end 10 pct. for både det 2- og 10-årige dansk-tyske statsrentespænd, imens størstedelen af volatiliteten stammer fra udsving i rentespændenes eget løbetidssegment. Det samme mønster ses for intradagsudsving, hvor de korte pengemarkedsrenter dog havde større betydning for det 2-årige dansk-tyske rentespænd, jf. figur A, højre side.

Resultaterne indikerer, at volatilitet i danske pengemarkedsrenter i gennemsnit har begrænset effekt på de længere statsobligationsrenter, men at intradageffekten kan være større i de kortere obligationsrenter.

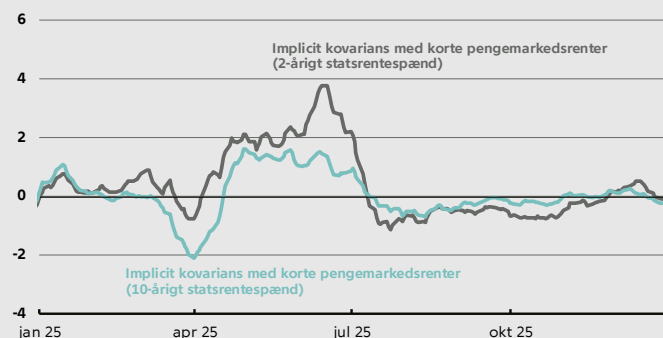
Sammenhængen kan variere over tid og afhænge af markedsforhold

Selvom de gennemsnitlige spillover-effekter fra de korte pengemarkedsrenter til statsobligationsmarkedet vurderes begrænsede, kan sammenhængen variere over tid. Det viser en estimering af dynamiske kovarianser mellem pengemarkedsrentespænd og det dansk-tyske statsrentespænd.

Under den midlertidige volatilitet i de danske pengemarkeder fra marts til juni 2025 steg samvariationen mellem korte pengemarkedsrentespænd og statsrentespændene, jf. figur B. I marts og april 2025 peger estimererne på, at kovariansen gik fra omkring nul til at være negativ. Det kan afspejle, at statsobligationsrenter i denne periode blev påvirket af en række stød uden direkte relation til de korte pengemarkeder, herunder forventninger om øgede forsvarsudgifter i Europa og den amerikanske administrations toldannoncering. Senere vendte den estimerede kovarians til at være positiv, særligt for det 2-årige statsrentespænd. Udviklingen kan have afspejlet, at udsving i valutatermsmarkedet gjorde det dyrere for udenlandske aktører at afdække beholdninger af danske statsobligationer, og at de derfor justerede deres efterspørgsel.⁴ Siden juli 2025 er kovariansen faldet tilbage omkring nul.

FIGUR B

Volatilitet i pengemarkedsrentespænd kan potentielt sætte sig i statsobligationsrentespændene under særlige forhold



Anm.: Figuren viser for det 2- og 10-årige dansk-tyske statsrentespænd summen af den estimerede implicitte kovarians med korte danske pengemarkedsrenter, givet som DESTR-€STR-swappspændet, hhv. de implicitte terminsrentespænd begge på 1 og 3 måneder. De implicitte kovarianser er beregnet pba. en Dynamic Conditional Correlation model, jf. R. Engle, Dynamic Conditional Correlation – a Simple Class of Multivariate Garch Models, *UCSD Economics Discussion Paper*, nr. 2000-09, 2000. Modellen er estimeret på daglige observationer fra 1. januar 2023 til 19. marts 2026. De viste tidsserier er 1-måneders glidende gennemsnit mellem 1. januar 2025 og 31. december 2025.

Kilde: Bloomberg Finance LP og Danmarks Nationalbank.

¹Jf. F. Diebold og K. Yilmaz, Better to give than to receive: Predictive directional measurement volatility spillovers, *International Journal of Forecasting*, vol. 28, nr. 1, 2012, s. 57-66.

²I alternative modelspecifikationer med reporerter inkluderet opnås tilsvarende resultater.

³Jf. R. Engle, Dynamic Conditional Correlation – a Simple Class of Multivariate Garch Models, *UCSD Economics Discussion Paper*, nr. 2000-09, 2000.

⁴Se også Danmarks Nationalbank, Statens Låntagning og gæld 2025, *Danmarks Nationalbank Rapport*, nr. 1, februar 2026.

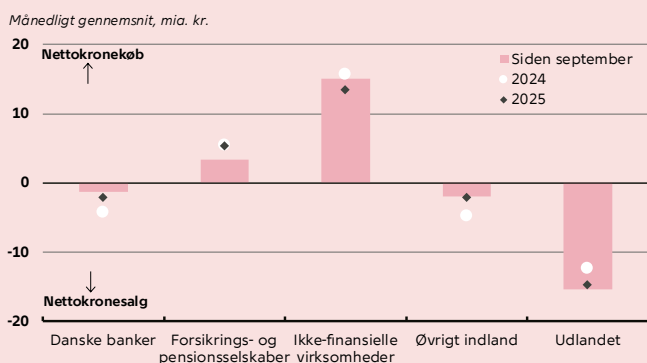
Lavere indenlandsk kroneefterspørgsel har præget balancen i kronemarkedet

Gradvis kronesvækkelse drevet af fortsat moderat dansk kroneefterspørgsel

Kronens kurs over for euroen er gradvist blevet svækket siden *Monetære og finansielle tendenser* i september 2025. Svækkelsen afspejler bl.a. en fortsat tilpasning i den indenlandske kroneefterspørgsel, efter det pengepolitiske rentespænd til euroområdet blev sat ned til -40 basispoint i februar 2023. Især den danske forsikrings- og pensionssektor har købt færre kroner end normalt igennem danske banker siden september 2025, jf. figur 21. Forsikrings- og pensionssektorens afdæmpede kroneefterspørgsel kan hænge sammen med et fortsat køb af udenlandske værdipapirer. Den seneste svækkelse af kronen skal også ses i lyset af, at danske ikke-finansielle selskaber har en afdæmpet kroneefterspørgsel trods et stigende dansk betalingsbalanceoverskud. Samtidig har udlandet og "Øvrigt indland"¹¹ solgt kroner via danske banker. Det samlede kronesalg fra "Øvrigt indland" var sammenfaldende med, at staten har haft forsvarsudgifter i valuta. Udlandets kronesalg via danske banker vurderes delvist at afspejle transaktioner fra danske aktører, der handler kroner gennem udenlandske banker (jf. senere). Omvendt vurderes den geopolitiske usikkerhed – herunder krigen i Mellemøsten – at have haft begrænset betydning for kronkursen. Det afspejles i begrænsede udsving i kronens kurs overfor euroen og at svækkelsen er sket gradvist over en længere periode.

FIGUR 21

Kronekøbet blandt danske pensionskasser har været mindre end normalt, imens udlandet fortsat har solgt kroner

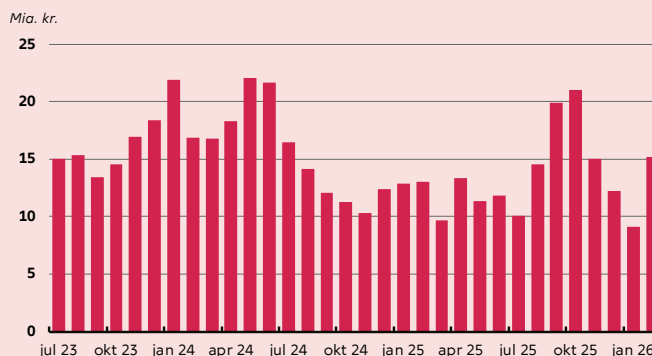


Anm.: Sektorfordelt nettokronekøb i det danske kronemarked. 'Siden september' løber fra 1. september 2025 t.o.m. 28. februar 2026. 'Øvrigt indland' indeholder finansielle selskaber ud over banker samt forsikrings- og pensionskasser, husholdninger, den offentlige sektor samt øvrige danske modparter. Nettokronekøbet på tværs af de angivne sektorer summer til nul.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

FIGUR 22

Danske ikke-finansielle virksomheders nettokronekøb er faldet lidt siden slutningen af 2024



Anm.: Danske ikke-finansielle virksomheders månedlige nettokronekøb gennem danske banker. Den viste serie er et 3-måneders glidende gennemsnit. Sidste datapunkt er den 28. februar 2026.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

¹¹ "Øvrigt indland" dækker over bl.a. staten, husholdninger, investeringsforeninger og holdingselskaber.

