

# Neutral pengepolitik i en tid med global usikkerhed

Usikkerheden på de finansielle markeder steg væsentligt i april, men er efterfølgende aftaget. Kronekursen har været stabil, og Nationalbanken havde ved udgangen af august ikke intervenseret i over to og et halvt år. Nationalbanken har fulgt Den Europæiske Centralbanks, ECB's, rentenedsættelser på 25 basispoint i henholdsvis april og juni. Nationalbanken vurderer, at pengepolitikken og de finansielle forhold i Danmark er neutrale for den økonomiske aktivitet.

## Kontakt

**Peter Levring**  
Kommunikations- og presserådgiver

[pnbl@nationalbanken.dk](mailto:pnbl@nationalbanken.dk)  
+45 3363 6383

37 sider



## Midlertidig uro har præget de globale finansielle markeder

Stigende makroøkonomisk usikkerhed førte i april til væsentlige udsving på de finansielle markeder, der dog siden maj er aftaget igen. Udviklingen i amerikanske og europæiske statsobligationsrenter er blevet mere asynkron, bl.a. i takt med at risikopræmierne på amerikansk statsgæld er steget. Dollaren er svækket væsentligt siden marts, men der er ikke tegn på, at investorer fravælger dollaraktiver. ECB vurderer, at deres pengepolitik er neutral, mens Federal Reserve kommunikerer, at amerikansk pengepolitik nærmer sig neutralt niveau.



## Kronen har været stabil trods udsving i pengemarkedsrenter og global uro

Volatilitet på dele af det danske pengemarked mellem marts og juni var sammenfaldende med lavere centralbanklikviditet og gav anledning til, at nogle danske pengemarkedsrenter i perioder lå uden for intervallet mellem Nationalbankens folio- og udlånsrente. Kronekursen har dog fortsat ligget tæt på centalkursen, og Nationalbanken havde ved udgangen af august ikke intervenseret siden december 2022, hvilket er den længste periode i fastkurspolitikens historie. Rentespændet til ECB er forblevet uændret på -40 basispoint.

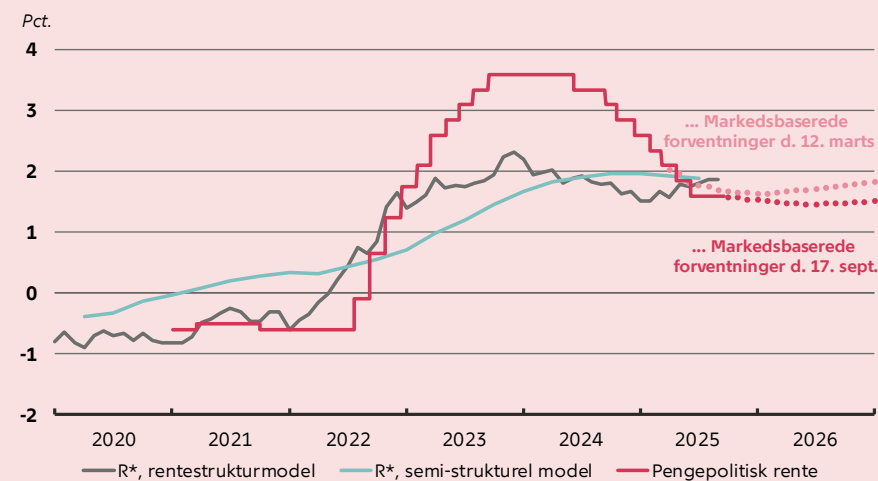


## Pengepolitikken vurderes at være neutral for dansk økonomi

Markedsuroen i april gav ikke anledning til en væsentlig stramning af de finansielle forhold i Danmark, der siden marts er blevet lempeligere, i takt med at de pengepolitiske renter er faldet. Nationalbanken vurderer på baggrund af en række indikatorer, at pengepolitikken og de samlede finansielle forhold er neutrale for dansk økonomi. Hvis globale risici realiseres, kan det dog føre til et skifte i de finansielle forhold.

## Hovedfigur

Nationalbanken vurderer, at pengepolitikken er neutral for den økonomiske aktivitet i Danmark



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 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 august 2025 for rentestrukturmodellen, 2. kvartal for den semi-strukturelle model og 17. september for den pengepolitiske rente.

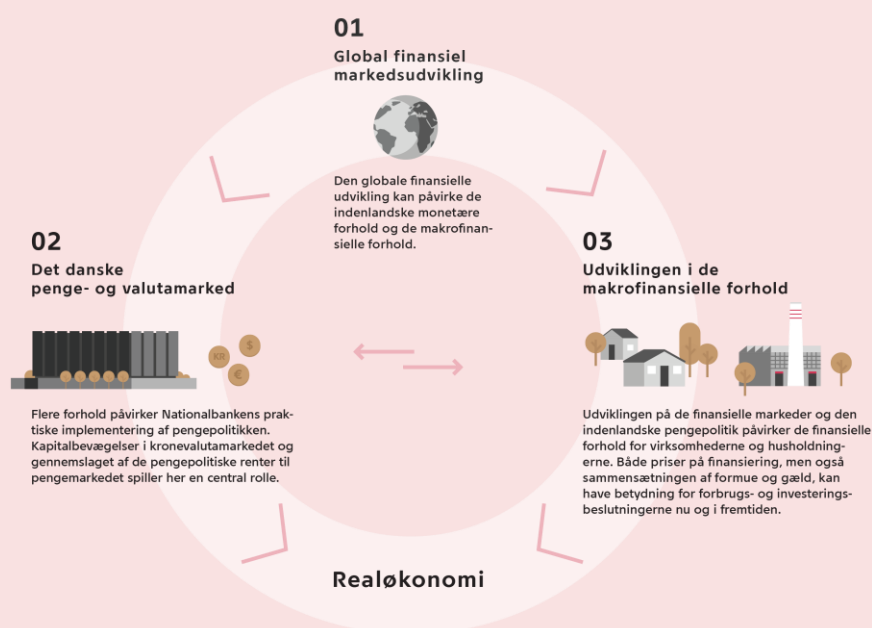
Kilde: LSEG Workspace, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.



## 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. Derfor er euroområdet's 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 samt Nationalbankens anbefalinger til den økonomiske politik i Danmark.

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

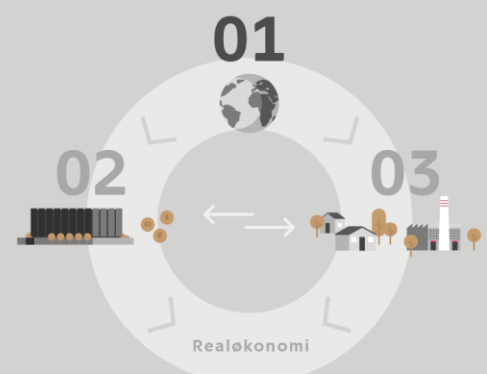
Usikkerhed om handelskonflikten har været et væsentligt tema på de globale finansielle markeder siden udgivelsen af den seneste *Monetære og finansielle tendenser* i marts 2025. Der var markante udsving på de finansielle markeder efter toldannonceringerne fra den amerikanske administration den 2. april, hvor mål for usikkerhed på de finansielle markeder steg betydeligt. Usikkerheden på de finansielle markeder er faldet siden maj, mens indikatorer for handelspolitisk usikkerhed fortsat har været høje.

Den Europæiske Centralbank har sat de pengepolitiske renter ned med 50 basispoint siden marts, mens den amerikanske centralbank, Fed, satte de pengepolitiske renter ned med 25 basispoint i september. Begge centralbanker har kommunikeret, at de afventer de økonomiske effekter af den gradvise implementering af nye tolsatser. Markedsdeltagerne forventer lavere fremtidige pengepolitiske renter i både USA og euroområdet sammenlignet med marts, hvilket afspejles i lavere risikofri renter. I euroområdet skyldes de lavere nominelle renter primært et fald i markedsbaserede inflationsudsigter, mens det i USA afspejler forventninger om lavere realrenter for at understøtte økonomien. Risikopræmien på lange amerikanske statsrenter er samtidig steget, hvilket kan skyldes markedsforventninger om stigende amerikansk statsgæld. I euroområdet er risikopræmierne på statsobligationer generelt faldet, hvilket har bidraget til en mindre synkron renteutvikling på tværs af Atlanten end tidligere.

Dollaren er svækket betydeligt over for euroen og en række øvrige valutaer, især siden starten af april. Dollarsvækkelsen i april var bemærkelsesværdig, idet dollaren som regel styrkes ved global markedsuro. Der er dog ikke tegn på, at globale investorer fravælger dollaraktiver. Der har i stedet været indikationer på, at investorerne fravælger dollareksponering via stigende dollarafdækning. Ovenpå store fald i april er aktiekurserne steget betydeligt siden maj, særligt i USA, og de er løbende blevet væsentligt mindre følsomme over for nye toldudmeldinger.

### 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.



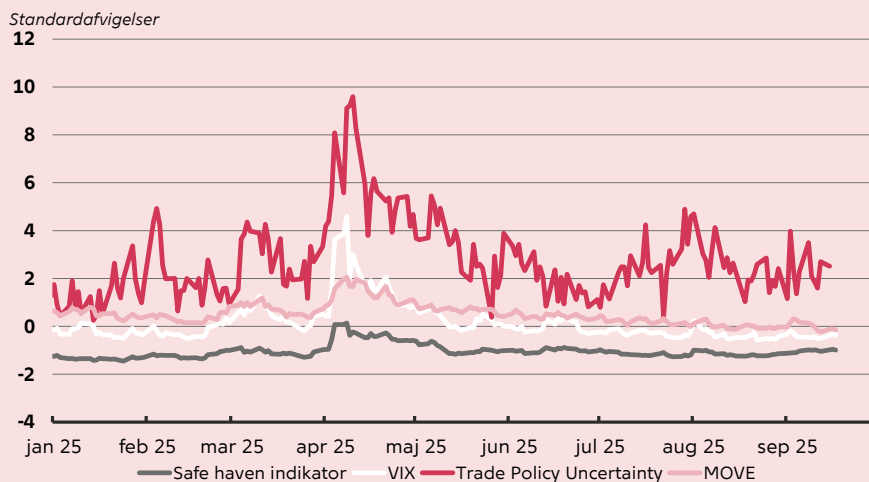
## Midlertidig uro på de finansielle markeder i april

### De finansielle markeder reagerer i mindre grad på makroøkonomisk usikkerhed

Flere centralbanker og internationale organisationer har nedrevideret vækstforventninger siden årets start og har samtidig betonet stor usikkerhed om de økonomiske udsigter.<sup>1</sup> Den makroøkonomiske usikkerhed skal især ses i lyset af amerikansk handelspolitik og eventuelle modsvar fra handelspartnerne. En indikator for handelspolitisk usikkerhed steg markant i starten af april og har i løbet af året ligget væsentligt over sit historiske gennemsnit med betydelige udsving, jf. figur 1.<sup>2</sup>

FIGUR 1

### Markedsbaserede mål for usikkerhed afviger fra handelspolitisk usikkerhed



Anm.: Alle fire 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 og MOVE er implicit volatilitet i henholdsvis det amerikanske aktie- og statsobligationsmarked. Trade Policy Uncertainty er fra Caldara mfl., *The economic effects of trade policy uncertainty*, *Journal of Monetary Economics*, vol. 109, side 38-59, 2020. Safe-haven-indikatoren følger Grothe mfl., *Recent patterns in global risk behaviour in financial markets*, *VoxEU Column*, 12. august 2025, og er den første principale komponent fra daglige ændringer i følgende variable: Nominel valutakurs for schweizerfranc, japanske yen, euro og amerikanske dollar, guldprisen, 10-årige statsrenter i Japan, USA og Tyskland samt VIX-indekset. Dollaren og euroen er renset for effekten af "indenlandske" makroøkonomiske og pengepolitiske stød, mens guldprisen er renset for udviklingen i den effektive dollarkurs.

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

Usikkerheden på de finansielle markeder steg også midlertidigt efter toldannonceringerne fra den amerikanske administration den 2. april. Bl.a. steg den implicitte volatilitet i de amerikanske markeder for aktier (VIX-indekset) og

<sup>1</sup>Se fx IMF, *Global Economy: Tenuous resilience amid persistent uncertainty*, *World Economic Outlook*, juli 2025, eller FED's og ECB's seneste pressemeddelelser i forbindelse med de pengepolitiske møder. Se Danmarks Nationalbank, *Svagere verdenshandel dæmper væksten i Danmark*, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 23, september 2025, for Danmark.

<sup>2</sup> Indekset er baseret på avisartikler i syv store amerikanske aviser og afspejler derfor i høj grad usikkerhed om amerikansk handelspolitik. Lignende indeks for fx Europa tegner et tilsvarende billede.

statsobligationer (MOVE) betydeligt, jf. figur 1.<sup>3</sup> Stigningen var særlig stor for VIX-indekset, der steg til et niveau, som var dobbelt så stort som gennemsnittet over de seneste 10 år. Der var samtidig tegn på, at investorerne søgte mod sikre havne. Det viser en "sikker-havn"-indikator, der opsummerer prisstigninger på en række aktiver, der traditionelt opfattes som sikre havne, jf. figur 1.

Siden maj er volatiliteten på de finansielle markeder faldet tilbage på niveauet fra før april, mens den handelspolitiske usikkerhed er forblevet høj. Det indikerer, at de finansielle markeder reagerer mere afdæmpet på handelspolitisk usikkerhed end tidligere på året. Det ses fx i aktiemarkedet, der er blevet væsentligt mindre følsomt over for nye toldmeldinger, jf. senere. Det kan bl.a. afspejle, at der har været mange skiftende toldudmeldinger, og at markedsdeltagerne potentielt opfatter annoncerede todsatser som led i bredere politiske forhandlinger.

### Centralbankerne afventer effekterne af handelspolitik på økonomien

I både USA og euroområdet forventer centralbankerne, at inflationen vil nærme sig målsætningen over de kommende år.<sup>4</sup> Den Europæiske Centralbank, ECB, har nedsat de pengepolitiske renter med 50 basispoint siden marts og omtaler ikke længere sin pengepolitik som restriktiv. ECB fastholdt de pengepolitiske renter på det seneste pengepolitiske møde i september. Fed har holdt de pengepolitiske renter uændrede det meste af året, men satte renterne ned med 25 basispoint i september. Fed kommunikerer, at pengepolitikken nærmer sig neutral niveau.

Begge centralbanker har understreget, at den makroøkonomiske usikkerhed er markant, og at pengepolitikken i fremtiden vil afhænge af, hvordan bl.a. ændrede todsatser påvirker den økonomiske aktivitet og inflationen. ECB har samtidig lagt vægt på, at øgede offentlige udgifter til bl.a. forsvar kan have væsentlig betydning for den økonomiske aktivitet i euroområdet. Markedsdeltagernes forventninger til de pengepolitiske renter i euroområdet er faldet en smule siden midten af marts, jf. figur 2. Det skyldes primært et fald i markedsbaserede inflationsudsigter, som indikerer, at den ændrede handelspolitik forventes at trække euroområdets inflation ned, jf. figur 3. Det skal bl.a. ses i lyset af, at EU ikke har modsvaret USA's todsatser.

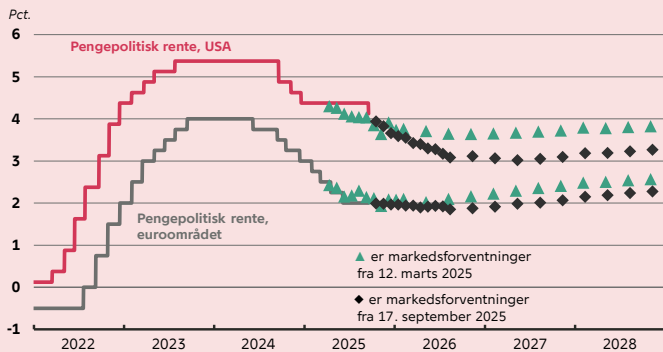
De pengepolitiske renter i USA er faldet mindre, end markedspriserne pegede på i marts. I samme periode er de markedsbaserede inflationsudsigter for især det kommende år steget i USA, jf. figur 3. Forventningerne til Fed's pengepolitiske renter faldt mærkbart, efter den amerikanske jobrapport for juli og august viste en væsentligt svagere jobvækst end ventet og samtidig reviderede jobvæksten for tidligere måneder ned. Amerikanske swaprenter for de kommende to år er nu faldet markant siden marts, primært på grund af lavere realrenter, jf. figur 3. Det kan bl.a. afspejle markedsforventninger om, at de nye todsatser på kort sigt kan trække mod stagflation i USA, hvor beskæftigelsen falder, og priserne stiger. Markedsforventningerne om lavere pengepolitiske renter kan indikere, at den amerikanske centralbank i stigende grad forventes at øge sit fokus på beskæftigelsen, da inflationen kun ventes at stige midlertidigt.

<sup>3</sup> Se også Danmarks Nationalbank, Global usikkerhed påvirker den finansielle sektor, *Danmarks Nationalbank Analyse (Finansiel Stabilitet – halvårlig vurdering og anbefalinger)*, nr. 13, juni 2025.

<sup>4</sup> I ECB's og FED's prognoser fra september 2025 forventes inflationen i USA og euroområdet at være henholdsvis 2.1 og 1.9 pct. i 2027.

FIGUR 2

### Forventninger til de pengepolitiske renter er faldet en smule i både USA og euroområdet

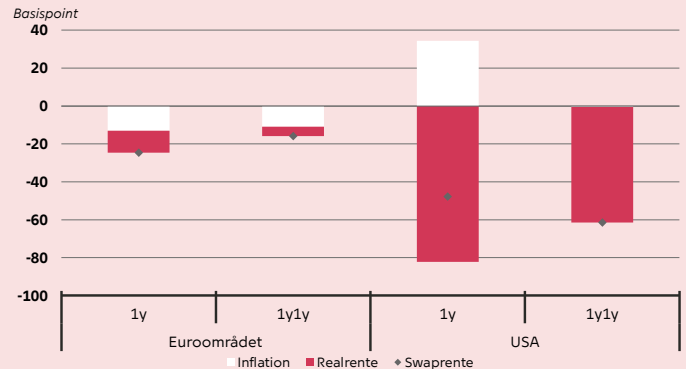


Anm.: Figuren viser renten på ECB's indlånsfacilitet (grå linje), midtpunktet for Federal Reserves federal funds-målinterval (rød linje), de aktuelt forventede rentebaner (sorte diamanter) samt de forventede rentebaner d. 12. marts 2025 (grønne trekanten). De forventede baner for de pengepolitiske renter er baseret på €STR- og SOFR-swaps.

Kilde: LSEG og egne beregninger.

FIGUR 3

### Inflationsudsigterne over det kommende år har påvirket renterne forskelligt i USA og euroområdet



Anm.: Udviklingen i swaprenter fra 12. marts til 17. september 2025 opdelt på bidrag fra inflationsswaps og realrenter. EA angiver euroområdet. 1y angiver den 1-årige rente, mens 1y1y angiver den 1-årige rente om et år. Baseret på €STR- og SOFR-swaps.

Kilde: LSEG og egne beregninger.

### Usikkerheden om de pengepolitiske renter er lav i både USA og euroområdet sammenlignet med de seneste år

Usikkerheden om de pengepolitiske renter over det næste år er større i USA end i euroområdet, jf. figur 4. Usikkerheden om de amerikanske pengepolitiske renter er dog ikke høj sammenlignet med de senere år, mens den i euroområdet er på sit laveste niveau i to år. Det afspejler, at euroområdets inflation er tilbage omkring målsætningen, mens amerikansk inflation også er faldet markant siden toppen, selvom den stadig er et stykke over 2 procent.

### Fed og ECB har lavet mindre justeringer i deres pengepolitiske strategi

Makroøkonomisk usikkerhed var et væsentligt tema i ECB's seneste gennemsyn af sin pengepolitiske strategi offentliggjort i slutningen af juni. ECB pegede på, at flere strukturelle faktorer øger usikkerheden om inflationen, som forventes at få større udsving i begge retninger fremover. Det kan fx være handelskrig, geopolitisk usikkerhed, klimaforandringer og digitalisering. ECB vil derfor i højere grad anvende scenarie- og følsomhedsanalyser i sine prognoser og have større fokus på usikkerhed i sin kommunikation. ECB fastholdt sin inflationsmålsætning på 2 pct. på mellemlang sigt og vil fortsat bruge alle sine pengepolitiske instrumenter.<sup>5</sup>

Fed vil også fortsat sigte efter en inflation på 2 pct., men besluttede at gå væk fra det gennemsnitlige inflationsmål, der blev introduceret i 2020. Det gennemsnitlige inflationsmål tillod en periode med inflation på en smule over 2 pct., hvis det fulgte en periode, hvor inflationen havde ligget under målsætningen. Det var særligt relevant for at sikre velforankrede inflationsforventninger, da renterne var tæt på den nedre grænse. Fed har understreget, at de også fortsat vil anvende alle tilgængelige værktøjer, hvis renterne igen skulle nærme sig den nedre grænse.

<sup>5</sup> De pengepolitiske instrumenter omfatter bl.a. negative renter, forward guidance, opkøbsprogrammer og langsigtede udlånsoperationer.

FIGUR 4

### Usikkerheden om de pengepolitiske renter er større i USA end i euroområdet



Anm.: Forskellen mellem den 75. og 25. fraktil for 3-måneders Euribor og SOFR startende om 12 måneder. Seneste observation er 16. september 2025.

Kilde: Atlanta Fed, Morningstar og ECB.

### Udvikling i lange statsrenter er blevet mindre synkron på tværs af Atlanten

Der har været visse udsving i lange statsrenter (løbetid over 10 år) i USA og Tyskland siden midten af marts. Samlet set er 10-årige amerikanske og tyske statsrenter faldet godt 20 basispoint siden marts. Der er dog betydelig forskel på, hvad der har drevet faldet i de lange statsrenter på tværs af Atlanten. Tyske statsrenter er faldet relativt til swaprenter, imens amerikanske statsrenter ikke har fulgt faldet i tilsvarende swaprenter, jf. figur 5.<sup>6</sup> Forskellen mellem stats- og swaprenter tolkes typisk som en risikopræmie på statsobligationer, der bl.a. afspejler kredit- og likviditetsrisiko samt ændringer i udbud og efterspørgsel på statsobligationer.<sup>7</sup>

Risikopræmierne på 10-årige amerikanske statsrenter steg primært i forbindelse med den amerikanske administrations annoncering af toldsatser i starten af april. Efterfølgende har der været fokus på stigende statsgæld og finanspolitisk holdbarhed i USA. Bl.a. blev den amerikanske stats kreditvurdering nedgraderet til Aa1 af rating-instituttet Moody's den 16. maj, dog uden nævneværdige stigninger i risikopræmierne. Risikopræmien på amerikanske statsobligationer ligger – trods den seneste stigning – omkring sit historiske niveau.

I euroområdet har 10-årige statsrentespænd været faldende og ligger på et lavt niveau i en historisk kontekst. Eksempelvis er spændet mellem 10-årige italienske og tyske statsrenter på det laveste niveau siden umiddelbart før den europæiske statsgældskrise i 2012, jf. figur 6.<sup>8</sup> Statsrentespændet mellem Frankrig og Tyskland er dog steget over de seneste måneder som følge af den politiske situation i Frankrig, men er fortsat beskedent i forhold til niveauerne under statsgældskrisen. Med de relativt lave statsrentespænd i euroområdet tyder det

<sup>6</sup> En lignende udvikling ses for 30-årige statsrenter, som er det toneangivende punkt med længst løbetid.

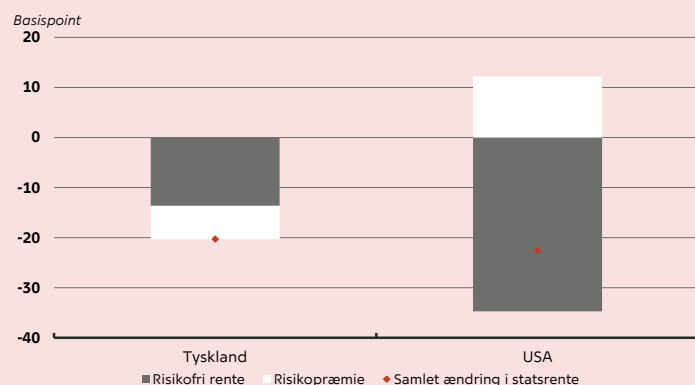
<sup>7</sup> Alternativt kan man kigge på terminspræmien fra rentestrukturmodeller, der viser merafkastet, som investorer kræver for at købe lange statsobligationer i forhold til korte. Terminspræmier viser et tilsvarende billede som spændet mellem stats- og swaprenter.

<sup>8</sup> Det lave rentespænd skyldes delvist en stigning i de 10-årige tyske statsrenter. Sammenholdt med 10-årige €STR-swaprenter er fx italienske og spanske statsrenter også lave i en historisk kontekst.

ikke på, at de planlagte stigninger i investeringer i forsvar og infrastruktur har ændret markedsdeltagernes opfattelse af finanspolitikens holdbarhed.<sup>9</sup> De lave statsrentespænd sammenlignet med statsgældskrisen skal også ses i lyset af ECB's Transmission Protection Instrument, TPI, som giver ECB mulighed for at købe statsobligationer i specifikke lande, hvor statsrenterne stiger uberettiget og hæmmer den pengepolitiske transmission.

FIGUR 5

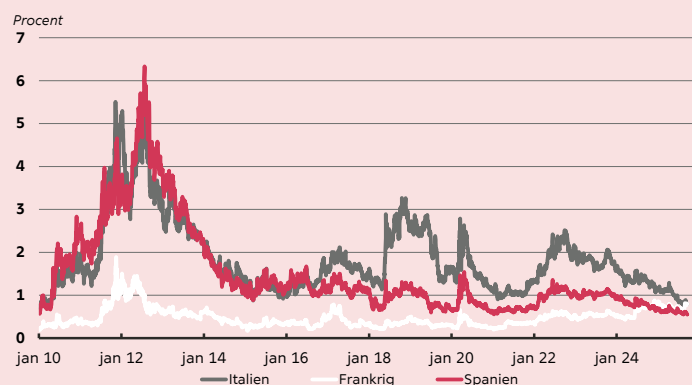
### Risikopræmier på 10-årige statsrenter er steget i USA og faldet i Tyskland



Anm.: Udvikling siden 12. marts 2025. "Risikofri rente" angiver udviklingen i 10-årige swaprenter i samme valuta (SOFR for USA og €STR for Tyskland). "Risikopræmie" angiver forskellen i udviklingen mellem den 10-årige stats- og den 10-årige swaprente.  
Kilde: Bloomberg.

FIGUR 6

### Statsrentespænd i euroområdet er faldet til det laveste niveau i mange år



Anm.: 10-årigt statsrentespænd i forhold til Tyskland.  
Kilde: Bloomberg.

På tværs af Atlanten er de 10-årige statsrenter fortsat med at blive mindre synkrone sammenlignet med de seneste år, jf. figur 7. Udviklingen tog særlig fart i efteråret 2024, i takt med at meningsmålinger indikerede, at republikanerne blev større favoritter til at vinde præsidentvalget.

### Markant dollarsvækkelse adskiller sig fra tidligere episoder med markedsuro, men ingen tegn på væsentlig ændring af dollarens internationale rolle

Den amerikanske dollar er blevet svækket betydeligt i løbet af 2025 – især efter den amerikanske administration annoncerede nye todsatser i starten af april. Dollaren er således svækket med 7 procent over for en bred kurv af valutaer siden årets start, jf. figur 8, imens den over for euroen, og dermed også den danske krone, er svækket med ca. 15 procent. Et lignende billede ses i indeks for valutamarkedspress, hvor dollaren har oplevet et betydeligt svækkelsespres siden april, jf. figur 9. Indekset tager højde for eventuelle interventioner i valutamarkedet samt renteændringer, der dog har været begrænsede i perioden. Derfor afspejler indekset primært en normaliseret valutakursudvikling.

<sup>9</sup> Se K. Abildgren, R. M. Jensen, R. R. Sørensen, D. Cucic og E.H. Partschi, Higher defence spending may increase capacity pressures moderately, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 19, september 2025.

FIGUR 7

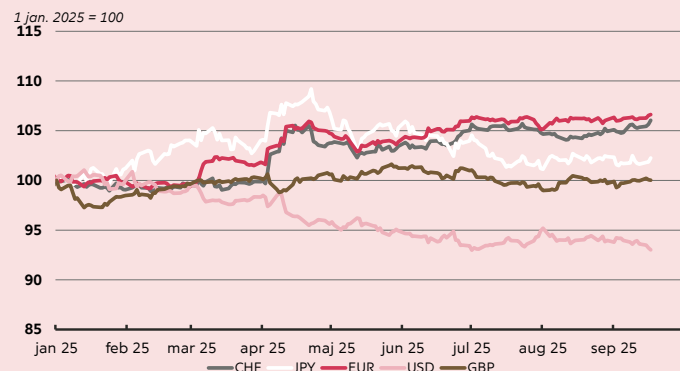
### Mindre synkron renteudvikling på tværs af Atlanten



Anm.: 1-års rullende korrelation mellem daglige ændringer i 10-årige statsrenter i USA og Tyskland.  
Kilde: Bloomberg og egne beregninger.

FIGUR 8

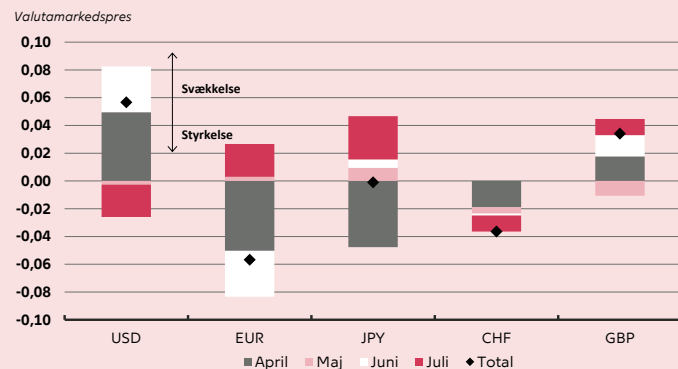
### Dollaren er svækket betydeligt siden april 2025



Anm.: Nominelle effektive valutakurser (handelsvægtet). CHF er schweizerfranc, JPY er japanske yen, EUR er euro, USD er amerikanske dollar, og GBP er engelske pund.  
Kilde: Bloomberg.

FIGUR 9

### ... hvilket også afspejles i indeks for valutamarkedspress



Anm.: Udviklingen i Exchange Market Pressure Index fra april til juli 2025, jf. L. Goldberg og S. Krogstrup, International capital flow pressures and global factors, *Journal of International Economics*, januar 2023.  
Kilde: LSEG og egne beregninger.