Ikke-finansielle virksomheders nettokronekøb var afdæmpet trods fortsat betalingsbalanceoverskud

Danske ikke-finansielle selskaber har gennem de senere år været de største nettokronekøbere gennem danske banker. Det afspejler det vedvarende overskud på betalingsbalancen, og at virksomhederne typisk køber kroner, når de hjemtager deres eksportindtægter.¹²

De ikke-finansielle selskaber har også været de største nettokronekøbere siden september, jf. figur 21. Siden efteråret 2024 har de ikke-finansielle virksomheders kronekøb i gennemsnit været en smule lavere end tidligere, jf. figur 22. Det er sket i en periode, hvor betalingsbalanceoverskuddet er steget væsentligt i nominelle termer.

Virksomhedernes afdæmpede kronekøb i forhold til de stigende betalingsbalanceoverskud skal bl.a. ses i lyset af en fortsat tilpasning af deres valutaafdækningsbeslutninger, efter Nationalbanken udvidede det pengepolitiske rentespænd til euroområdet til -40 basispoint i februar 2023. Derudover afspejler det afdæmpede kronekøb en række virksomhedsopkøb i udlandet, der krævede valuta og blev gennemført mod udgangen af 2025. Geopolitisk og handelspolitisk usikkerhed kan desuden have bidraget til at dæmpe nettokronekøbet, i det omfang eksportindtægter og dermed valutaafdækningsbehovet forventes at falde.¹³

Forsikrings- og pensionssektoren har købt færre kroner end normalt

Danske forsikrings- og pensionselskaber, FogP, har købt færre kroner via danske banker end normalt siden september 2025, jf. figur 21. Sektorens kronekøb har været lavt i forhold til den historiske sammenhæng mellem kronekursen og sektorens kronekøb, jf. figur 23.

FogP's afdæmpede kroneefterspørgsel skal bl.a. ses i lyset af fortsat betydelige opkøb af udenlandske værdipapirer siden september 2025, især amerikanske aktier, se figur 24. Fra udgangen af august 2025 til januar 2026 nettokøbte sektoren værdipapirer for i alt 35 mia. kr., hvilket fortsætter tendensen siden april 2025. Køb af udenlandske værdipapirer giver et valutabehov, i det omfang valutarisikoen ikke afdækkes fuldt ud. Hvis FogP har anvendt udenlandske banker, kan det også have bidraget til udlandets kronesalg via danske banker, jf. senere.

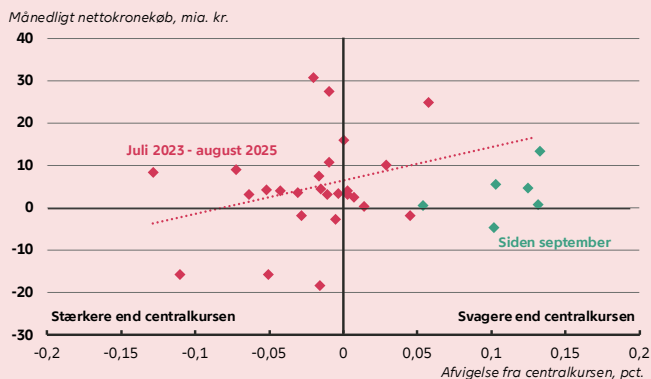
Afdækningsgraderne for dollar- og euroeksponeringer har samtidig været stabile siden september 2025. Den uændrede afdækningsadfærd indebærer, at afdækningen i perioden ikke har bidraget yderligere til at modvirke effekten på kroneefterspørgslen af sektorens værdipapirkøb i udlandet. Selskabernes dollarafdækning lå dermed fortsat højt sammenlignet med niveauet før april 2025, jf. figur 25, og kan bl.a. afspejle et fortsat ønske om at være mindre eksponeret mod dollarrisiko.

¹² Se også A. M. Otte, L. Risbjerg og M. B. Tjørnum, Virksomhederne spiller en central rolle i kronevalutamarkedet, *Danmarks Nationalbank Staff Paper*, nr. 2, marts 2026.

¹³ Bl.a. er indtjeningsforventningerne i den danske medicinalindustri aftaget, jf. Se Danmarks Nationalbank, Robust dansk økonomi i et usikkert globalt landskab, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 5, marts 2026.

FIGUR 23

FogP's kronekøb har været lavere end historiske sammenhænge tilsiger

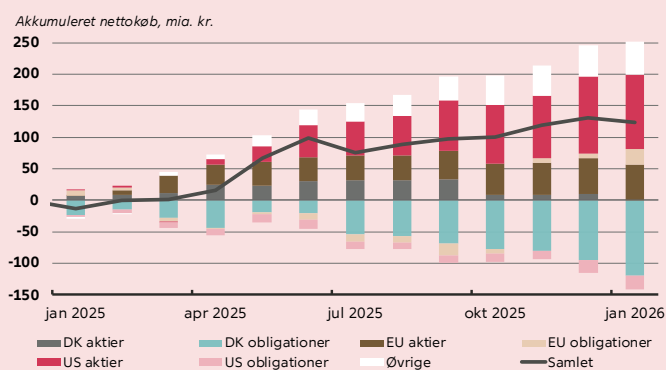


Anm.: Figuren viser FogP's månedlige nettokronekøb gennem danske banker mod kronens gennemsnitlige afvigelse fra centralkursen over måneden. Perioden løber fra juli 2023 til februar 2026.

Kilde: LSEG Workspace og Danmarks Nationalbank.

FIGUR 24

FogP har fortsat købt udenlandske værdipapirer



Anm.: Forsikrings- og pensionssektorens akkumulerede månedlige nettokøb af værdipapirer siden udgangen af 2024 fordelt på værdipapirets udstedelsesland. Tallene indeholder ikke investeringer i værdipapirer gennem afledte produkter som fx futures. Tallene er gennemlyst, så sektorens investeringer foretaget via danske investeringsforeninger medregnes. Seneste observation er januar 2026.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Udenlandske modparter fortsatte med at sælge kroner via danske banker, men effekterne af den geopolitiske udvikling vurderes begrænsede

Udenlandske modparter, især banker, har siden september 2025 været de største nettosælgere af danske kroner gennem danske banker, jf. figur 21. Udenlandske banker handler ofte på vegne af deres kunder, som både kan være danske og udenlandske aktører.¹⁴

Der ikke klare tegn på, at udenlandske investorer har haft behov for at sælge kroner siden september 2025. Udenlandske investorer har fx nettokøbt danske værdipapirer siden september 2025, hvilket trækker mod kronekøb i fravær af valutaafdækning. Udlandet har heller ikke modtaget store udbytter fra danske virksomheder siden september 2025, som normalt veksles fra kroner til valuta og giver kronessalg. Den geopolitiske usikkerhed vurderes desuden at have haft begrænset betydning for udlandets kronessalg. Det skyldes, at kronen gradvist er svækket overfor euroen og at udsvingene i kursen har været begrænsede.

Dansk brug af udenlandske banker kan have bidraget til udlandets kronessalg igennem danske banker

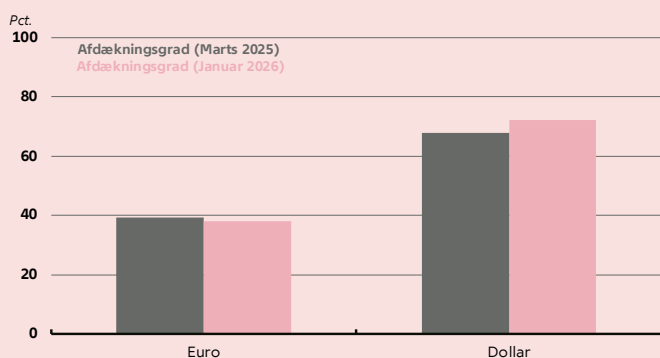
En del af de udenlandske bankers kronessalg kan afspejle, at de i stigende grad handler kroner med danske aktører. Flere større danske virksomheder og institutionelle investorer håndterer løbende deres valutabehov gennem både danske og udenlandske banker. Eksempelvis kan FogP have solgt kroner til udenlandske banker for at finansiere deres køb af udenlandske værdipapirer, jf. figur 24. Hvis de udenlandske banker ikke ønsker kroneeksponering, kan de sælge kronerne videre til danske banker. Mekanismen er nærmere beskrevet i boks 3.