Udviklingen i valutakurser er generelt vanskelig at forklare empirisk, men relateres ofte til de makroøkonomiske og pengepolitiske udsigter samt global usikkerhed.<sup>10</sup> Forværrede makroøkonomiske udsigter og mere lempelig pengepolitik trækker typisk mod en svagere valuta. Dollaren er historisk blevet styrket, når den globale usikkerhed stiger, og investorerne søger sikre havne.

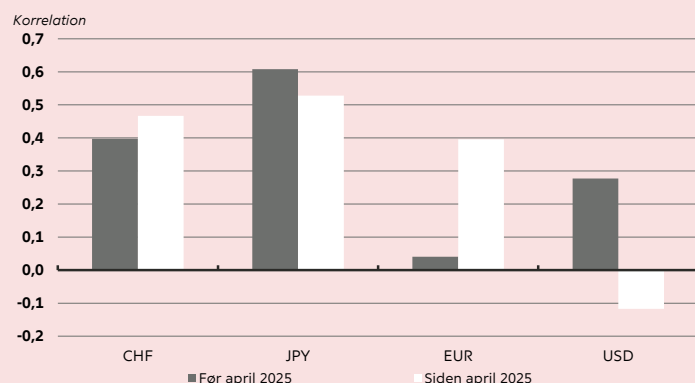
<sup>10</sup> Se fx L. Brandt, A.S. Guilhem, M. Schröder og I.V. Robays, What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk, *ECB Working Paper Series*, nr. 2560, maj 2021.

For at undersøge udviklingen i denne sammenhæng nærmere betragtes udviklingen i en "sikker-havn"-faktor.<sup>11</sup>

Siden april 2025 har der været en tendens til, at dollaren svækkes, når investorerne søger sikre havne, jf. figur 10. Det står i kontrast til andre traditionelle sikre havne som fx schweizerfrancen og den japanske yen, der blev styrket i starten af april. Den seneste negative korrelation mellem dollarkursen og indikatoren for kapitalbevægelser mod sikre havne er dog ikke unik i en historisk kontekst, men har tidligere forekommet i perioder med begrænsede udsving i både dollaren og sikker-havn-aktiver. Der er også flere historiske eksempler på, at dollaren på enkelte dage midlertidigt er blevet svækket, mens investorerne har søgt andre sikre havne, hvilket typisk har været forbundet med negative nyheder specifikt knyttet til USA.<sup>12</sup> Derudover er der tegn på, at dollarsvækkelsen i april var i tråd med markedsreaktionen ved tidligere ændringer i todsatser.<sup>13</sup>

FIGUR 10

**Korrelationen mellem dollaren og en indikator for investorpræferencer for sikre havne har været negativ siden april**

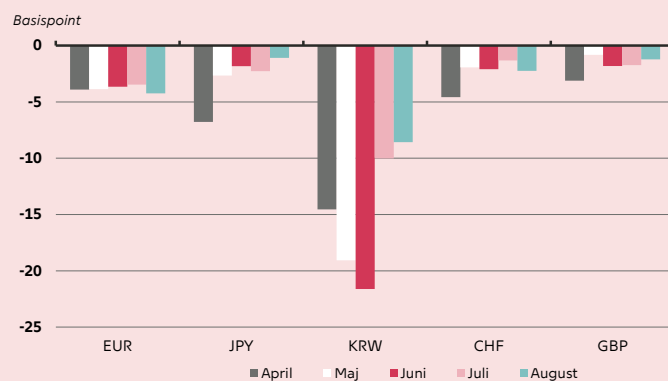


Anm.: Korrelation mellem det pågældende aktiv og en safe-haven-faktor. Safe-haven-indikatoren følger Grothe mfl., Recent patterns in global risk behaviour in financial markets, *VoxEU Column*, 12. august 2025, og er den første principale komponent fra daglige ændringer i følgende variable: Nominel valutakurs for schweizerfranc, japanske yen, euro og amerikanske dollar, guldprisen, 10-årige statsrenter i Japan, USA og Tyskland samt VIX-indekset. Dollaren og euroen er renset for effekten af "indenlandske" makroøkonomiske og pengepolitiske stød, mens guldprisen er renset for udviklingen i den effektive dollarkurs. CHF er schweizerfranc, JPY er japanske yen, EUR er euro, og USD er amerikanske dollar. "Før april 2025" er korrelationen siden starten af 2007. Seneste observation er 17. september 2025.

Kilde: Bloomberg og egne beregninger.

FIGUR 11

**Prisen på at afdække dollar i valutamarkedet er steget siden marts**



Anm.: Ændring i afvigelse fra den dækkede renteparitet mellem den pågældende valuta og amerikanske dollar siden marts 2025. Baseret på 3-måneders terminskontrakter og swaprenter. Figuren er baseret på månedsgennemsnit af daglige observationer.

Kilde: Bloomberg og egne beregninger.

<sup>11</sup> Faktoren følger Grothe et. al, Recent patterns in global risk behaviour in financial markets, *VoxEU Column*, 12. august 2025, og er den samme som afbildet i figur 1.

<sup>12</sup> Andre eksempler inkluderer bl.a., da Lehman Brothers gik konkurs under finanskrisen, da den amerikanske stats kreditværdighed blev nedgraderet i august 2011, og da Silicon Valley Bank gik konkurs i marts 2023.

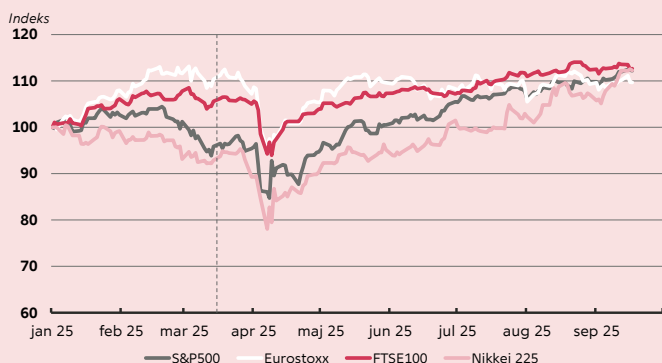
<sup>13</sup> Se D. Ostry, S. Lloyd og G. Corsetti, Trading blows: The exchange-rate response to tariffs and retaliations, *Bank of England Staff Working Paper*, nr. 1.139, august 2025.

## Tegn på øget dollarafdækning frem for fravalg af dollaraktiver blandt investorer

Ud over fundamentale forhold som makroøkonomiske udsigter og pengepolitik kan andre forhold, som påvirker investorpræferencer, også have betydelig effekt på valutakurser. Selvom udenlandske investorer solgte dollaraktiver i april, var størrelsesordenen inden for den historiske variation over de senere år, jf. boks 1. I de efterfølgende måneder har der igen været køb af dollaraktiver fra udlandet, potentielt fordi dollaraktiver faldt betydeligt i værdi, særligt når værdien måles i andre valutaer. Der er derfor ikke tegn på, at udenlandske investorer har fravalgt dollaraktiver. Der er dog indikationer på, at dollarsvækkelsen kan hænge sammen med øget afdækning af dollarrisiko fra udenlandske investorer.<sup>14</sup> Prisen på at afdække dollar mod en række andre valutaer steg således efter april og har siden været højere sammenlignet med marts, jf. figur 11. Det kan afspejle, at udenlandske investorer har øget deres dollarafdækning og presset prisen på dollarafdækning op.<sup>15</sup> Danske pensionskasser øgede også deres dollarafdækning betydeligt fra april til juni, jf. kapitlet *Det danske penge- og valutamarked*.

FIGUR 12

### Særligt amerikanske aktiekurser er steget siden midten af marts

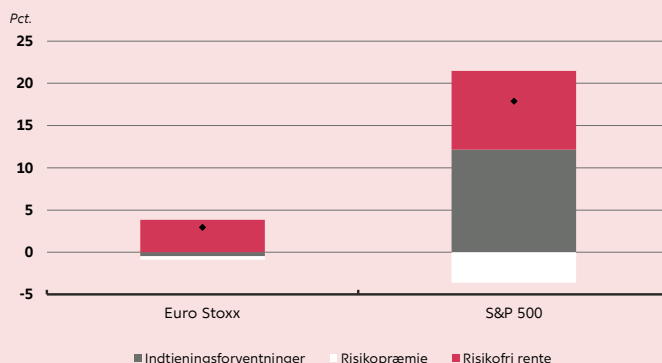


Anm.: Aktiekurser indekseret til 1. januar 2025 = 100. Lodret linje indikerer seneste *Monetære og finansielle tendenser* (12. marts 2025).

Kilde: Bloomberg.

FIGUR 13

### ... hvilket hænger sammen med stigende indtjeningsforventninger og lavere renter



Anm.: Dekomponering af samlet aktieafkast (inkl. dividender) fra 12. marts til 17. september 2025. Baseret på en dividendediskonteringsmodel.

Kilde: LSEG og egne beregninger.

## Aktiekurser reagerede primært på ændrede toldsætter i april

Der har været betydelige udsving i globale aktiekurser siden marts. Aktiekurserne faldt markant verden over efter toldannonceringerne fra den amerikanske administration 2. april, jf. figur 12. Faldet var især drevet af højere aktierisikopræmier, da de annoncerede toldsætter var væsentligt højere end ventet.<sup>16</sup> Efterfølgende er aktiekurserne i særligt USA steget markant, og S&P500 ligger 18 procent højere end i midten af marts. Stigningen i amerikanske aktiekurser skyldes primært lavere risikofri renter og stigende indtjeningsforventninger, jf. figur 13.

<sup>14</sup> Se H. Shin, P. Wooldridge og D. Xia, US dollar's slide in April 2025: the role of FX hedging, *Bis Bulletin*, nr. 105, juni 2025.

<sup>15</sup> Prisen på at afdække valuta (FX basis) kan bl.a. være en indikator på afdækningsefterspørgsel, men kan også indikere andre forhold som fx likviditetsforhold i det underliggende instrument eller kreditrisici i interbankmarkedet, se C. Borio, R. McCauley, P. McGuire og V. Sushko, Covered interest parity lost: understanding the cross-currency basis, *BIS Quarterly Review*, 2016.

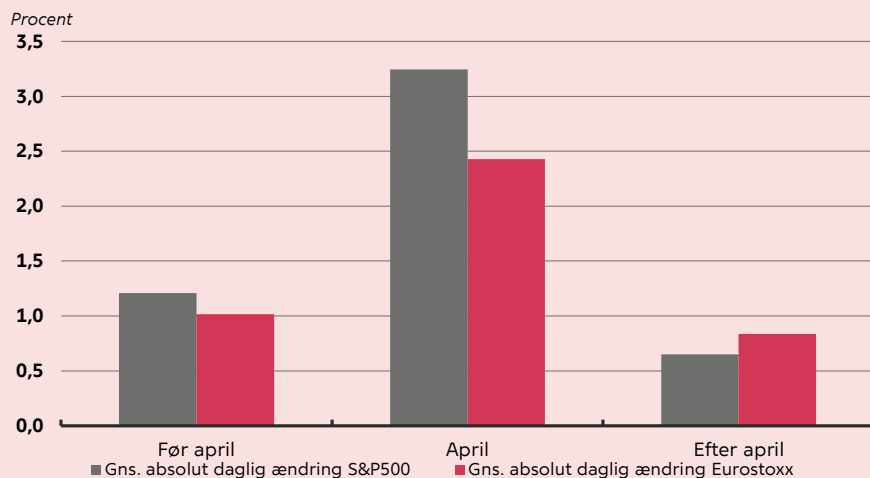
<sup>16</sup> Se Jakob Adolfsen og Thomas Harr, Disentangling trade policy uncertainty and equity market performance, *VoxEU Column*, maj 2025.

Indtjeningsforventningerne har derfor fortsat ikke reageret på den makroøkonomiske usikkerhed.<sup>17</sup> De store prisstigninger på S&P500 er primært drevet af de syv største virksomheder, som alle opererer inden for teknologi og har bidraget med over halvdelen af den samlede stigning i S&P500 siden marts.<sup>18</sup> Den resterende del af S&P500 er steget ca. 13 procent siden marts med betydelige forskelle mellem sektorer. Eksempelvis har kurserne på aktier inden for sundhed, energi og stabilt forbrug steget svagt eller faldet siden marts. De generelt stigende aktiekurser kan desuden afspejle, at aktiekurser er mere følsomme over for investorenes afkastkrav og langsigtede indtjeningsforventninger end indtjeningen i løbet af de kommende år, som i højere grad påvirkes af den nuværende makroøkonomiske usikkerhed.<sup>19</sup>

Siden april har aktiekurserne i USA og euroområdet i mindre grad reageret på nye meldinger om toldsatter end tidligere, jf. figur 14. I løbet af april bevægede S&P500 sig i gennemsnit med over 3 procent på dage, hvor USA eller handelspartnerne annoncerede nye toldsatter, mens tallet var 2,4 procent for Eurostoxx. Efter april har S&P500 og Eurostoxx i gennemsnit bevæget sig med henholdsvis 0,7 og 0,9 procent på dage med nye udmeldinger om toldsatter.

FIGUR 14

#### Aktiekurserne reagerede primært på ændrede toldsatter i april



Anm.: Gennemsnitlige absolutte ændringer i aktiekurser på dage i 2025, hvor USA eller handelspartnere har annonceret nye toldsatter. Datoerne indeholder: 21/1, 27/1, 3/2, 4/2, 10/2, 13/2, 25/2, 1/3, 3/3, 4/3, 5/3, 6/3, 10/3, 12/3, 13/3, 24/3, 26/3, 2/4, 3/4, 4/4, 8/4, 9/4, 10/4, 11/4, 14/4, 29/4, 5/5, 8/5, 12/5, 23/5, 27/5, 30/5, 12/6, 27/6, 30/6, 2/7, 7/7, 9/7, 14/7, 28/7, 29/7, 30/7, 31/7, 6/8 og 11/8, 18/8, 25/8, 29/8.

Kilde: Bloomberg og egne beregninger.

<sup>17</sup> Se også Danmarks Nationalbank, På vej mod neutral pengepolitik i 2025, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 7, marts 2025.

<sup>18</sup> De syv virksomheder er Apple, Alphabet (Google), Amazon, Meta (Facebook), Microsoft, Nvidia og Tesla.

<sup>19</sup> Se boks 3 i Danmarks Nationalbank, Stabile finansielle markeder understøtter økonomi i lavkonjunktur, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 17, september 2020.

## BOKS 1

### Data for aktie- og obligationsfonde viser ikke tegn på et bredt frasalg af amerikanske værdipapirer

I dagene efter toldannonceringerne fra den amerikanske administration den 2. april spekulerede flere markedscommentatorer i, om den sammenfaldende dollarsvækkelse kunne skyldes et generelt frasalg af amerikanske værdipapirer. For at belyse dette anvender denne boks data for kapitalstrømme til at give et indblik i, om internationale investorer handlede med amerikanske værdipapirer reagerede i kølvandet på den nye amerikanske handelspolitik.