¹⁴ Opgørelsen i figur 21 er baseret på Nationalbankens valuta- og pengemarkedsstatistik, som indeholder de største danske bankers valutahandler på første modpart. Med dette datagrundlag er det derfor ikke muligt entydigt at fastslå, hvem der ultimativt handler danske kroner gennem udenlandske banker.

Nationalbanken har flere datakilder til at belyse handlen med danske kroner. Et estimat for FogP's kronesalg gennem udenlandske banker har siden april 2025 korreleret særlig højt med udenlandske bankers nettokronesalg via danske banker, jf. figur 26.¹⁵ Det peger på, at en del af de udenlandske bankers kronesalg via danske banker i perioden har afspejlet handler foretaget af FogP. Datagrundlaget tillader dog ikke, at der drages endegyldige konklusioner om drivkræfterne bag kronesalget fra de udenlandske banker.

FIGUR 25

Afdækningsgraden af dollar og euro blandt forsikrings- og pensionsselskaber har ligget stabilt

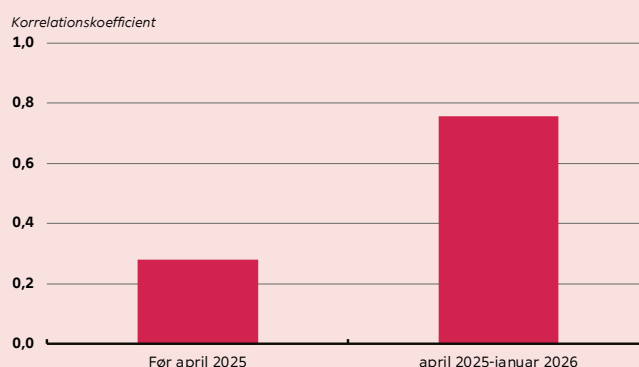


Anm.: Forsikrings- og pensionssektorens samlede dollar- og euroafdækningsgrad i marts 2025 og januar 2026.

Kilde: LSEG Workspace og Danmarks Nationalbank.

FIGUR 26

Udlandets nettokronekøb og en indikator for FogP's nettokronekøb via udlandet følges nu tættere ad



Anm.: Korrelation mellem udlandets månedlige nettokronekøb via danske banker i Nationalbankens valuta- og pengemarkedsstatistik og en proxy for FogP's månedlige nettokronekøb gennem udenlandske banker i perioden januar 2023 til januar 2026. Proxyen er beregnet som forskellen mellem FogP's samlede nettokronekøb opgjort p.b.a. Nationalbankens valuta- og pengemarkedsstatistik hhv. de individuelle selskabers direkte indberetninger til Nationalbanken.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

BOKS 4

Danske aktører kan indirekte bidrage til de udenlandske bankers kronesalg i valuta- og pengemarkedsstatistikken

I denne boks beskrives koblingen mellem udenlandske bankers adfærd på kronemarkedet og danske aktører med udenlandske bankforbindelser. Figuren illustrerer mekanismen for en udenlandsk bank, der i et stiliseret eksempel ønsker at nedbringe sin kronebeholdning med 25 mia. kr., fx fordi dens udenlandske kunder har solgt kroner. Hvis kroneefterspørgslen blandt danske aktører er høj (røde pile) kan den udenlandske bank eksempelvis afsætte i alt 20 mia. kr. til danske ikke-finansielle virksomheder og FogP. De resterende 5 mia. kr. sælges til danske banker. I et scenarie med lav kroneefterspørgsel fra danske aktører (grønne pile), kan den udenlandske bank kun sælge 5 mia. kr. til danske ikke-finansielle virksomheder, mens den køber 10 mia. kr. af FogP, som skal bruge valuta til at købe udenlandske værdipapirer. Den udenlandske bank har derfor kroneeksponering for 30 mia. kr., som den sælger til danske banker. Hvis danske aktører anvender udenlandske banker og har lav kroneefterspørgsel, kan det derfor bidrage til, at udenlandske banker i større grad sælger kroner til de danske banker i valuta- og pengemarkedsstatistikken.

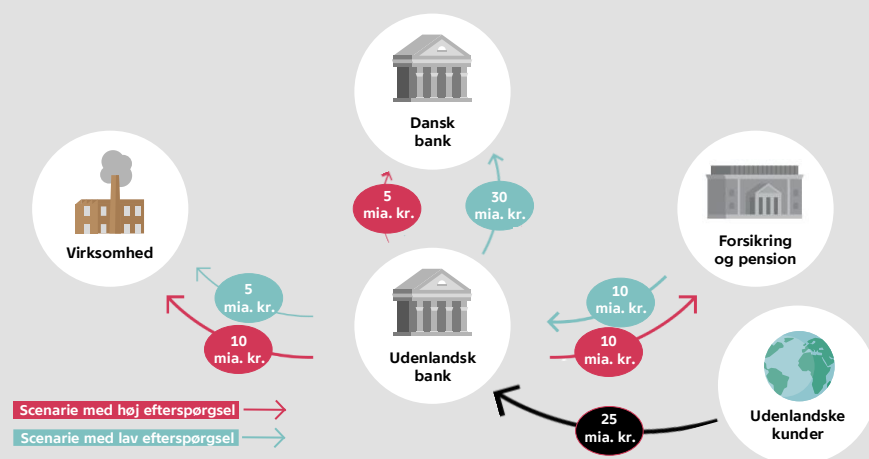
Fort sættes ...

¹⁵ Nationalbanken har flere datakilder til at belyse kronehandler i danske forsikrings- og pensionsselskaber, investeringsforeninger og de største ikke-finansielle virksomheder. Det gælder bl.a. månedlige balance- og transaktionsindberetninger. Baseret på disse kan Nationalbanken estimere virksomhedernes samlede månedlige nettokronekøb gennem både danske og udenlandske banker.

... fortsat

FIGUR

Et fald i kroneefterspørgslen blandt danske aktører med bankforbindelser i udlandet kan indirekte bidrage til udlandets kronesalg



Anm.: Stileret illustration. De angivne beløb er udelukkende til illustrative formål og afspejler ikke nødvendigvis konkrete beløb. Røde hhv. grønne pile angiver en situation med hhv. relativt høj og relativt lav kroneefterspørgsel fra danske ikke-finansielle virksomheder og FogP. Med henblik på at holde illustrationen simpel er der ikke angivet pile mellem danske banker og øvrige danske aktører, selvom de også vil handle kroner med hinanden.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

03

Udviklingen i de makro-finansielle forhold

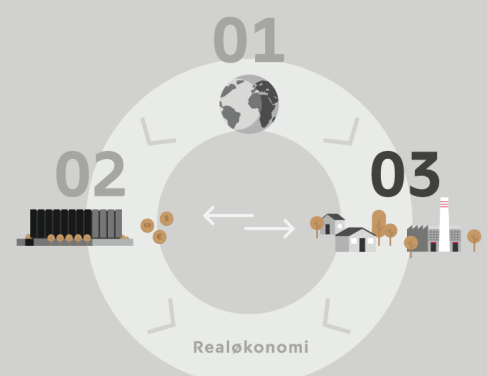
Nationalbankens pengepolitiske renter er blevet fastholdt siden juni 2025 på baggrund af uændrede renter hos ECB og en kronekurs tæt på centalkursen. Renten på både ny og eksisterende gæld for husholdninger og virksomheder var ved udgangen af februar 2026 omtrent uændret sammenlignet med den seneste *Monetære og finansielle tendenser* i september 2025. Efter krigen i Mellemøsten har der været en stigning i danske realkreditrenter, som slår hurtigt igennem til prisen på ny finansiering for husholdninger og virksomheder. Husholdningernes kreditvækst er steget siden september 2025, men ligger tæt på estimater for den strukturelle kreditvækst, som bestemmes af makroøkonomiske og finansielle forhold.