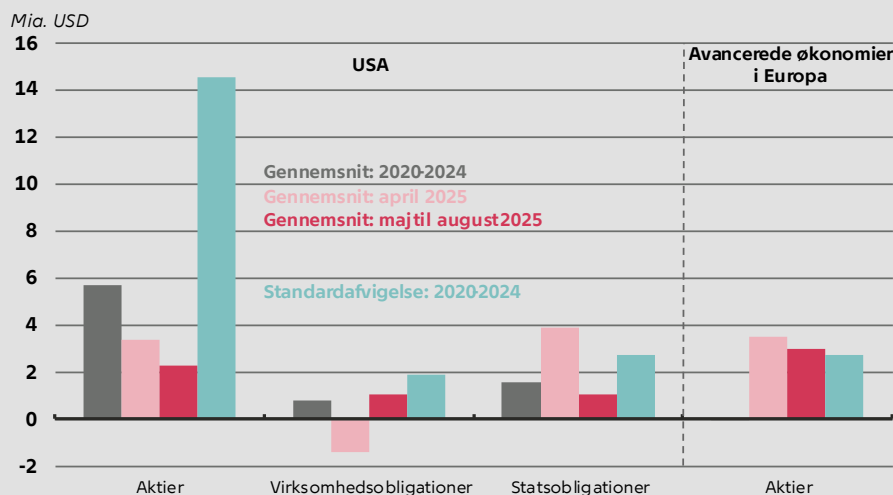
Data dækker handel fra amerikanskfokuserede aktie- og obligationsfonde på ugeniveau.<sup>1</sup> Kapitalbevægelser ind og ud af aktie- og obligationsfonde forklarer typisk en væsentlig del af de samlede bevægelser i porteføljeinvesteringer. Data for amerikanskfokuserede fonde kan derfor fungere som en proxy for, om internationale investorer valgte at sælge amerikanske værdipapirer efter toldannonceringerne, selvom dataet ikke beskriver alle porteføljeinvesteringer i USA.<sup>2</sup>

Data viser, at investorer siden april har været mindre tilbøjelige til at købe amerikanske aktier og virksomhedsobligationer end i 2020-2024, uden at der har været et egentligt frasalg af amerikanske værdipapirer, se figur A. Et lignende billede ses for amerikanske statsobligationer, hvor indstrømningen siden maj har ligget under det historiske niveau efter en stor indstrømning i april. Forskydningen i obligationsfonde i april i retning af mere sikre statsobligationer kunne pege på en investorpræference for sikre aktiver – en typisk reaktion i perioder med global usikkerhed. Data viser også, at faldet i amerikanskfokuserede aktiefonde er blevet opvejet af indstrømning til europæiskfokuserede aktiefonde. Data for investordomicil, som ikke fremgår af figuren, viser desuden, at faldet i amerikanskfokuserede aktiefonde primært skyldtes fonde med amerikansk domicil, hvilket indikerer, at faldet var drevet af amerikanske investorer. Overordnet set ligger kapitalbevægelserne i 2025 inden for de normale udsving – også i ugen med toldannonceringer, hvilket fremgår af data uden for figuren.

Figur A

### Midlertidigt fald i indstrømning til amerikanskfokuserede aktiefonde og skift fra virksomheds- til statsobligationsfonde omkring toldannonceringerne

Ugentlig indstrømning til amerikansk- og europæiskfokuserede fonde i 2025 fordelt på værdipapirtype



Anm.: Figuren viser den globale nettoindstrømning til hhv. amerikansk- og europæiskfokuserede fonde, der har mandat til at købe hhv. aktier, virksomheds- og statsobligationer.

Kilde: EPFR og egne beregninger.

<sup>1</sup> Amerikanskfokuserede fonde investerer mindst to tredjedele af aktiverne i USA.

<sup>2</sup> Investeringer i globale aktie- og obligationsfonde er en del af de samlede porteføljeinvesteringer, som indgår i betalingsbalancens finansielle poster. EPFR-data, der anvendes i denne boks, er blevet sammenlignet med betalingsbalancestatistik og andre højfrekvente datakilder, se Y. Miao og M. Pant, Coincident indicators of capital flows, *IMF Working Paper*, nr. 12/55, februar 2012, og R. Koepke og S. Paetzold, Capital flow data – A guide for empirical analysis and real-time tracking, *International Journal of Finance & Economics*, august 2022. Studierne finder, at EPFR-data kan anvendes til at nowcaste porteføljebevægelser i de finansielle poster på betalingsbalancen.

## 02

# Det danske penge- og valutamarked

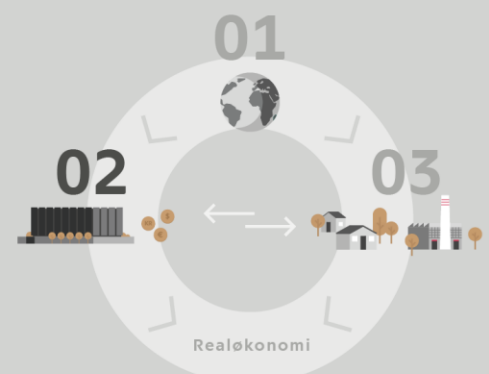
Siden den seneste udgivelse af *Monetære og finansielle tendenser* i marts har Nationalbanken fulgt ECB og sat de pengepolitiske renter ned med samlet 0,5 procentpoint. Nationalbankens rentenedsættelser har haft fuldt gennemslag til de kortfristede pengemarkedsrenter med løbetider op til en måned. Renterne i nogle markedssegmenter, herunder valutaswapmarkedet, har dog i perioder været mere volatile end normalt og i perioder bevæget sig uden for den pengepolitiske rentekorridor, dvs. intervallet mellem Nationalbankens folio- og udlånsrente.

Volatiliteten i pengemarkedsrenterne var sammenfaldende med en øget kroneefterspørgsel i pengemarkedet og en lavere nettostilling. Uanset niveauet for nettostillingen bør pengemarkedsrenterne ikke overstige Nationalbankens udlånsrente i længere perioder. Den høje volatilitet fra marts til og med juni, hvor visse pengemarkedsrenter periodevis lå væsentligt over udlånsrenten, signalerede, at pengemarkedet ikke fungerede effektivt.

Kronens kurs over for euroen har været stabil trods volatilitet i pengemarkedet og finansielle markeder generelt. Store udbyttebetalinger fra danske virksomheder samt fald i særligt amerikanske aktiekurser bidrog til en lille kronesvækkelse ift. centralkursen i april. Kronesvækkelsen var begrænset og kortvarig, hvorefter kronekursen hurtigt bevægede sig tilbage mod centralkursen, uden at Nationalbanken interвенerede i kronemarkedet. Nationalbanken havde således ved udgangen af august fortsat ikke interвенeret i kronemarkedet siden december 2022.

### 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.



## Rentenedsættelser i euroområdet har medført fald i korte danske markedsrenter

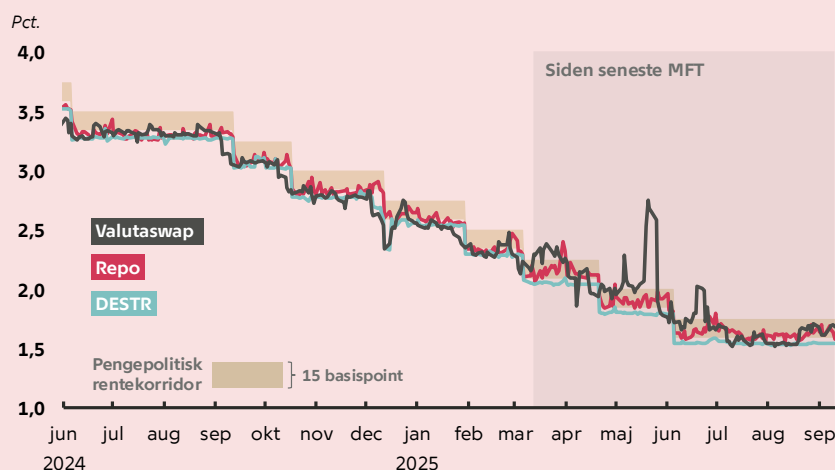
Siden udgivelsen af *Monetære og finansielle tendenser* i marts 2025 har ECB sat de pengepolitiske renter ned to gange med i alt 0,5 procentpoint, jf. figur 15. Kronekursen har været stabil omkring centralkursen uden intervention fra Nationalbanken, mens rentespændet til ECB har været fastholdt på -40 basispoint. Rentenedsættelserne er slået fuldt igennem til DESTR-renten, som dækker over dag til dag-renter på usikrede indlån, samt til reporenterne på sikrede lån.

Rentekurven er siden marts blevet fladere og afspejler, at markedet ikke forventer yderligere rentenedsættelser i år tilsvarende euroområdet. Renterne på de danske statsobligationer har generelt fulgt de tyske statsobligationsrenter, hvorfor spændet på de 2-årige statsobligationer er omtrent uændret, imens det dog for de 10-årige statsobligationer er indsnævret en smule.

I perioden marts til juni var volatiliteten i kortfristede reporenter og de implicitte renter på valutaswaps højere end normalt, og renterne bevægede sig periodevis uden for den pengepolitiske rentekorridor, der afgrænses af Nationalbankens folio- og udlånsrente. Særligt den implicitte rente på valutaswaps, der er renten på at låne kroner mod euro i en valutaswapkontrakt, lå i perioder vedvarende over Nationalbankens udlånsrente (se den mørkegrå linje i figur 15). Volatiliteten i de korte reporenter og de implicitte renter på valutaswaps havde ikke en mærkbar indvirkning på kronekursen og er aftaget siden juli.

FIGUR 15

De korte pengemarkedsrenter er fulgt med de pengepolitiske rentenedsættelser, men oplevede stigende volatilitet mellem marts og juni



Anm.: Valutaswaprenten er den implicitte kronerente beregnet p.b.a. forskellen mellem spot- og terminkursen på en EUR/DKK valutaswap med én uges løbetid. Reporenten er et vægtet gennemsnit af renten på danske bankers repolån og -udlån med op til én uges løbetid, ekskl. lån mellem danske banker. Denmark Short-Term Rate, DESTR, er en referencerente baseret på usikrede dag til dag-indlån i kroner. Den pengepolitiske rentekorridor afgrænses af Nationalbankens folio- og udlånsrente. Perioden siden seneste MFT starter d. 13. marts 2025. Seneste datapunkt er fra d. 17. september 2025.

Kilde: Danmarks Nationalbank samt egne beregninger.

## Midlertidig volatilitet i det danske pengemarked

Fastkurspolitikken indebærer, at Nationalbanken holder kronens kurs over for euroen stabil omkring centralkursen. I perioder med afvigelser fra centralkursen kan Nationalbanken stabilisere kronekursen gennem valutainterventioner og ved at ændre de pengepolitiske renter. Når Nationalbanken ændrer de pengepolitiske renter, påvirker det pengemarkedsrenterne og dermed kronens kurs over for euro. Hvilken af Nationalbankens pengepolitiske renter, der er toneangivende for pengemarkedsrenterne, afhænger af det samlede udbud af centralbanklikviditet fra Nationalbanken.<sup>20</sup> Når udbuddet af centralbanklikviditet fra Nationalbanken er højt, vil foliorenten være toneangivende, mens det ved lavt udbud af centralbanklikviditet fra Nationalbanken vil være udlånsrenten, som er toneangivende. En effektiv transmission af pengepolitikken afhænger af et velfungerende pengemarked, hvor de pengepolitiske modparter anvender Nationalbankens faciliteter og er villige til at fordele likviditeten mellem hinanden. Den høje volatilitet i pengemarkedet fra marts til og med juni, hvor pengemarkedsrenterne lå væsentligt over Nationalbankens udlånsrente, signalerede, at den tilgængelige kronelikviditet ikke blev effektivt omfordelt.

### Kroneefterspørgslen i pengemarkedet steg i marts og april

I løbet af marts og april oplevede danske banker større efterspørgsel efter kroner fra deres kunder via repo- og valutaswapforretninger end tidligere.<sup>21</sup> Udlandets nettolån af kroner i det danske repomarked steg med ca. 60 mia. kr., mens danske forsikrings- og pensionssekskabers nettolån af kroner steg med ca. 30 mia. kr., jf. figur 16.<sup>22</sup> Samtidigt øgede udlandet deres lån af kroner i valutaswapmarkedet, der i marts steg med ca. 90 mia. kr., jf. figur 17. Efterspørgslen efter kroner via repoforretninger har været stigende siden begyndelsen af 2024.<sup>23</sup>

### Når en bank imødekommer kundernes kroneefterspørgsel, kan det medføre behov for at låne i pengemarkedet eller Nationalbanken

En bank kan umiddelbart imødekomme kunders kroneefterspørgsel ved at låne dem kroner. Det sker ved at øge kundernes indlån i kroner svarende til udlånet, så mængden af kommercielt udstedte kroner stiger.<sup>24</sup> Hvis en kunde umiddelbart skal bruge kroner, fx til køb af værdipapirer på de finansielle markeder, skal køberens bank overføre centralbanklikviditet til sælgerens bank. For at gennemføre transaktionen skal købers bank trække på sin foliokonto hos Nationalbanken. Banken kan ved behov skaffe centralbanklikviditet ved at låne af andre pengepolitiske modparter i pengemarkedet, hvilket blot fører til omfordeling af centralbanklikviditet mellem bankerne. Den mængde centralbanklikviditet, der er tilgængelig for de pengepolitiske modparter, er nettostillingen over for Nationalbanken samt eventuelle pengepolitiske udlån.<sup>25</sup>

<sup>20</sup> Centralbanklikviditet er de danske bankers samlede bruttoindlån i Nationalbanken. Nettostillingen er de pengepolitiske modparter nettoindestående i Nationalbanken og angiver den mængde centralbanklikviditet, som umiddelbart udbydes til banksystemet fra Nationalbanken. Se også 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.

<sup>21</sup> Repo- og valutaswapforretninger er begge en form for sikrede lån, hvor der stilles sikkerhed med hhv. værdipapirer (fx stats- eller realkreditobligationer) og en anden valuta (fx euro eller dollar). Derfor kan repo- og valutaswaprenter også have afsmittende effekter på hinanden.

<sup>22</sup> Blandt udenlandske modparter indgår bl.a. udenlandske investerings- og hedgefonde med tilknytning til Danmark.

<sup>23</sup> Jf. også Danmarks Nationalbank, Global usikkerhed påvirker den finansielle sektor, *Danmarks Nationalbank Analyse (Finansiell stabilitet – halvårlig vurdering og anbefalinger)*, nr. 13, juni 2025.

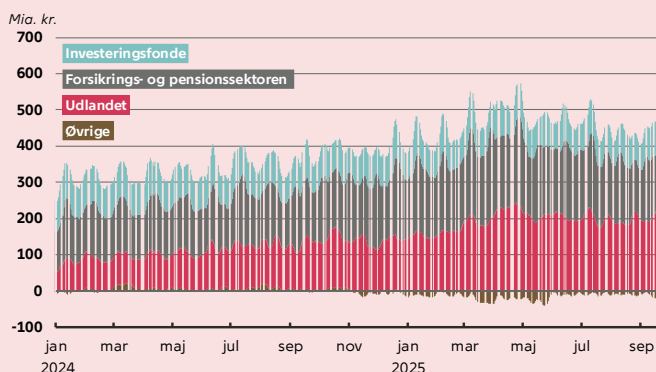
<sup>24</sup> Mængden af centralbanklikviditet (som er en fordring på Nationalbanken) forbliver i dette tilfælde uændret. I princippet kan en bank øge både sit ind- og udlån så meget den ønsker ud fra sin risikoappetit. I praksis begrænses kapaciteten af finansiell regulering.

<sup>25</sup> Nettostillingen er de pengepolitiske modparter samlede indestående i Nationalbanken fratrukket eventuelle udlån. Nettostillingen påvirkes primært af statens betalinger samt Nationalbankens interventioner.

Hvis udbuddet af centralbanklikviditet til banksystemet via nettostillingen ikke er tilstrækkeligt, kan bankerne selv øge mængden af centralbanklikviditet ved at låne via Nationalbankens ugentlige udlånsfacilitet. Det påvirker ikke bankernes samlede nettostilling over for Nationalbanken, men gør udlånsrenten mere toneangivende for pengemarkedsrenterne.

FIGUR 16

### Efterspørgslen efter kroner i repomarkedet tiltog i løbet af marts og april ...

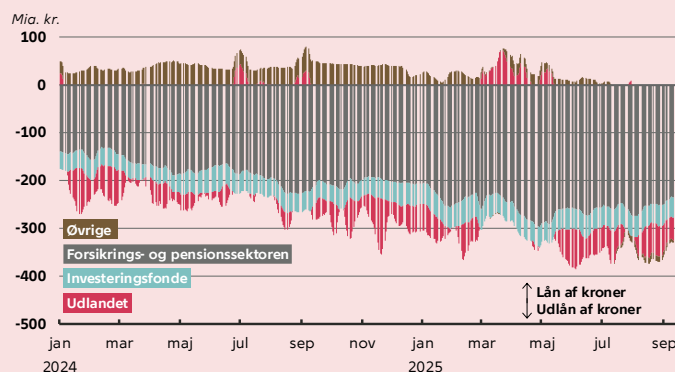


Anm.: Dagligt udestående af danske bankers nettoudlån i repomarkedet fordelt på låntagerens sektor. Serien er vist som et 1-uges glidende gennemsnit. Lån mellem banker er ikke inkluderet i opgørelsen. 'Øvrige' inkluderer bl.a. ikke-finansielle virksomheder. Beregninger er foretaget p.b.a. Nationalbankens pengemarkedsstatistik. Sidste datapunkt er fra 17. september 2025.

Kilde: Danmarks Nationalbank samt egne beregninger.

FIGUR 17

### ... og fulgtes med en stigende kroneefterspørgsel i valutaswapmarkedet



Anm.: Dagligt udestående af åbne valutaswapforretninger, netto, med danske banker som modpart og kronen i det ene ben fordelt på sektor. Serien er vist som et 1-uges glidende gennemsnit. Valutaswapforretninger mellem banker er ikke inkluderet i opgørelsen. 'Øvrige' inkluderer bl.a. ikke-finansielle virksomheder. En positiv værdi indikerer, at en sektor har nettolånt kroner, dvs. købt kroner spot og solgt kroner på termin mod en anden valuta. En negativ værdi indikerer, at en sektor har nettolånt kroner, dvs. solgt kroner spot og købt dem tilbage på termin. Beregninger er foretaget p.b.a. Nationalbankens pengemarkedsstatistik. Sidste datapunkt er fra 17. september 2025.

Kilde: Danmarks Nationalbank samt egne beregninger.

### Udbuddet af aktiv centralbanklikviditet faldt betydeligt fra marts til og med juni

Volatiliteten i de korte pengemarkedsrenter steg fra marts til og med juni, hvor reporenterne og de implicitte renter på valutaswaps bevægede sig tættere på Nationalbankens udlånsrenter og i perioder oversteg den, jf. figur 18. I kølvandet på den stigende kroneefterspørgsel fra bankernes kunder var stigningen i volatiliteten sammenfaldende med et fald i nettostillingen, som nåede det laveste niveau siden foråret 2022, jf. figur 19. Derudover er det kun en del af den udestående centralbanklikviditet, der i praksis er aktiv og tilgængelig i markedet. Det skyldes, at nogle pengepolitiske modparter foretrækker at placere overskydende likviditet passivt i Nationalbanken frem for at låne den ud i pengemarkedet. Én måde at opgøre aktiv centralbanklikviditet er ved at se på den del af nettostillingen, der holdes af banker med høj pengemarkedsaktivitet. Som mål for den aktive nettostilling anvendes den samlede nettostilling holdt af de banker, der indberetter til Nationalbankens pengemarkedsstatistik og derfor er vurderet til at være de mest aktive aktører på det danske pengemarked.<sup>26</sup> Den inaktive centralbanklikviditet holdes typisk af mindre banker med en enklere forretningsmodel og en mindre aktiv likviditetsstyring. Opdelingen er dog ikke

<sup>26</sup> De nuværende og tidligere indberettende banker er Arbejdernes Landsbank, Danske Bank, Jyske Bank, Handelsbanken, Nordea Danmark, Nykredit Bank, Skandinaviska Enskilda Banken, Spar Nord Bank, Sparekassen Kronjylland og Sydbank.

entydig og bør betragtes som en simpel approksimation. Aktivitetsniveauet inden for den enkelte kategori kan variere, ligesom de enkelte banker periodevis kan reducere eller øge deres pengemarkedsaktivitet væsentligt.

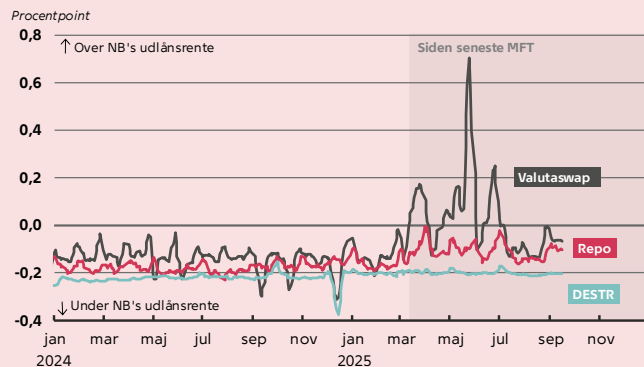
Den inaktive centralbanklikviditet, målt ved den inaktive del af nettostillingen, er steget over de sidste 10 år, jf. figur 19. I slutningen af marts faldt den aktive del af nettostillingen til 14 procent, hvilket er den laveste andel i flere år.

### Nationalbankens udlånsfacilitet blev anvendt, da den aktive del af nettostillingen var særligt lav

De pengepolitiske modparter lånte 42,8 mia. kr. gennem den ugentlige udlånsfacilitet i marts, hvilket er det højeste niveau siden marts 2020, jf. figur 19. Brugen af Nationalbankens udlånsfacilitet toppede, samtidig med at den aktive andel af nettostillingen nåede sit lavpunkt i marts og april og bidrog til at lette presset på pengemarkedet.<sup>27</sup> Siden starten af juli er den aktive nettostilling og dermed centralbanklikviditeten mere end tredoblet, svarende til en stigning på ca. 100 mia. kr., mens optaget af pengepolitiske udlån helt er aftaget. Udlånsfaciliteten har således ikke været brugt siden juli.

FIGUR 18

### Pengemarkedsrenterne har ligget tættere på Nationalbankens udlånsrente siden marts

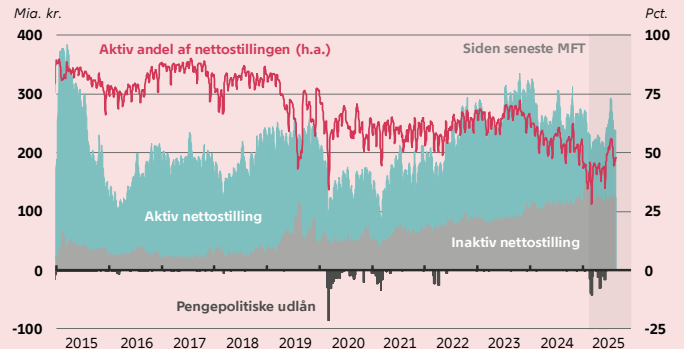


Anm.: Grafen viser relevante renters forskel fra Nationalbankens udlånsrente. Positive værdier angiver, at renten er højere end Nationalbankens udlånsrente. *Valutaswap* er forskellen mellem den implicitte kronerrente beregnet p.b.a. EUR/DKK valutaswaps med en uges løbetid og Nationalbankens udlånsrente. *Repo* er forskellen mellem Nationalbankens udlånsrente og renten på bankernes lån og udlån i repomarkedet med op til én uges løbetid. *DESTR* er forskellen mellem Nationalbankens udlånsrente og DESTR-renten. Tidsserierne er angivet som en uges glidende gennemsnit. Perioden siden seneste MFT starter d. 13. marts 2025. Seneste datapunkt er fra d. 17. september 2025.

Kilde: Danmarks Nationalbank, LSEG Workspace samt egne beregninger.

FIGUR 19

### Andelen af kronelikviditet, der stilles til rådighed i pengemarkedet, faldt til et meget lavt niveau



Anm.: Den aktive nettostilling angiver den del af nettostillingen, der holdes af banker, som indberetter til Nationalbankens pengemarkedsstatistik. Den inaktive nettostilling holdes af øvrige pengepolitiske modparter, der dækker over de fleste danske banker og realkreditinstitutter. Den aktive og inaktive nettostilling samt den aktive andel er en uges glidende gennemsnit. Pengepolitiske udlån er dagsobservationer for den totale udestående mængde af udlån fra Nationalbanken. Perioden siden seneste MFT starter d. 13. marts 2025. Seneste datapunkt er fra d. 17. september 2025.

Kilde: Danmarks Nationalbank samt egne beregninger.

### Pengemarkedsrenterne bør ikke vedvarende ligge over Nationalbankens udlånsrente uanset niveauet af nettostillingen

I marts steg det implicitte rentespænd mellem kroner og euro fra valutaswaps især på dage, hvor der var forventninger om yderligere fald i nettostillingen over den kommende måned, jf. figur 20.<sup>28</sup> Det kan indikere, at nettostillingen har haft

<sup>27</sup> Nationalbanken havde ekstraordinært åbent for udlånsfaciliteten den 1. april 2025.

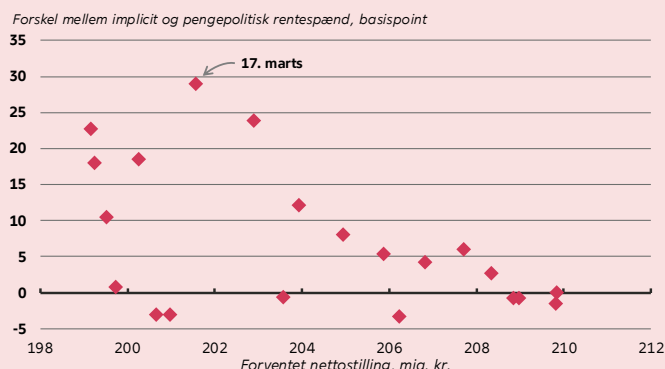
<sup>28</sup> Nationalbanken offentliggør månedligt en prognose for likviditetspåvirkningen af statslige betalinger for at understøtte de pengepolitiske modparterets likviditetsstyring.

en betydelig effekt på renteudsvingene i dele af pengemarkedet. Historisk har afvigelser mellem det implicitte rentespænd fra valutaswaps og det pengepolitiske rentespænd typisk fundet sted, når den aktive nettostilling var lav, jf. figur 21. Det er naturligt, at Nationalbankens udlånsrente i perioder med et lavt udbud af centralbanklikviditet via nettostillingen bliver toneangivende for visse pengemarkedsrenter. Pengemarkedsrenterne bør dog ikke stige til et niveau, der ligger væsentligt over Nationalbankens udlånsrente i længere tid uanset niveauet af nettostillingen.<sup>29</sup> De pengepolitiske modparter kan låne ubegrænset mod pant i Nationalbankens ugentlige udlånsfacilitet. Hvis pengemarkedsrenterne midlertidigt ligger over Nationalbankens udlånsrente, har de pengepolitiske modparter således et økonomisk incitament til at låne via faciliteten og videreformidle likviditeten til andre, der ikke er pengepolitiske modparter. Effektiviteten af pengemarkedet bør derfor ikke afhænge af niveauet af eller forventninger til nettostillingen.

Det er afgørende, at pengepolitiske modparter er parate til at bruge den ugentlige udlånsfacilitet for at vedligeholde deres deltagelse på pengemarkederne i danske kroner og bidrage til, at markederne er velfungerende.<sup>30</sup> Anvendelsen af udlånsfaciliteten bør således være en integreret del af de pengepolitiske modparterets likviditetsstyring.<sup>31</sup>

FIGUR 20

### Det implicitte rentespænd steg især på dage i marts med forventninger om en fremtidig lav nettostilling

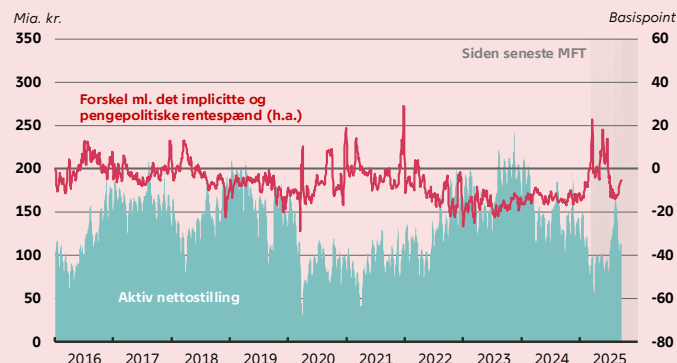


Anm.: Figuren viser daglige observationer for den forventede nettostilling over for forskellen mellem det implicitte og pengepolitiske rentespænd i marts 2025. Den forventede nettostilling er beregnet som gennemsnittet af den daglige nettostilling medregnet Nationalbankens forecastede likviditetspåvirkning fra staten over de næste 30 dage. Det implicitte rentespænd er beregnet ud fra 1-måneders valutaterminkontrakter, imens det pengepolitiske rentespænd er forskellen mellem på 1-måneders swaprenter i euro og kroner.

Kilde: Danmarks Nationalbank samt egne beregninger.

FIGUR 21

### Den aktive nettostilling har historisk fulgt med forskellen mellem det pengepolitiske og implicitte rentespænd



Anm.: Den aktive nettostilling angiver den del af nettostillingen, der holdes af banker, som indberetter til Nationalbankens pengemarkedsstatistik. Det implicitte rentespænd er beregnet ud fra 1-måneders valutaterminkontrakter, imens det pengepolitiske rentespænd er forskellen mellem 1-måneders swaprenter i euro og kroner. Serier er vist som et 1-uges glidende gennemsnit. Perioden siden seneste MFT starter d. 13. marts 2025. Seneste datapunkt er fra d. 17. september 2025.

Kilde: Danmarks Nationalbank samt egne beregninger.

<sup>29</sup> Omkostningerne ved at videreformidle kronelikviditeten kan dog medføre, at pengemarkedsrenter ligger tæt på men stabilt over Nationalbankens udlånsrente i perioder med lav centralbanklikviditet.

<sup>30</sup> Jf. 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.

<sup>31</sup> Samme holdning er blevet udtrykt af bl.a. ECB og Bank of England, jf. C. Buch og I. Schnabel, Managing liquidity in a changing environment. *ECB Supervision Blog*. 18. Marts 2025, og V. Saporta, Learning by doing, tale af Victoria Saporta, Executive Director for Markets i Bank of England ved Bank of Finland and SUERF Conference i Helsinki, 11. Juni 2025.