Husholdningernes gennemsnitlige rentefølsomhed er steget til det højeste niveau i adskillige år. Det skyldes, at flere vælger lån med kort rentebinding. Det øger det umiddelbare gennemslag fra højere markedsrenter til husholdningernes budgetter. Husholdningerne med korte rentebindinger har dog typisk mere luft i deres budgetter til at modstå potentielt stigende renteudgifter sammenlignet med husholdninger med fastforrentede lån.

Baseret på de nuværende finansieringsforhold og markedsdeltagernes forventninger til de pengepolitiske renter vurderer Nationalbanken, at pengepolitikken og de samlede finansielle forhold i Danmark aktuelt er neutrale for den økonomiske aktivitet. Krigen i Mellemøsten har indtil videre ikke ledt til en væsentlig stramning af danske finansielle forhold, da der har været en begrænset stigning i risikopræmier. Den geopolitiske usikkerhed kan dog føre til en stramning af de finansielle forhold fremover.

Kapitel 03 og sammenhængen med resten af analysen

Dette kapitel (03) giver en status på transmissionen af pengepolitikken til låneforholdene for husholdninger og virksomheder. Udviklingen på de globale finansielle markeder (01) og forholdene omkring den indenlandske pengepolitik (02) påvirker de makrofinansielle forhold for danske husholdninger og virksomheder (03). Pengepolitikken påvirker realøkonomien gennem forskellige kanaler, og den fulde effekt af pengepolitiske ændringer sker med en vis forsinkelse. I afsnittet analyseres transmissionen af pengepolitikken til husholdningernes og virksomhedernes finansieringsomkostninger. De nominelle og reale omkostninger ved at optage ny finansiering påvirker forbrugs- og investeringsbeslutningerne. Markedsrenterne transmitteres også gradvist til netto-rentebetalingerne, som påvirker forbrugs- og investeringsmulighederne.



Pengepolitikken og de finansielle forhold vurderes fortsat neutrale for økonomien

Nationalbanken har holdt de pengepolitiske renter uændrede siden juni 2025 på baggrund af uændrede renter i ECB og en kronekurs over for euroen tæt på centralkursen. Foranlediget af højere markedsbaseret inflationsforventninger i euroområdet efter udbruddet af krigen i Mellemøsten har markedsdeltagerne øget deres forventninger til de pengepolitiske renter i euroområdet, og derfor også i Danmark, over de næste år (se også kapitlet *Global Finansiell Markedsudvikling*). De højere forventninger til de pengepolitiske renter har også øget markedsrenter på realkreditlån, som slår direkte igennem på nye lån for husholdninger og virksomheder og gradvist transmitteres til de samlede låneomkostninger. Sammenlignet med 2022-23 er stigningen i forventningerne til de pengepolitiske renter begrænset.

Nationalbanken vurderer, ligesom i den seneste *Monetære og finansielle tendenser* fra september 2025, at pengepolitikken og de samlede finansielle forhold aktuelt er omtrent neutrale for den økonomiske aktivitet i Danmark. Vurderingen hviler på et bredt udvalg af indikatorer, herunder udviklingen i estimater for den neutrale pengepolitiske rente, udlånsrenter og kreditvækst. Krigen i Mellemøsten har ved redaktionens afslutning ikke ledt til en væsentlig stramning af danske finansielle forhold, men har dog øget usikkerheden om vækst- og inflationsudsigterne betydeligt. I risikoscenarier, hvor energipriserne forbliver høje eller stiger yderligere, kan de pengepolitiske renter i euroområdet stige mere, end markedsdeltagerne forventer – ligesom højere risikopræmier kan stramme de finansielle forhold.¹⁶

Modelestimer indikerer neutral dansk pengepolitik

Modelestimer for det neutrale renteniveau indikerer, at danske pengepolitiske renter er blevet fastholdt tæt på et niveau, der er neutralt for den økonomiske aktivitet, jf. figur 27. Det indikerer, at pengepolitikken i den aktuelle situation hverken skubber til eller dæmper den økonomiske aktivitet ift. det potentielle niveau.¹⁷ Udviklingen står i kontrast til 2023 og 2024, hvor pengepolitikken ifølge modelestimerne var restriktiv. Udviklingen i den neutrale rente i Danmark flugter med lignende estimater fra ECB.¹⁸ Selvom markedsdeltagerne forventer stigende pengepolitiske renter i euroområdet over de kommende år, er en beregningsteknisk fremskrivning af danske pengepolitiske renter baseret på markedsforventninger stadig tæt på estimerne for det neutrale renteniveau.

Estimer for den neutrale rente kan fungere som et udgangspunkt for en vurdering af pengepolitikens effekt på økonomien, herunder kapacitets- og inflationspresset. Estimerne kan dog ikke stå alene, bl.a. fordi den neutrale rente ikke kan observeres og derfor skal estimeres, hvilket indebærer betydelig usikkerhed. Samtidig påvirkes det pengepolitiske ståsted af andre finansielle forhold i økonomien end blot den pengepolitiske rente, der ikke nødvendigvis fanges i estimatet for den neutrale rente. De følgende afsnit tager derfor afsæt i en bred vifte af andre indikatorer, som sammen med det aktuelle renteniveau også har betydning for effekten af pengepolitikken i Danmark.

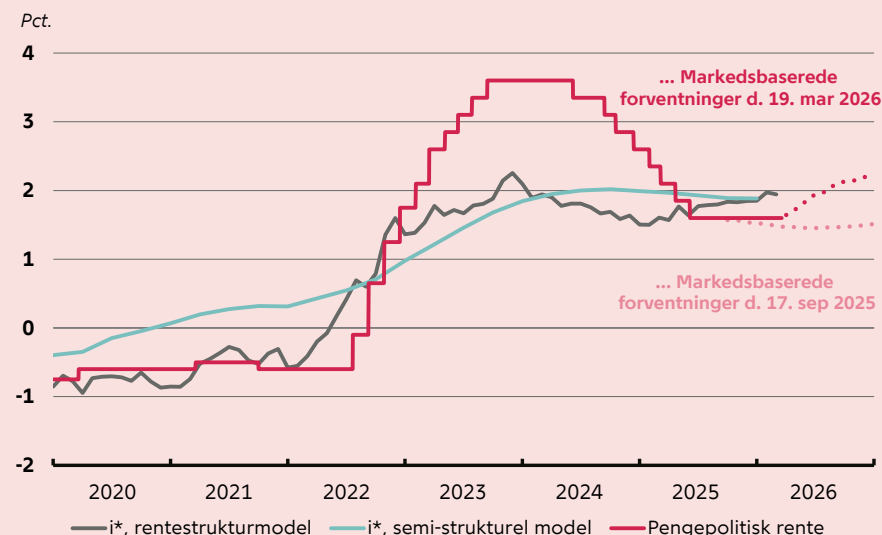
¹⁶ Se ECB's seneste prognose udgivet 19. marts 2026 og Danmarks Nationalbank, Svagere verdenshandel dæmper væksten i Danmark, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 5, marts 2026.

¹⁷ Se en uddybende diskussion af potentiel produktion og sammenhængen med den neutrale rente i M. Bess, T. J. Bock, R. B. Larsen, J. Poeschl, F. Rozcypal og C. J. Weissert, Produktionsgab i dansk økonomi – beregning og vurdering, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 22, september 2025.

¹⁸ Se Brand, C., N. Lisack og F. Mazelis, Natural rate estimates for the euro area: insights, uncertainties and shortcomings, *ECB Economic bulletin box*, februar 2025, samt I. Schnabel, No longer convenient? Safe asset abundance and r^* , tale af Isabel Schnabel, executive board member i ECB, til Bank of England's 2025 BEAR Conference i London, februar 2025.

FIGUR 27

Den pengepolitiske rente er fastholdt tæt på det estimerede neutrale niveau



Anm.: Figuren viser Nationalbankens foliorente (rød) samt markedsdeltagernes forventninger til €STR fratrullet det aktuelle pengepolitiske rentespænd mellem euroområdet og Danmark (stiplet). Estimerne for den neutrale pengepolitiske rente (i^*) er baseret på to forskellige modeller, som er beskrevet i bilaget i S.T. Hetland, M.M. Ingholt, R.B. Larsen og M. Spange, Realrenter i lyset af inflation og højere offentlig gæld, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 2, februar 2023. Estimerne er behæftet med betydelig usikkerhed. Seneste datapunkt er februar 2025 for rentestrukturmodellen, 4. kvartal 2025 for den semi-strukturelle model og 19. marts 2026 for pengepolitisk rente.