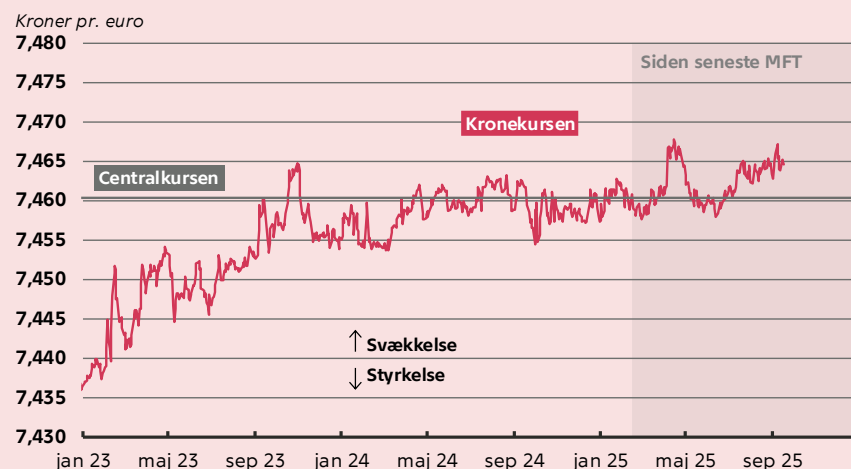
## Stabil kronekurs trods volatilitet i finansielle markeder og pengemarkedet

Siden udgivelsen af *Monetære og finansielle tendenser* i marts 2025 har kronens kurs over for euro været tæt på centralkursen, jf. figur 22. Den observerede volatilitet i de implicitte renter på valutaswaps har således ikke haft afsmittende effekt på spotkursen, selvom de midlertidige stigninger i de implicitte renter på valutaswaps gjorde det billigere at afdække fra euro til kroner.

Store udbyttebetalinger fra danske virksomheder samt fald i særligt amerikanske aktiekurser bidrog til en moderat kronesvækkelse i april. Svækkelsen var begrænset og kortvarig, hvorefter kronekursen hurtigt bevægede sig tilbage mod centralkursen igen uden intervention fra Nationalbanken. Ved udgangen af august havde Nationalbanken ikke intervenseret i kronemarkedet siden december 2022. Det pengepolitiske rentespænd til ECB har desuden været uændret på -40 basispoint siden februar 2023. Den lange periode uden intervention og ændringer i det pengepolitiske rentespænd, selv i perioder med volatilitet i visse pengemarkedsrenter og på de finansielle markeder i øvrigt, vidner bl.a. om balance i kronemarkedet og forudsigelighed i Nationalbankens reaktionsmønster, som gør markedet i stand til at stabilisere sig selv.<sup>32</sup>

FIGUR 22

**Kronekursen har ligget stabilt med en moderat og kortvarig svækkelse i april**



Anm.: Den daglige kronekurs over for euro samt centralkursen bestemt i det europæiske valutasamarbejde (ERM II). Perioden siden seneste MFT starter d. 13. marts 2025. Seneste datapunkt er fra d. 17. september 2025.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

### Overskud på betalingsbalancen medfører fortsat løbende kroneefterspørgsel, hvor balance i kronemarkedet sikres af det negative rentespænd til ECB

De danske ikke-finansielle virksomheder har gennem de seneste år stået for størstedelen af nettokronekøbet gennem danske banker. Som uddybet i *Monetære og finansielle tendenser* fra marts 2025 afspejler virksomhedernes nettokøb af kroner bl.a. det store overskud på betalingsbalancen, idet de køber

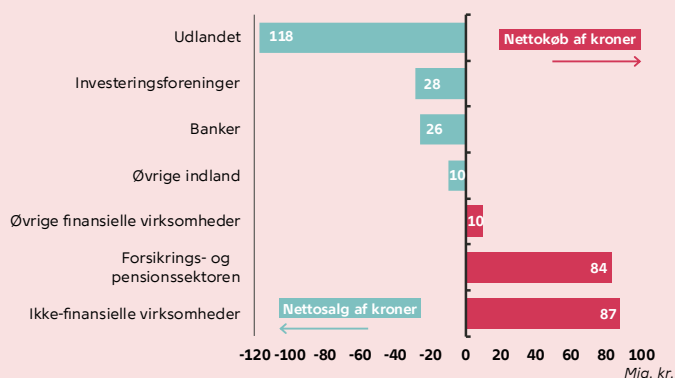
<sup>32</sup> Se også Danmarks Nationalbank, På vej mod neutral pengepolitik i 2025, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 7, marts 2025.

kroner, når de hjemtager indkomst i valuta fra eksport.<sup>33</sup> Overskuddet på betalingsbalancen har samtidig medført en stor dansk udlandsformue, som fører til yderligere efterspørgsel efter kroner, bl.a. på grund af *home bias* blandt investorerne.<sup>34</sup> Nationalbankens negative rentespænd til ECB sikrer, at kronemarkedet er i ligevægt omkring centalkursen ved at modvirke den kapitalindstrømning til Danmark, som ellers ville følge af betalingsbalanceoverskuddet og den store udlandsformue.

Siden marts har de danske ikke-finansielle virksomheder haft et betydeligt nettokøb af kroner for 87 mia. kr. gennem danske banker, jf. figur 23. Det afspejler bl.a., at virksomhederne fortsat har stor indtjening i valuta fra eksport til udlandet, jf. *Udsigter for dansk økonomi* fra september 2025.<sup>35</sup> Virksomhedernes kronekøb har dog gennem det seneste halve år været lavere sammenlignet med de seneste to år, jf. figur 24. Store virksomhedshandler har bl.a. betydet, at nogle virksomheder har solgt flere kroner end normalt, jf. *Monetære og finansielle tendenser* fra marts 2025. Usikkerheden omkring global handelspolitik, jf. kapitlet *Global finansiell markedsudvikling*, kan ligeledes have bidraget til et lavere kronekøb. I det omfang, at virksomhederne er usikre på deres fremtidige indtjening, kan det medføre, at de i mindre grad afdækker forventet indtjening og derved køber færre kroner via terminskontrakter.

FIGUR 23

#### Danske virksomheder og FogP har købt kroner, mens udlandet har solgt kroner via danske banker

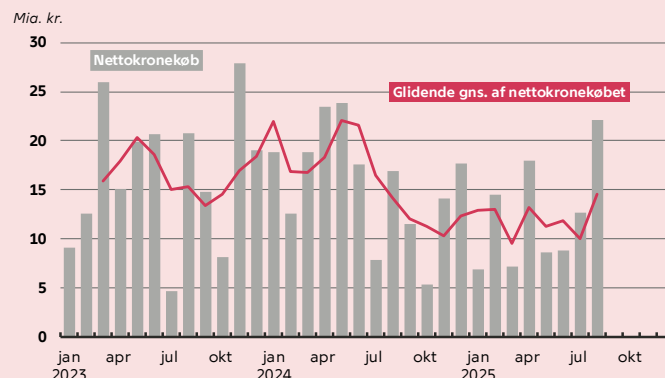


Anm.: Nettokronekøbet i det danske kronemarked fordelt på sektor i perioden 1. marts 2025 til 17. september 2025. Kategorien *Øvrige indland* indeholder husholdninger, nonprofitorganisationer, den offentlige sektor samt øvrige ukendte danske modparter.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

FIGUR 24

#### Danske virksomheders nettokronekøb har været lavere i 2025 end i de foregående to år



Anm.: Danske ikke-finansielle virksomheders månedlige nettokronekøb via danske banker samt 3-måneders glidende gennemsnit af nettokronekøbet. Seneste datapunkt er august 2025.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

#### Kortvarig kronesvækkelse i april var sammenfaldende med kronesalg fra udenlandske banker i lyset af udbyttebetalinger

Udenlandske aktører har stået for hoveddelen af kronesalget gennem danske banker siden marts. Samlet har de netto solgt kroner for 118 mia. kr., hvoraf 88 mia. kr. kom fra udenlandske banker. En stor del af disse handler udføres på vegne af de udenlandske bankers kunder. Handlerne afspejler således ikke kun

<sup>33</sup> Jf. Danmarks Nationalbank, På vej mod en neutral pengepolitik i 2025, *Danmarks Nationalbank Analyse* (Monetære og finansielle tendenser), nr. 7, marts 2025.

<sup>34</sup> Se boks 3 i *Monetære og finansielle tendenser* fra marts 2025 for en uddybende forklaring.

<sup>35</sup> Danmarks Nationalbank, Svagere verdenshandel dæmper væksten i Danmark, *Danmarks Nationalbank Analyse* (Udsigter for dansk økonomi), nr. 23, september 2025.

bankernes egne handler, men også en lang række forskellige investorers salg af kroner.

Udlandets nettokronesalg skal bl.a. ses i lyset af udbyttebetalinger. Danske virksomheder udbetalte i marts og april udbytter til udenlandske investorer for ca. 40 mia. kr., hvilket kun overgås af de rekordhøje udbyttebetalinger i foråret 2023.<sup>36</sup> Når udbytterne overføres til udenlandske banker, sælger bankerne som regel kronerne videre til danske banker på vegne af investorerne i det omfang, at investorerne ikke geninvesterer udbytterne i danske aktiver.

Kursfald på aktier udstedt af store danske virksomheder i juli og august gav hverken anledning til væsentlige kronesalg fra udlandet eller nævneværdige bevægelser i kronekursen.<sup>37</sup>

### **Forsikrings- og pensionssektorens kronehandler i april bidrog både til den kortvarige kronesvækkelse, men også til den efterfølgende stabilisering**

Forsikrings- og pensionssektoren, FogP, har siden begyndelsen af marts netto købt kroner via danske banker for samlet 84 mia. kr., jf. figur 23. Nettokronekøbet dækker bl.a. over modsatrettede bevægelser omkring den kortvarige kronesvækkelse i april. I kølvandet på den amerikanske administrations toldannonceringer den 2. april og de efterfølgende aktiekursfald solgte sektoren kroner på enkelte dage, hvilket bidrog til den kortvarige kronesvækkelse. En lignende dynamik er set i tidligere episoder med store udenlandske aktiekursfald, bl.a. under pandemien, da sektoren typisk vil sælge kroner for at fastholde deres afdækningsgrad.<sup>38</sup> Samlet set var omfanget af sektorens kronesalg i starten af april dog begrænset og adskiller sig fra tidligere perioder med store globale aktiekursfald. Senere i april havde sektoren et betydeligt nettokronekøb, hvilket bidrog til, at kronekursen bevægede sig tilbage mod centralkursen. Det kan bl.a. afspejle, at den kortvarige kronesvækkelse gjorde det billigere for sektoren at købe kroner.

### **Dollarafdækning fra forsikrings- og pensionssektoren har bidraget til højere kroneefterspørgsel, om end størstedelen af afdækningen var til euro**

Kronesalget fra FogP i starten af april var begrænset sammenlignet med tidligere episoder, hvor aktiekurserne faldt. Det skyldtes bl.a., at FogP fastholdt niveauet for deres dollarafdækning i marts og april til trods for faldet i dollareksponeringen. Som konsekvens steg afdækningsgraden på dollaraktiver med 11 procentpoint – fra 63 til 74 pct., jf. figur 25. Afdækningsgraden af dollareksponeringen faldt efterfølgende en smule til ca. 71 pct. i juli efter de amerikanske aktiekurstigninger. Afdækningsgraden ligger dog stadig over niveauet fra før april. Stigningen i afdækningsgraden af dollar bryder med tendensen fra 2024, hvor sektoren gradvist lod deres afdækningsgrad falde, i takt med at værdien af deres dollarinvesteringer steg. Den øgede afdækning af dollareksponering indikerer, at sektoren har ønsket af dække sig ind over for dollarrisiko i tråd med lignende adfærd blandt investorer på globalt plan, jf. kapitlet *Global finansiell markedsudvikling*.<sup>39</sup>

Den øgede dollarafdækning har dog kun delvist ført til kronekøb, hvilket har dæmpet effekten på den samlede kroneefterspørgsel siden marts. Det skyldes, at afdækningen primært er handlet mod euro og ikke afdækket videre til kroner. I

<sup>36</sup> Udenlandske investorer ejede ca. 63 pct. af de danske C25-aktier i slutningen af maj 2025.

<sup>37</sup> Når udlandet sælger danske aktier, trækker det i retning af et kronesalg, i det omfang provenuet ikke geninvesteres i kroneaktiver. Ved større aktiekursfald vil udenlandske investorer, der har afdækket deres kroneeksponering, i udgangspunktet købe kroner for at rebalancere deres afdækningsgrad, hvilket understøtter kronekursen. Hvilken af disse effekter der dominerer, vil afhænge af investorsammensætningen, afdækningsgraden og den udestående aktivbeholdning.

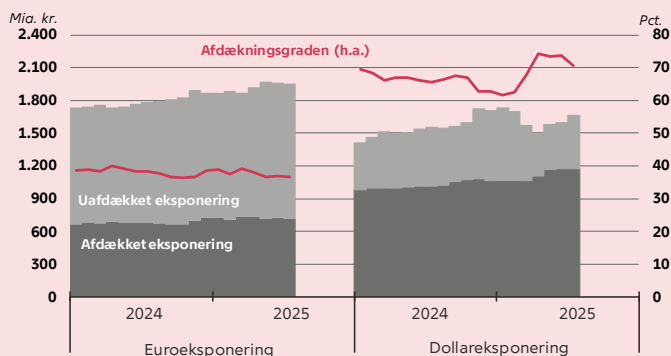
<sup>38</sup> Se S.A.M. Steffensen, B.M. Jensen og A.M. Grønlund, Valutaafdækning og den danske pensionssektor, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 2, maj 2024.

<sup>39</sup> Se H.S. Shin, P. Wooldridge og D. Xia, US dollar's slide in April 2025: the role of FX hedging, *BIS Bulletin*, no. 105, juni 2025.

perioden fra marts til og med juli solgte FogP dollar mod euro via terminkontrakter for 70 mia. kr., jf. figur 26, mens ca. 20 mia. kr. blev afdækket direkte til kroner. Da kun en del af den forhøjede eksponering over for euro efterfølgende blev afdækket til kroner, er afdækningsgraden for euro samlet faldet fra 39 til 37 pct. fra marts til og med juli, jf. figur 25.

FIGUR 25

### Afdækningsgraden af dollareksponering er steget – mens afdækningsgraden af euro er faldet

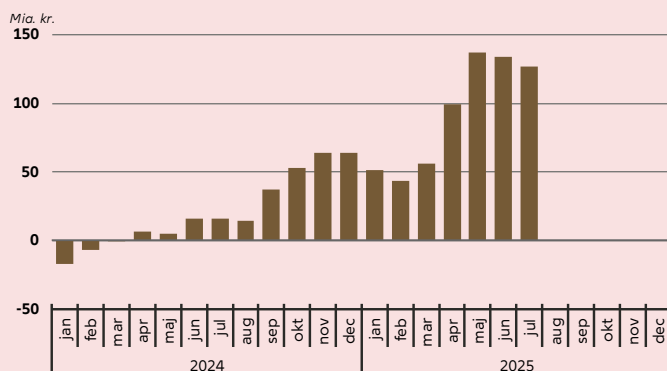


Anm.: FogP's samlede eksponering i hhv. euro og dollar fordelt på den afdækkede og uafdækkede eksponering samt afdækningsgraden i perioden januar 2024 til og med juli 2025.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

FIGUR 26

### Euroeksponeringen er steget markant siden april som følge af øget dollarafdækning til euro



Anm.: Akkumuleret ændring i FogP's samlede eksponering i euro som følge af afdækning fra dollar til euro i perioden januar 2024 til og med juli 2025.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

### Forsikrings- og pensionssektorens køb af udenlandske aktier formodes ikke at have rykket væsentligt ved den samlede kroneefterspørgsel

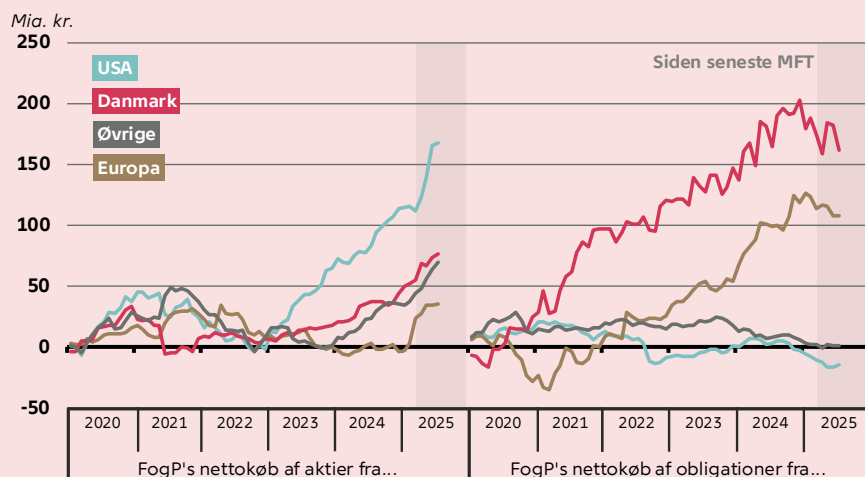
FogP har øget deres opkøb af europæiske og amerikanske aktier og solgt ud af obligationer siden marts, jf. figur 27.<sup>40</sup> I perioden marts til og med juli købte FogP udenlandske aktier for 116 mia. kr. og solgte udenlandske obligationer for 24 mia. kr. Lidt under halvdelen af de købte aktier er amerikanske. Købet af de amerikanske aktier er det største køb, som sektoren har foretaget over en femmåneders periode i de seneste fem år. FogP købte særligt europæiske aktier i marts, mens købet af amerikanske aktier er taget til siden april efter de store fald i aktiekurserne, jf. kapitlet *Global finansiell markedsudvikling*.