Kilde: LSEG Workspace, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

Højere risikofrie renter øger omkostningerne på ny gældsfinansiering, mens prisen på egenkapitalfinansiering er faldet siden september

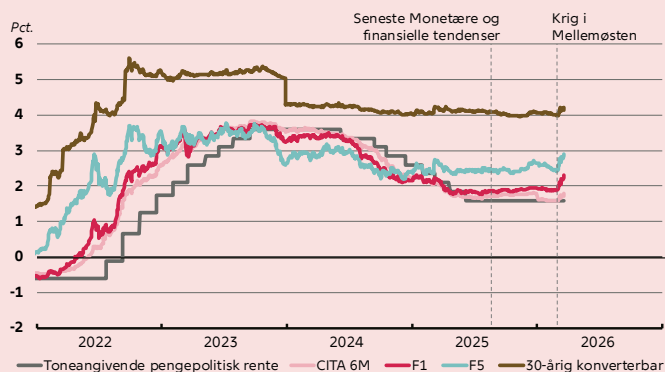
I perioden september 2025 til februar 2026 var realkreditrenterne omtrent uændrede på tværs af løbetider, jf. figur 28. I samme periode var husholdningernes og virksomhedernes renter på nye lån fladet ud efter tidligere fald, jf. figur 29. Efter udbruddet af krigen i Mellemøsten steg realkreditrenterne bredt med mellem 20-50 basispoint. Stigningerne i den toneangivende 30-årige realkreditrente skyldes primært højere risikofrie renter, mens en fortsat investorinteresse har holdt kreditpræmien (målt som det optionsjusterede rentespænd) omtrent uændret.

Virksomhederne samlede omkostning ved ekstern finansiering faldt mærkbart fra september 2025 til januar 2026, primært fordi lavere aktierisikopræmier trak prisen på egenkapitalfinansiering ned, jf. figur 30.¹⁹ Egenkapitalomkostningerne steg moderat i februar 2026. I løbet af februar faldt det toneangivende danske aktieindeks med over 10 pct., hvilket bidrog til en lidt højere aktierisikopræmie på danske aktier. Faldet i aktiekurserne i februar var primært drevet af Novo Nordisk, som faldt markant. Danske aktiekurser er faldet en smule efter udbruddet af krigen i Mellemøsten, men faldet er mere bredt funderet end i februar. Prisen på egenkapitalfinansiering har indtil videre været omtrent uændret i marts. Det skyldes, at stigningen i risikofrie renter er blevet modgået af en lidt lavere aktierisikopræmie. Indtil videre har krigen derfor haft begrænsede effekter på danske aktierisikopræmier.

¹⁹ Pris på egenkapitalfinansiering består af en risikofri rente og aktierisikopræmien.

FIGUR 28

Realkreditrenterne er steget lidt siden september

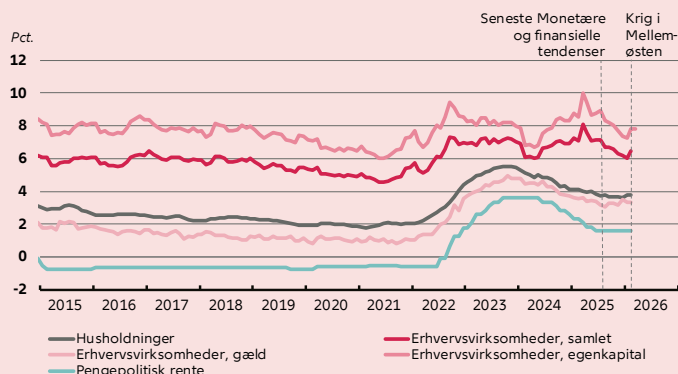


Anm.: Den toneangivende pengepolitiske rente er foliorenten. Niveauskift i serien for 30-årig konverterbar afspejler kuponskift. Cita-swaprenten, faldt mekanisk med 19 basispoint 1. januar 2026 som følge af en ændring i opgørelsen fra den tidligere referencerente, Tom/Next, til DESTR. Seneste datapunkt er d. 19. marts 2026.

Kilde: Danmarks Nationalbank, LSEG Workspace og Nordea Analytics.

FIGUR 29

Omkostningerne ved gældsfinansiering er fladet ud, mens prisen på egenkapitalfinansiering er faldet siden september



Anm.: Balancevægtede omkostninger ved optag af ekstern finansiering. Se flere detaljer om metode i boks 1 i Danmarks Nationalbank, Rentefald og konverteringsbølge, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 19, september 2019. Seneste datapunkt for omkostningerne ved egenkapitalfinansiering er 19. marts, mens det for de øvrige serier er februar 2026.

Kilde: Danmarks Nationalbank, Danmarks Statistik, LSEG Workspace samt egne beregninger.

Renterne på udestående lån er fladet ud og vil ifølge markedsforventninger begynde at stige gradvist i løbet af 2026

Den gennemsnitlige rente på udestående lån for danske husholdninger og virksomheder er fladet ud fra september 2025 til januar 2026 (seneste datapunkt) efter en længere periode med en aftagende tendens, jf. figur 30. Udfladningen afspejler primært, at renterne på nye lån var meget stabile i den pågældende periode. Det overordnede billede dækker dog over en forskelligartet udvikling blandt låntagerne. Låntagere med F3-lån oplevede et rentefald på i gennemsnit 0,9 procentpoint ved deres seneste rentetilpasning i januar 2026, mens de sidste låntagere med negative renter på F5-lån fik en rentestigning på 2,9 procentpoint.

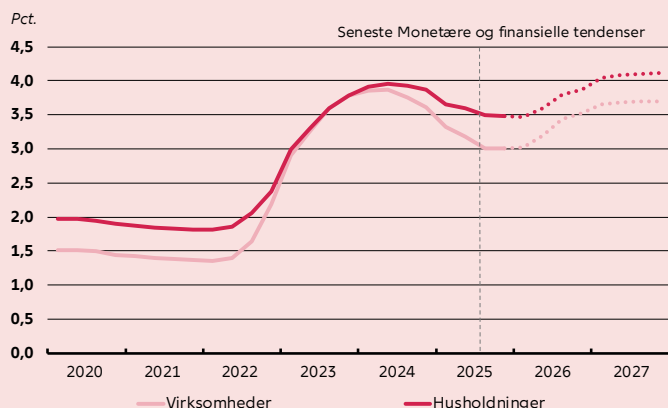
Markedsdeltagernes renteforventninger peger på en gradvis stigning på ca. 60 basispoint i renterne på udestående lån over de kommende to år, jf. figur 30. Det viser en beregningsteknisk fremskrivning, som også tager højde for tidspunkterne for de kommende rentetilpasninger.²⁰ Fremskrivningen afspejler, at markedsdeltagerne aktuelt forventer rentestigninger i de korte lånesegmenter i løbet af de næste år. Det hænger sammen med stigende forventninger til de pengepolitiske renter i euroområdet, jf. kapitlet om *Global Finansiell Markedsudvikling*. Ifølge fremskrivningen vil markedsdeltagernes renteforventninger sætte sig i stigende renter på fx udestående F5-lån i løbet af i år, som følge af rentetilpasninger til et lidt højere renteniveau. Fremskrivningen forudsætter, at de nuværende markedsforventninger korrekt afspejler de

²⁰ Fremskrivningen er baseret på implicitte markedsforventninger for lånesegmenterne F-kort, F1, F3, F5 og fastforrentede lån. Fremskrivningen tager højde for ændringer i den gennemsnitlige rentesats ved både bankgæld og F-lån, når renterne løbende bliver tilpasset. Der antages uændrede renter på fastforrentede lån, og at ændringer i renten på banklån er 60 pct. af ændringen i F-kort-renten, dvs. det observerede gennemslag i den seneste rentecyklus. Det antages yderligere, at der er en udskiftning på 5 pct. af fastforrentede lån i hvert kvartal, svarende til en gennemsnitlig udskiftning siden 2003 uden for konverteringsbølger. Det svarer til den implicitte markedsforventning til den 30-årige rente i det pågældende kvartal. Lånesammensætningen i fremskrivningsperioden antages at være som i december 2025. Fremskrivningen er behæftet med betydelig usikkerhed, både hvad angår markedsudviklingen og konverteringsadfærden blandt låntagere med fast rente.

fremtidige markedsrenter og er bl.a. af den grund behæftet med usikkerhed. Højere renteudgifter trækker isoleret set i retning af gradvist strammere finansielle forhold for danske husholdninger og virksomheder over de næste år.

FIGUR 30

Markedsdeltagerne forventer, at den gennemsnitlige rente på udestående lån i Danmark gradvist vil stige

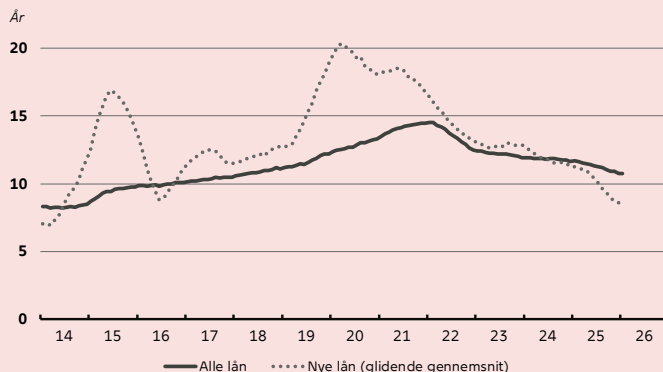


Anm.: Kvartalsvis gennemsnitlig rente inkl. bidrag på udestående bank- og realkreditgæld for danske husholdninger samt nonprofit-institutioner rettet mod husholdninger og ikke-finansielle virksomheder. Stiplede linjer angiver fremskrivninger, og metoden er forklaret i fodnote 24. Seneste datapunkt er 4. kvartal 2025. Fremskrivningen er baseret på markedsforventningerne fra d. 19. marts.

Kilde: Danmarks Nationalbank, ECB og egne beregninger.

FIGUR 31

Rentebindingen på husholdningernes gæld er blevet kortere



Anm.: Gennemsnitlige antal år til næste rentefiksering for danske husholdningers nye og udestående bank- og realkreditgæld. Serien er baseret på indberettede intervaller for tid til næste rentefiksering fra MFI-statistikken, hvor den øvre grænse på intervallet anvendes for alle låntyper over hele perioden. Seneste datapunkt er for januar 2026.

Kilde: Danmark Nationalbank og egne beregninger.

Kortere rentebindinger kan indebære et hurtigere rentegennemslag fremadrettet for husholdninger

Over de seneste år har lavere renter på lån med kort rentebinding og muligheden for at kunne realisere en kursgevinst ved at tilbagekøbe fastforrentede lån fået flere husholdninger til at vælge kortere rentebinding. Når rentebindingen forkortes, slår ændringer i markedsrenterne som udgangspunkt hurtigere igennem til de faktiske låneomkostninger, svarende til en højere rentefølsomhed for de pågældende låntagere.²¹ Udviklingen har betydet, at husholdningernes gennemsnitlige rentebinding på nye lån er faldet fra ca. 20 år i 2020 til 9 år i januar 2026, hvilket er det laveste i over et årti, jf. figur 31. Rentebindingen på udestående lån er i gennemsnit faldet til 11 år og estimeres til at være omkring 1,5 år, når der ses bort fra fastforrentede realkreditlån. Rentebindingerne i Danmark er i gennemsnit betydeligt kortere end i euroområdet, og den seneste udvikling har udvidet denne forskel. Forskellen trækker i retning af, at pengepolitikken i Danmark slår hurtigere igennem til danske husholdningernes budgetter ift. i euroområdet.²²

Husholdningerne med korte rentebindinger har dog i mange tilfælde mere luft i deres budgetter til at modstå potentielt stigende renteudgifter sammenlignet med husholdninger med fastforrentede lån. Det ses bl.a. ved, at deres

²¹ Der er her tale om det mekaniske rentegennemslag til lån knyttet til referencerenter og rentetilpasninger af F-lån. Rentegennemslaget kan også finde sted via aktive låneomlægninger, hvilket behandles i næste afsnit.

²² Se A. Bovin, M. Jørgensen, A. Kuchler, J. W. Larsen, M. B. Læssøe og A. M. Otte, Pengepolitisk cashflow-effekt for husholdninger i Danmark og euroområdet, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 1, januar 2024.

låneudgifter i forhold til deres indkomster (gældsserviceringsgrad) typisk er lavere.²³ Det er også tilfældet for husholdningerne med de højeste gældsserviceringsgrader, som potentielt kan blive tvunget til at reducere deres forbrug mest i perioder med rentestigninger.

Rentegennemslaget til husholdningerne afhænger også af omlægninger

Husholdningernes gradvise bevægelse imod kortere rentebinding betyder, at det *mekaniske* gennemslag af renteændringer på husholdningernes budgetter er hurtigere end tidligere. Der er dog usikkerhed om rentegennemslaget via konverteringer af fastforrentede lån, som er frivillige og kræver en aktiv handling fra låntageren. Historisk har konverteringer af fastforrentede lån haft en stor betydning for det samlede rentegennemslag, når renteændringerne har været betydelige og igangsat en konverteringsbølge.²⁴ I et scenarie med små og gradvise stigninger i realkreditrenterne kan det ikke udelukkes, at omfanget af opkonverteringer vil være mindre end tidligere. Det skal ses i lyset af, at ca. halvdelen af låntagerne med et konverterbart realkreditlån allerede har en kuponrente på højst 2 pct. og endnu ikke har opkonverteret.²⁵ Konverteringer af fastforrentede lån spiller alt andet lige en mindre rolle for det samlede rentegennemslag nu end tidligere, idet andelen af husholdningernes lån med fast rente er faldet med 13 procentpoint siden toppen i januar 2022 og nu udgør 31 pct. af husholdningernes samlede lån i bank og realkreditinstitutter.

Husholdningernes kreditvækst er steget gradvist og har været drevet af en øget låneefterspørgsel i forbindelse med bolighandler

Årsvæksten i husholdningernes bank- og realkreditkreditlån er fortsat med at stige siden september 2025, jf. figur 32. Udviklingen i låntagningen afspejler især, at låneefterspørgslen har været støt stigende i perioden, jf. Nationalbankens seneste udlånsundersøgelse for 4. kvartal 2025. Den stigende kreditvækst med pant i fast ejendom er primært drevet af øget låntagning til boligkøb, mens bidraget fra merbelåninger og omlægninger er begrænset, jf. figur 33.

Der har på det seneste været en positiv sammenhæng mellem husholdningernes kreditvækst og væksten i boligpriserne på tværs af landet.²⁶ Kreditvæksten har dog været betydeligt lavere end boligprisstigningerne. I København har både kredit- og boligprisvæksten været i den høje ende og udgjorde henholdsvis 7 pct. og 20 pct. i 4. kvartal 2025 sammenlignet med året før.²⁷ Forskellen mellem væksten i kredit og boligpriser skal bl.a. ses i lyset af en længerevarende tendens til, at boligkøberne har højere indkomster og kommer med større udbetalinger.²⁸ Derudover viser empiriske studier, at de afsmittende effekter fra stigende boligpriser på kreditvæksten ofte finder sted med en vis forsinkelse.²⁹

²³ En lavere gældsserviceringsgrad er en indikator for mere luft i budgettet. Der tages forbehold for, at nogle husholdninger med en lavere gældsserviceringsgrad kan have relativt høje faste omkostninger. Baseret på data fra 4. kvartal 2025 opgøres gældsserviceringsgraden til at være højere for husholdninger med fastforrentede lån sammenlignet med husholdninger med variabelt forrentede lån på tværs af fordelingen. Gældsserviceringsgraden er for husholdninger med variabelt forrentede lån hhv. 5 procentpoint lavere målt på medianen og 20 procentpoint lavere for de 10 pct. af husholdningerne med de højeste gældsserviceringsgrader.