<sup>40</sup> Købet af værdipapirer indeholder kun direkte ejerskab af værdipapirer. FoP's eksponering mod aktier og obligationer kan ud over værdipapir også have ændret sig gennem derivatkontrakter, fx aktiefutures.

Der er ikke indikationer på, at FogP's køb af udenlandske aktier siden marts har haft væsentlig betydning for kroneefterspørgslen. FogP kan finansiere køb af udenlandske aktier på flere måder, herunder gennem valutaswaps, repoforretninger i valuta, modtagne udbytter og kuponrenter på beholdninger af udenlandske værdipapirer eller fra afregning af derivater i valuta. I alle tilfældene vil det i udgangspunktet være neutralt for kroneefterspørgslen i modsætning til, hvis valutaen fremskaffes gennem spothandler. Data for FogP's spothandler gennem danske banker peger dog ikke på en stigning i kronesalg på spot gennem perioden, og der er heller ikke tegn på, at FogP's spothandler med udenlandske banker har afvejet væsentligt fra fx sidste år.<sup>41,42</sup>

FIGUR 27

### Forsikrings- og pensionssektoren har foretaget store aktiekøb og obligationssalg siden marts



Anm.: FogP's akkumulerede månedlige nettokøb af henholdsvis aktier og obligationer siden 2020 fordelt på markedet, hvor de er udstedt. Tallene indeholder ikke investeringer i værdipapirer gennem afledte produkter som fx futures. Tallene er gennemlyst, så FogP's investeringer foretaget via danske investeringsforeninger medregnes. Perioden siden seneste MFT starter i marts 2025. Seneste observation er juli 2025.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

<sup>41</sup> FogP's handler gennem danske banker peger omvendt på et fald i kronesalg på spot gennem perioden.

<sup>42</sup> Der tages forbehold for, at den nuværende datadækning ikke tillader en tilstrækkelig monitorering af FogP's kronehandler med udenlandske banker til at kunne drage en håndfast konklusion. Konklusionen er baseret på en antagelse om, at et øget spotsalg af kroner vil føre til en stigning i udenlandske bankers spotsalg af kroner til danske banker, da udenlandske banker ikke formodes at være interesserede i at ligge inde med kroneliquiditet. Tages der højde for de højere udbyttebetalinger i marts og april, jf. tidligere, kan der dog ikke observeres nogen nævneværdig stigning ift. sidste år.

## 03

# Udviklingen i de makro-finansielle forhold

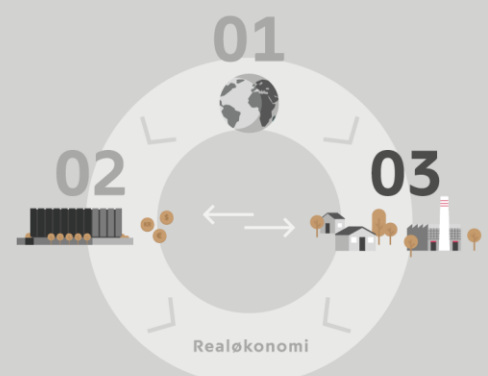
Nationalbankens pengepolitiske renter er blevet sat yderligere ned over det sidste halve år, i takt med at ECB har udfaset den stramme pengepolitik i euroområdet. Renten på både ny og eksisterende gæld er faldet yderligere for husholdninger og virksomheder. Samtidig er kreditvæksten steget i 1. halvår af 2025 for husholdninger og virksomheder.

Baseret på udviklingen i 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. Udsving på de finansielle markeder i forbindelse med amerikanske toldannonceringer den 2. april har indtil videre været af midlertidig karakter og har således ikke ændret vurderingen af de makrofinansielle forhold i Danmark.

Den geopolitiske udvikling kan udgøre en risiko for udsving i de makrofinansielle forhold. Makrofinansielle ubalancer har tidligere forstærket negative stød til dansk økonomi, men aktuelt er der ikke tegn på, at de er en væsentlig risikofaktor for den økonomiske aktivitet.

### 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 neutrale for dansk økonomi

Nationalbanken har siden marts fulgt ECB og sat renten ned med 0,5 procentpoint. Dermed er de pengepolitiske renter sat ned med 2 procentpoint siden toppen i 2024. Markedsdeltagerne forventer ikke flere pengepolitiske rentenedsættelser frem mod udgangen af 2025. De lavere pengepolitiske renter er siden marts transmitteret til udlånsrenter for husholdninger og virksomheder, hvilket har bidraget til en fortsat lempelse af de samlede finansielle forhold.

Nationalbanken vurderer, at pengepolitikken og de samlede finansielle forhold aktuelt er omtrent neutrale for den økonomiske aktivitet i Danmark i tråd med forventningen fra *Monetære og finansielle tendenser* fra marts 2025. Vurderingen hviler på et bredt udvalg af indikatorer, herunder udviklingen i estimater for det neutrale niveau for den pengepolitiske rente, udlånsrenter og kreditvækst samt modelbaserede estimater for effekten af den førte pengepolitik siden 2022 på økonomisk aktivitet i Danmark.

Den forhøjede markedsvolatilitet i april var af midlertidig karakter og har ikke ændret på vurderingen af de makrofinansielle forhold i Danmark. Den geopolitiske usikkerhed udgør en risikofaktor. Fx kan en pludselig opstramning af pengepolitikken i USA som følge af todsatser og forhøjet inflation føre til en pludselig stramning i de finansielle forhold på globalt plan, se også *Udsigter for dansk økonomi* fra september 2025.<sup>43</sup> Geopolitisk uro kan også føre til stigende risikopræmier på finansielle aktiver. Aktuelt er der ikke tegn på, at de makrofinansielle balancer i Danmark udgør en særlig risiko for dansk økonomi.

### Modelestimer indikerer, at pengepolitikken er neutral for dansk økonomi

Modelestimer for den neutrale rente indikerer, at danske pengepolitiske renter ligger tæt på et niveau, der er neutralt for økonomisk aktivitet, jf. figur 28. Det betyder, med forbehold for estimationsusikkerhed, jf. nedenfor, at pengepolitikken hverken skubber til eller dæmper den økonomiske aktivitet ift. det potentielle niveau.<sup>44</sup> Udviklingen står i kontrast til 2023 og 2024, hvor pengepolitikken ifølge modelestimerne var restriktiv.<sup>45</sup> Udviklingen i den neutrale rente i Danmark flugter med lignende estimater fra ECB.<sup>46</sup>

Den neutrale rente angiver niveauet for den pengepolitiske rente, som er neutral for økonomisk aktivitet ift. det potentielle niveau. Estimater for den neutrale rente kan fungere som et udgangspunkt for en vurdering af pengepolitikken effekt på økonomien, herunder inflationspresset. Estimaterne 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 makrofinansielle forhold i økonomien end blot den pengepolitiske rente, der ikke nødvendigvis fanges i estimationen af den neutrale rente. De følgende afsnit tager derfor afsæt i en bred vifte af andre

<sup>43</sup> Se Danmarks Nationalbank, Svagere verdenshandel dæmper væksten i Danmark, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 23, september 2025.

<sup>44</sup> 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, Produktionsgabet i dansk økonomi – beregning og vurdering, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 22, september 2025.

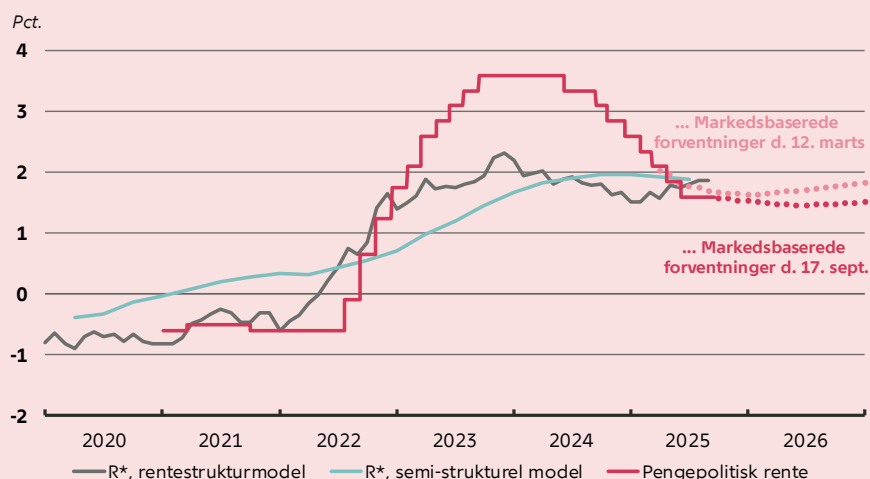
<sup>45</sup> Modelestimerne indikerer samtidig, at den neutrale rente kan være steget siden 2020. Det kan fx skyldes forventninger til højere offentlige udgifter i fremtiden, bl.a. som følge af militær oprustning og den grønne omstilling, men også forventninger til højere produktivitetsvækst, lav opsparing samt centralbankernes kommunikation om pengepolitikken, jf. I. Schnabel, *R(ising) star?*, tale af Isabel Schabel, executive board member i ECB, ved The ECB and its Watchers XXIV conference i Frankfurt, marts 2024.

<sup>46</sup> 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.

indikatorer, som sammen med det aktuelle renteniveau også har betydning for effekten af pengepolitikken i Danmark.

FIGUR 28

### Den pengepolitiske rente er tæt på modelestimer for den neutrale rente



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 ( $r^*$ ) 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 august 2025 for rentestrukturmodellen, 2. kvartal for den semi-strukturelle model og 17. september for pengepolitisk rente.

Kilde: LSEG Workspace, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

### Lavere pris på ny finansiering har bidraget til lempeligere finansieringsforhold

De pengepolitiske rentenedsættelser er delvist blevet transmitteret til renter på ny finansiering jf. figur 29. Siden marts er den gennemsnitlige rente på nye lån faldet med ca. 0,6 procentpoint for virksomheder, mens den for husholdninger er faldet noget mindre med knap 0,3 procentpoint.

Det større rentefald for virksomheder end for husholdninger afspejler bl.a., at husholdningerne optager flere fastforrentede lån end virksomhederne, som i højere grad optager variabelt forrentede bank- og realkreditlån. Dermed oplever virksomheder et større fald i den gennemsnitlige rente på nye lån end husholdninger, når de pengepolitiske renter sættes ned, og rentenedsættelsen ikke slår fuldt igennem på renter på nye lån med længere rentebinding. En sådan situation har været gældende siden marts, idet højere likviditets- og risikopræmier har trukket op i den 30-årige realkreditrente og dermed i stor udstrækning udlignet det negative bidrag fra bl.a. lavere pengepolitiske renter, jf. figur 30.<sup>47</sup> Senest er den 30-årige realkreditrente dog faldet en smule, og hvis denne udvikling fortsætter, kan det potentielt give udslag i nedkonverteringer

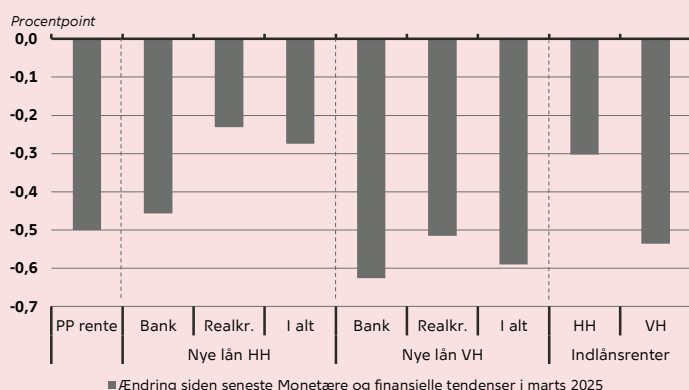
<sup>47</sup> Ændringer i renten på en 30-årig konverterbar realkreditobligation kan dekomponeres i ændringer i den risikofrie rente, som følger forventninger til pengepolitikken, ændringer i likviditets- og risikopræmier samt ændringer i kompensationen for udsteders ret til konvertering, se også *Monetære og finansielle tendenser* fra marts 2025. Konverteringsretten har ligesom den risikofrie rente bidraget negativt til den 30-årige realkreditrente siden marts.

blandt danske husholdninger. Ved tidligere nedkonverteringsbølger har dette typisk resulteret i merbelåning og deraf øget privatforbrug.<sup>48</sup>

Indlånsrenterne for husholdninger og virksomheder er også faldet siden marts, jf. figur 29. Virksomhedernes indlånsrenter er fortsat med at falde mere end for husholdninger, hvilket afspejler, at virksomhedernes indlånsrenter også steg mere i perioden 2022-2023 i takt med de pengepolitiske stramninger. I løbet af 2025 er danske husholdningers samlede indskud i danske pengeinstitutter steget med 51 mia. kr. Stigningen i indlån fortsætter de seneste års tendens, hvor husholdningernes indlån er steget markant ift. udestående bankudlån, som har ligget relativt fladt. Stigningen i indlån ift. bankudlån betyder, at indlånsrenterne kan have fået relativt større betydning for husholdningernes forbrugsbeslutninger ift. tidligere, jf. boks 4 i *Monetære og finansielle tendenser* fra marts 2025.<sup>49</sup>

FIGUR 29

### Den gennemsnitlige rente på nye lån for husholdninger og virksomheder er faldet

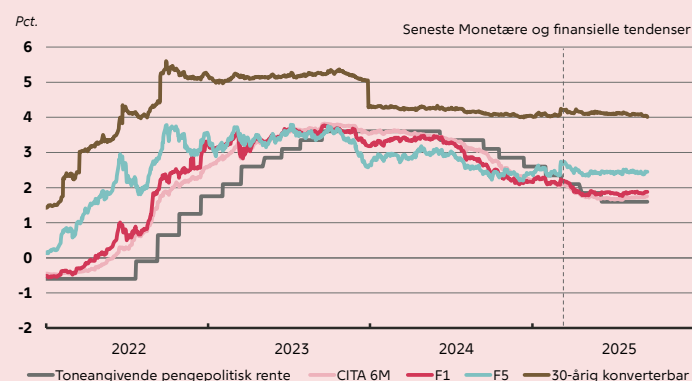


Anm.: Ændringer i pengepolitisk rente, *PP rente*, er for perioden fra marts til september 2025. Ændringer i renter på nye bank- og realkreditlån samt indlån dækker over perioden fra marts til juli 2025. Husholdninger er inklusive nonprofit-institutioner rettet mod husholdninger. *PP rente* angiver foliorenten, som er den toneangivne pengepolitiske rente. *HH* angiver husholdninger, og *VH* angiver virksomheder. *Real.* er en forkortelse for realkredit.