²⁴ Se A. Bovin, M. Jørgensen, A. Kuchler, J. W. Larsen, M. B. Læssøe og A. M. Otte, Pengepolitisk cashflow-effekt for husholdninger i Danmark og euroområdet, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 1, januar 2024.

²⁵ Der kan være flere årsager til, at en given låntager ikke har valgt at omlægge. Et segment af låntagerne er inaktive på trods af at have de økonomiske incitamenter til at omlægge, se H. Y. Andersen, C. S. Christensen, C. Kreiner og S. Leth-Petersen, Are People Systematically Inactive Across Financial Decisions? Linking Evidence from Mortgage and Retirement Saving Decisions', *CEPR Discussion Paper No. 20610*, CEPR Press, Paris & London.

²⁶ Se også Danmarks Nationalbank, Usikre tider kræver fokus på robusthed og beredskab, *Danmarks Nationalbank Analyse (Finansiel Stabilitet – halvårlig vurdering og anbefalinger)*, nr. 28, november 2025.

²⁷ Boligprisvæksten er beregnet som et gennemsnit af udviklingen i salgspriser på ejerlejligheder og villaer/rækkehuse fra Boligsiden vægtet med deres andele af boligmassen i København.

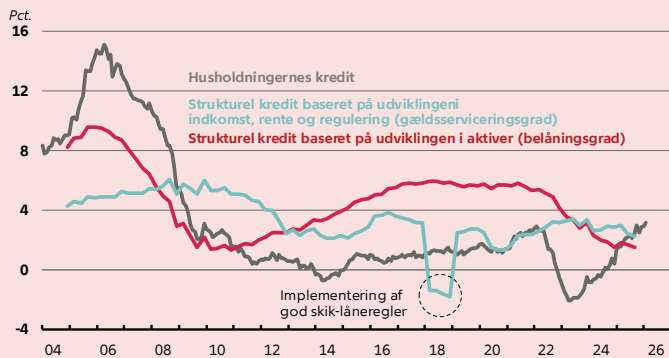
²⁸ Se H.Y. Andersen, C. W. Gaarskær, S. J. Hviid, A. W. Klein, R. R. Nissen og E. T. Vestergaard, Et boligmarked i to tempi, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 27, november 2025.

²⁹ Se O. J. Grinderslev, P. L. Kramp, A. F. Kronborg og J. Pedersen, Financial cycles: What are they and what do they look like in Denmark?, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 115, juni 2017.

Merbelåninger har tidligere været udbredte i forbindelse med større konverteringsbølger og været understøttende for det private forbrug.³⁰ De aktuelt afdæmpede merbelåninger – på trods af generelt store stigninger i boligpriser og dermed friværdier – skal bl.a. ses i sammenhæng med lav forbrugertillid og forbrugstilbøjelighed i Danmark.³¹

FIGUR 32

Kreditvæksten er steget og er nu tæt på estimater for den strukturelle kreditvækst

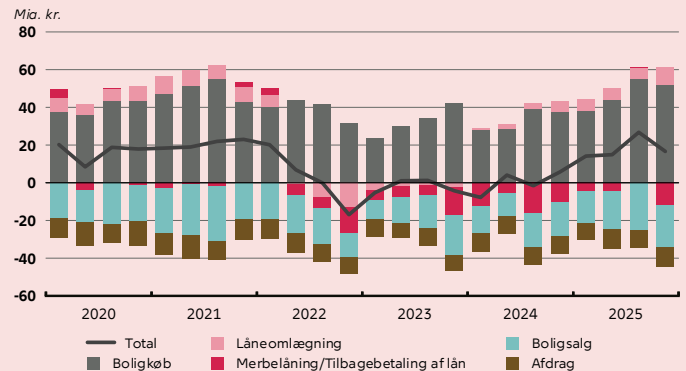


Anm.: Årlig vækst i husholdningernes bank- og realkreditgæld. De to estimater for den strukturelle kreditvækst er fra A. M. Otte og I. G. Yordanova, Hvad ligger bag danskernes stigende gæld?, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 13, juni 2020. Seneste datapunkt er hhv. september 2025 for den strukturelle kreditvækst og februar 2026 for den faktiske kreditvækst.

Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

FIGUR 33

Husholdningernes kreditvækst har været drevet af boligkøb



Anm.: Ændring i danske husholdningers lån med pant i ejerboliger, inkl. fritidsboliger. Omfatter realkredit- og bankfinansiering for ejendomme, hvor hele finansieringen er placeret i fuldt indberettende kreditinstitutter til Kreditregisteret. Seneste datapunkt er 4. kvartal 2025.

Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

Husholdningernes kreditvækst ligger tæt på estimater for den strukturelle kreditvækst og indikerer omtrent neutrale finansielle forhold

Stigningen i husholdningernes kreditvækst over de seneste år følger en periode med meget lav kreditvækst i 2022-23, jf. figur 32. Den seneste stigning afspejler derfor til dels, at der ikke længere er store gældsreduktioner i forbindelse med tilbagekøb af fastforrentede lån som i 2022-23.³²

Den årlige vækst i kredit til husholdninger var på 3,2 pct. i februar 2026, hvilket er tæt på estimater for den strukturelle kreditvækst. Det indikerer, at kreditvæksten er afstemt med den økonomiske udvikling og er konsistent med neutral pengepolitik og finansielle forhold. Den højere kreditvækst følger en lang periode siden finanskrisen, hvor kreditvæksten har været under den strukturelle kreditvækst, og husholdningerne har konsolideret sig. Det har betydet, at husholdningerne er gået fra at have et kreditniveau over estimatet for det strukturelle niveau til, at det nu ligger under.

Den strukturelle kreditvækst adskiller sig fra den faktiske kreditvækst ved at afhænge af udviklingen i husholdningernes *strukturelle* indkomst, den *neutrale* nominelle rente og husholdningernes *strukturelle* formuer, som måles ved

³⁰ Se H. Y. Andersen, S. L. Bech, I. R. Julin og A. M. Otte, Låneomlægninger understøtter det private forbrug, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 17, september 2019.

³¹ Se A. Kuchler, A. W. Klein, E. H. Partsch og M. Spange, Det vedvarende fald i forbrugskvoten: Årsager og drivkræfter, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 4, marts 2026.

³² Se H. Y. Andersen, E. Grenestam, M. B. Læssøe, A. M. Otte og S. A. M. Steffensen, Refinancing behaviour by households in Denmark when mortgage rates rise, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 2, februar 2023.

estimerer fra andre modeller.³³ Den strukturelle kreditvækst beregnes som væksten i det strukturelle kreditniveau, som ikke kan observeres direkte, men skal estimeres.³⁴ Det strukturelle kreditniveau kan enten estimeres ud fra husholdningernes betalingsevne (målt ved en gældsserviceringsgrad) eller ved deres formuer (belåningsgrad). Idéen er, at højere indkomster, lavere renter og højere formuer er forbundet med et højere kreditniveau. Dette er teoretisk funderet i den akademiske litteratur og kommer ligeledes til udtryk i praksis ved, at bankernes kreditvurdering er baseret på både en gældsservicerings- og belåningsgrad. Estimererne for både den strukturelle kreditvækst og det strukturelle kreditniveau er forbundet med usikkerhed og indgår som et af flere elementer i den samlede vurdering af kreditudviklingen.

Virksomhedernes optag af ekstern finansiering er faldet en smule, men er fortsat højt

Danske virksomheder hentede ekstern finansiering i Danmark for cirka 100 mia. kr. i andet halvår af 2025. Det er mindre end i første halvår af 2025, men relativt højt i et længere perspektiv, jf. figur 34. Store virksomheder står fortsat bag størstedelen af optaget af ny finansiering. Enkelte store virksomheder har rejst aktiekapital for at understøtte nye store projekter, mens andre har foretaget virksomhedsopkøb. Virksomhedskøb bidrog væsentligt til det betydelige finansieringsoptag i 2024 og første halvår af 2025.³⁵ Omfanget af virksomhedsopkøb er faldet sidenhen og har i mindre grad været baseret på indenlandsk finansiering på det seneste.

Der er ikke tegn på, at geo- og handelspolitisk usikkerhed indtil videre har påvirket virksomhedernes låneefterspørgsel eller kreditinstitutternes kreditstandarder og risikovillighed mærkbart. Det viser Nationalbankens seneste udlånsundersøgelse for 4. kvartal 2025, hvor de adspurgte kreditinstitutter beretter om øget kreditefterspørgsel i forbindelse med nye investeringsprojekter. Den handelspolitiske usikkerhed relateret til toldudmeldinger fra den amerikanske administration har med andre ord ikke haft en tydelig negativ indvirkning på låneefterspørgslen. Det skal ses i lyset af, at danske virksomheder tidligere har været i stand til delvist at afbøde effekten af told ved at søge nye handelspartnere eller omdirigere eksporten gennem andre lande. Deres beskæftigelse og investeringer har således ikke været nævneværdigt påvirket.³⁶ Det understøtter Nationalbankens prognose om, at der fortsat er udsigt til fremgang i dansk økonomi over de kommende år, hvor erhvervsinvesteringerne forventes at stige i et afdæmpet tempo.³⁷

Indeks for de samlede finansielle forhold viser omtrent uændrede finansielle forhold siden september 2025 trods geopolitiske spændinger

Et samlet indeks for danske finansielle forhold sammenvægtet udvalgte komponenter fra de foregående afsnit samt øvrige markedsdata, der vurderes at have betydning for transmissionen af pengepolitikken til de finansielle forhold i Danmark. Indekset peger på omtrent uændrede finansielle forhold med en lille lempelse samlet set siden september 2025. Det afspejler faldende risikopræmier og en svagere effektiv kronekurs frem til januar 2026 jf. figur 35. I februar og

³³ Den strukturelle indkomst måles med Nationalbankens estimatet for det potentielle niveau for nominelt BNP, mens der for den naturlige nominelle rente anvendes Nationalbankens estimater vist i figur 27. Det strukturelle niveau af formuerne består af husholdningernes boligformue, som estimeres på baggrund af den fundamentale boligpris fra Nationalbankens boligprismodel, og trenden i deres pensionsformue, kontanter og indlån. Læs mere om konceptet og estimationen i A. M. Otte og I. G. Yordanova, Hvad ligger bag danskernes stigende gæld?, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 13, juni 2020.

³⁴ Læs mere om konceptet og estimationen i A. M. Otte og I. G. Yordanova, Hvad ligger bag danskernes stigende gæld?, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 13, juni 2020.

³⁵ Se også Danmarks Nationalbank, Usikre tider kræver fokus på robusthed og beredskab, *Danmarks Nationalbank Analyse (Finansiell Stabilitet – halvårlig vurdering og anbefalinger)*, nr. 28, november 2025.

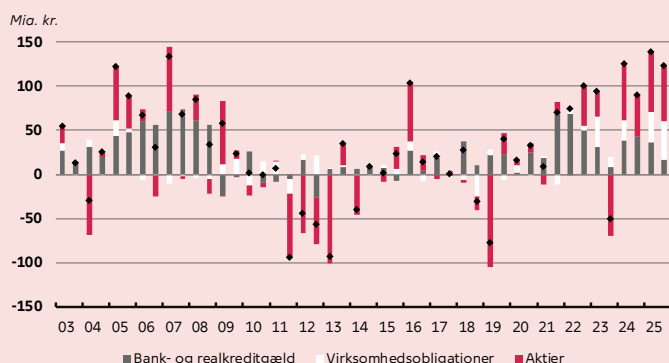
³⁶ Se H. Y. Andersen og T. Krause, Tariffs and Danish exports: Insights from three decades of microdata, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 4, december 2025.

³⁷ Se Danmarks Nationalbank, Robust dansk økonomi i et usikkert globalt landskab, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 5, marts 2026.

marts har der været en mindre stramning af de finansielle forhold. I februar var stramningen primært relateret til faldende danske aktiekurser, jf. tidligere. I marts skyldes stramningen en lidt højere implicit rentevolatilitet, som er relateret til usikkerheden om energipriser affødt af krigen i Mellemøsten og centralbankernes reaktion.³⁸ Indtil videre har krigen i Mellemøsten ikke haft stor effekt på de finansielle forhold i Danmark, da ændringen i renteforventninger og risikopræmier har været begrænset sammenlignet med tidligere episoder med høje energipriser og markedsvolatilitet. Krigen i Mellemøsten og den generelle geopolitiske usikkerhed kan dog fremadrettet føre til en stramning i de finansielle forhold, fx hvis højere end forventet inflation i euroområdet fører til flere pengepolitiske renteforhøjelser fra ECB ift. de aktuelle markedsforventninger og markante stigninger i risikopræmier.

FIGUR 34

Virksomhederne optager fortsat ny ekstern finansiering på et højt niveau

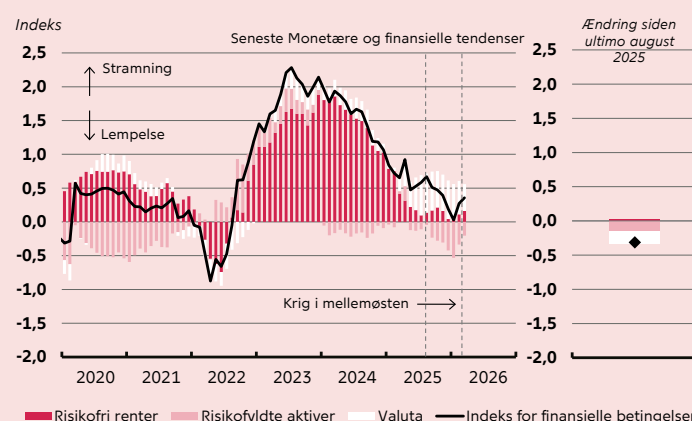


Anm.: Danske ikke-finansielle virksomheders nettolåntagning via danske banker og realkreditinstitutter samt nettoudstedelser af virksomhedsobligationer og aktier i Danmark. Figuren viser nominelle værdier. Seneste datapunkt er for 2. halvår 2025.

Kilde: LSEG Workspace, Macrobond, Nykredit og Danmarks Nationalbank.

FIGUR 35

Lille lempelse i de samlede finansielle forhold i Danmark



Anm.: Udviklingen i indeks for finansielle betingelser og underkomponenter vist på månedlig basis. "Risikofri renter" er den første principale komponent af swaprenter med løbetid fra 3 måneder til 10 år fratrullet den 1-årige swaprente om 9 år (proxy for en markedsbaseret nominel ligevægtsrente). "Risikofyldte aktiver" er første principale komponent af følgende variable: 1) Månedligt afkast på C20, 2) en proxy for aktierisikopræmien (forventet indtjeningsforrentning på C20 fratrullet en 10-årig swaprente), 3) optionsjusteret rentespænd på realkreditobligationer og 4) implicit rentevolatilitet fra 1Y10Y swaptioner og 3-måneders Cibur-OIS-rentepænd. "Valuta" er nominel effektiv kronekurs. De tre faktorer er vægtet i det samlede indeks ud fra deres effekt på dansk inflation i en VAR-model via impuls-respons-funktioner. Seneste datapunkt er marts 2026, hvor datagrundlaget er til og med 19. marts.

Kilde: LSEG Workspace, Macrobond, Nykredit og Danmarks Nationalbank.

³⁸ Det forholdsvis lille bidrag til en stramning i indekset fra komponenten "Risikofrie renter" skal ses i lyset af, at komponenten er opgjort som forskellen til den estimerede neutrale rente. Siden ultimo august 2025 er de faktiske renter kun steget lidt mere end estimeret for den neutrale rente.

Publikationer



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.



STAFF PAPER

Staff Papers giver indblik i det analysearbejde, som Nationalbankens ansatte er i gang med. Staff Papers indeholder fx baggrundsanalyser og metodebeskrivelser. De henvender sig primært til dig, der i forvejen har kendskab til økonomiske og finansielle analyser. De konklusioner, der udtrykkes i Staff Papers, er forfatterens egne og skal ikke opfattes som Nationalbankens holdning.



WORKING PAPER

Working Papers præsenterer forskningsarbejde fra både ansatte i Nationalbanken og vores samarbejdspartnere. Working papers 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. De konklusioner, der udtrykkes i Working Papers, er forfatterens egne og skal ikke opfattes som Nationalbankens holdning.



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.

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 20. marts 2026



**DANMARKS
NATIONALBANK**