Kilde: Danmarks Nationalbank, LSEG Workspace og Nordea Analytics.

FIGUR 30

### Siden marts er realkreditrenter med kortere rentebinding faldet, mens renten på fastforrentede lån har været uændret



Anm.: Den toneangivne pengepolitiske rente er foliorenten. Niveauskift i serien for 30-årig konverterbar afspejler kuponskift. Seneste datapunkt er for d. 17. september 2025.

Kilde: Danmarks Nationalbank, LSEG Workspace og Nordea Analytics.

### Lavere renteudgifter på husholdningers og virksomheders udestående gæld giver mulighed for øget forbrug og investering

Den gennemsnitlige rente på udestående lån er fortsat med at falde for danske husholdninger og virksomheder siden marts, jf. figur 31. Siden toppen i 2024 udgør faldet hhv. ca. 0,4 og 0,7 procentpoint for danske husholdninger og virksomheder. Lavere renteudgifter understøtter alt andet lige forbrug og investeringer, som ventes at stige moderat i 2026, jf. *Udsigter for dansk økonomi* fra september 2025. Det større fald i virksomhedernes gennemsnitlige rente skyldes, at de har en større andel af udestående lån med kort rentebinding sammenlignet med husholdningerne. Tilsvarende er der også observeret et større fald i renten på

<sup>48</sup> Se H.Y. Andersen, E.A. Grenestam og R.R. Nissen, Nedkonvertering af fastforrentede realkreditlån og boligejernes finansielle robusthed, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 2, maj 2025.

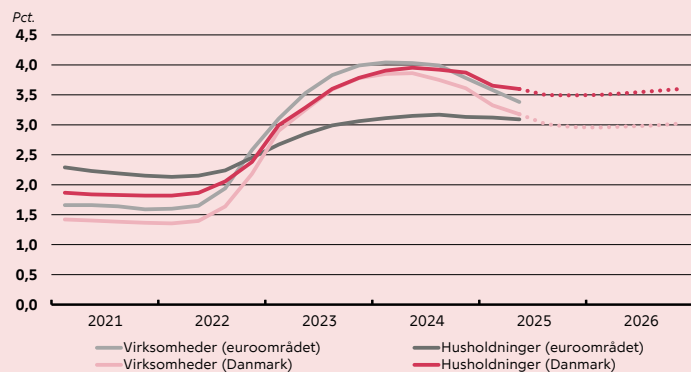
<sup>49</sup> Jf. Danmarks Nationalbank, På vej mod neutral pengepolitik i 2025, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 7, marts 2025.

udestående gæld for virksomheder i euroområdet ift. husholdninger, hvor renten på husholdningernes udestående gæld har været omtrent uændret siden rentetoppen i 2024, jf. figur 31. At renterne er uændrede for husholdninger i euroområdet, siden ECB igangsatte udfasningen af den stramme pengepolitik, afviger fra udviklingen i Danmark og afspejler et generelt hurtigere rentegennemslag til husholdninger i Danmark ift. i euroområdet. Det kom også til udtryk i perioden med pengepolitiske stramninger i 2022 og 2023, hvor danske husholdninger oplevede en væsentlig større rentestigning, jf. figur 31.<sup>50</sup>

En beregningsteknisk fremskrivning på baggrund af markedsdeltageres renteforventninger indikerer, at den gennemsnitlige rente på den samlede udestående gæld vil stabilisere sig relativt tæt på nuværende niveauer for både danske husholdninger og virksomheder i 2025, jf. figur 31.<sup>51</sup> Fremskrivningen afspejler, at markedsdeltagerne ikke aktuelt forventer flere rentenedsættelser fra ECB, jf. også kapitlet om *Global finansiell markedsudvikling*. Markedet forventer således, at husholdningernes og virksomhedernes gennemsnitlige renter lægger sig på et niveau højere end ved begyndelsen af 2022, hvor pengepolitikken var lempelig.<sup>52</sup>

FIGUR 31

### Markedsdeltagerne forventer, at den gennemsnitlige rente på udestående gæld stabiliserer sig omkring det nuværende niveau

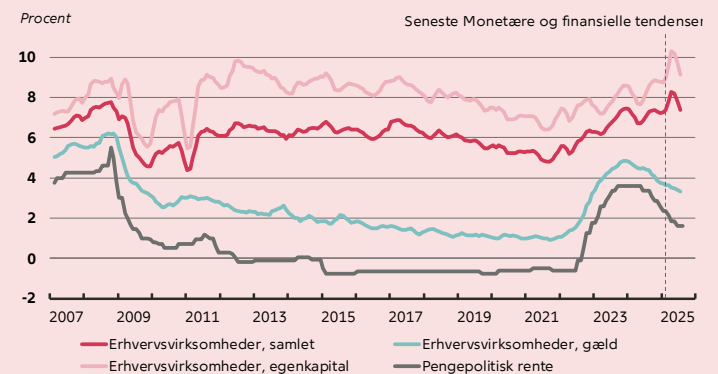


Anm.: Kvartalsvise renteudgifter før skat på bank- og realkreditgæld for danske husholdninger samt nonprofit-institutioner rettet mod husholdninger og ikke-finansielle virksomheder. Stiplede linjer angiver fremskrivninger, og metoden er forklaret i fodnote 34. Seneste datapunkt er 2. kvartal 2025.

Kilde: Danmarks Nationalbank, ECB og egne beregninger.

FIGUR 32

### Virksomhedernes gennemsnitlige eksterne finansieringsomkostning er på samme niveau som i marts



Anm.: Balancevægtede omkostninger ved optag af ekstern finansiering erhvervsvirksomheder. Erhvervsvirksomheder anvender i høj grad egenkapitalfinansiering, hvilket er en væsentlig forklaring på deres relativt høje omkostninger. 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 er for juli 2025.

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

<sup>50</sup> 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.

<sup>51</sup> 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 aktuelle 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 marts 2025. Fremskrivningen er behæftet med betydelig usikkerhed, både hvad angår markedsudviklingen og konverteringsadfærden blandt låntagere med fast rente.

<sup>52</sup> Se Danmarks Nationalbank, Lempelige finansielle forhold styrker opsvinget, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 23, september 2021.

### **Det er fortsat blevet dyrere for danske virksomheder at finansiere sig gennem aktiemarkedet**

Virksomhedernes gennemsnitlige omkostning ved ekstern finansiering er uændret siden seneste *Monetære og finansielle tendenser* fra marts 2025, jf. figur 32. Det afspejler, at prisen på egenkapitalfinansiering er steget, mens prisen på gældsfinansiering omvendt er faldet.

Udviklingen i omkostninger ved egenkapitalfinansiering i Danmark skal ses i lyset af, at det danske aktiemarked domineres af få store virksomheder. Fx er Novo Nordisks aktiekurs faldet siden sommeren 2024, hvilket alt andet lige trækker op i prisen på egenkapitalfinansiering. En beregning af prisen på egenkapitalfinansiering ekskl. Novo Nordisk viser således et mindre fald, hvilket betyder, at stigningen i prisen på egenkapitalfinansiering i Danmark siden sommeren 2024 i udgangspunktet kan henføres til Novo Nordisk. Som konsekvens er udviklingen i virksomhedernes gennemsnitlige eksterne finansieringsomkostninger ikke nødvendigvis repræsentativ for danske virksomheder generelt. Virksomheder, der primært finansierer sig ved hjælp af gældsfinansiering, fx mindre virksomheder, vil have oplevet et fald i de eksterne finansieringsomkostninger siden 2024, og denne udvikling er fortsat siden marts.

### **Øget låneefterspørgsel har drevet stigende kreditvækst for husholdninger og virksomheder**

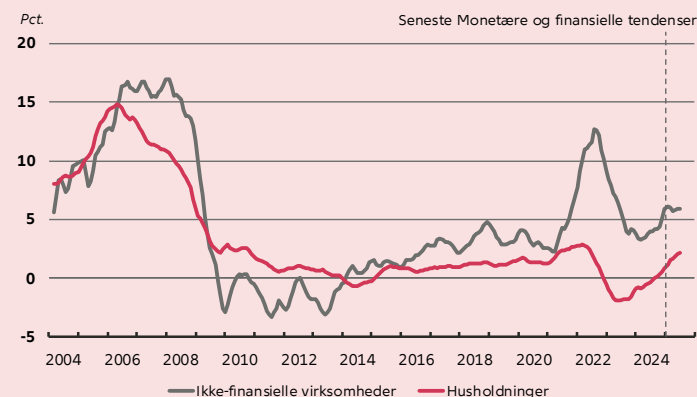
Væksten i bank- og realkreditudlån er fortsat med at stige for husholdninger og virksomheder siden seneste *Monetære og finansielle tendenser* i marts 2025, jf. figur 33. Udviklingen afspejler bl.a., at låneefterspørgslen er steget i 1. halvår 2025, jf. Nationalbankens udlånsundersøgelse. Samtidig har pengeinstitutterne i løbet af 1. halvår af 2025 holdt kreditstandarden omtrent uændrede for både husholdninger og virksomheder.

Virksomhedernes årlige kreditvækst ligger aktuelt på 6 pct., jf. figur 33, hvilket primært er drevet af store virksomheder. Kreditvæksten for virksomheder ligger således fortsat højere end gennemsnittet i årene efter finanskrisen og før coronapandemien.

Stigningen i kreditvæksten for husholdninger siden marts 2025 har været relativt stor. En del af stigningen skyldes dog, at den samlede kredit til husholdningerne kom fra et lavt niveau i 2022 og 2023 efter de pengepolitiske stramninger. Husholdningernes kreditvækst ligger aktuelt lige over 2 pct., hvilket svarer til det gennemsnitlige niveau fra årene mellem finanskrisen og pandemien. Den stigende kreditvækst for husholdninger er primært drevet af øget låntagning til boligkøb, mens bidraget fra merbelåning har været negativt, jf. figur 34. Det afspejler bl.a. fremgangen på boligmarkedet, herunder i området omkring København, mens husholdningernes forbrug har været lavt de senere år, jf. *Udsigter for dansk økonomi* fra september 2025.

FIGUR 33

### Kreditvæksten er steget for både husholdninger og virksomheder

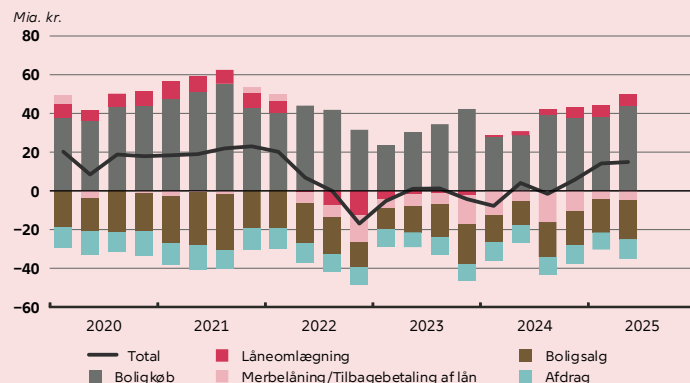


Anm.: Vækst i danske bankers samlede udlån (MFI-sektoren) til hhv. husholdninger og ikke-finansielle virksomheder. 3 måneders glidende gennemsnit. Seneste datapunkt er juli 2025.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

FIGUR 34

### Kreditvæksten for husholdningerne er 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 2. kvartal 2025.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

### Indeks for de samlede finansielle forhold i Danmark viser en flad udvikling siden marts trods fald i de risikofrie renter

Et samlet indeks for danske finansielle forhold peger på, at de finansielle forhold er omtrent uændrede siden marts, jf. figur 35. Indekset sammenvægtter udvalgte komponenter fra de foregående afsnit samt øvrige markedsdata, der vurderes at have betydning for transmissionen af pengepolitikken til de makrofinansielle forhold i Danmark.<sup>53</sup> Indekset skal derfor ses som en overordnet indikator for de finansielle forhold i Danmark og et supplement til de øvrige indikatorer gennemgået foroven.<sup>54</sup> Den flade udvikling i indekset siden marts dækker over faldet i de risikofrie renter, som er blevet modgået af en styrkelse af den effektive kronekurs i lyset af dollarsvækkelsen, jf. afsnit om *Global finansiell markedsudvikling*.<sup>55</sup> Det er særligt fald i de korte renter, der har bidraget til lempelsen i den risikofrie komponent, mens udviklingen i de lange renter har været omtrent neutral i perioden, jf. tidligere. Markedsvolatiliteten i april gav udslag i en kortvarig stramning i indekset for finansielle forhold i Danmark, jf. figur 35. Stramningen var særligt drevet af betydelige fald i danske aktiekurser samt svækkelsen af dollaren. Stigningen i indekset var dog af midlertidig karakter og har ikke ændret på det overordnede billede af fortsat lempede finansielle forhold i Danmark. Sammenlignes udviklingen i en daglig version af indekset omkring april med finanskrisen og coronapandemien, ses det, at stramningen i april både var relativ lille og kortvarig ift. historiske episoder med høj markedsvolatilitet, jf. figur 36.

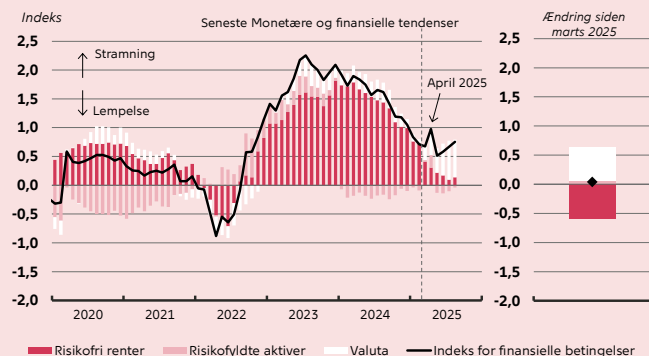
<sup>53</sup> Det afgørende for den pengepolitiske transmission i Danmark er gennemslaget til kronekursen, jf. Nationalbankens mandat om at føre fastkurspolitik. Transmissionen af pengepolitikken til de makrofinansielle forhold har dog betydning for kapacitetspresset i Danmark og dermed også Nationalbankens anbefaling til finanspolitikken, jf. Danmarks Nationalbank, Svagere verdenshandel dæmper væksten i Danmark, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 23, september 2025.

<sup>54</sup> Indekset sammenvægtter, hvordan den risikofrie rentekurve, risikofyldte aktiver og valutakursen påvirker de finansielle forhold for husholdninger og virksomheder i Danmark baseret på deres historiske effekt på inflationen. Indekset giver indikationer på ændringen i de samlede finansielle forhold, mens det er vanskeligt at fortolke på niveauet.

<sup>55</sup> I modellen trækker en kronestyrkelse i retning af strammere finansielle forhold. Det skyldes, at en stærkere krone reducerer eksporten og derved den økonomiske aktivitet, hvilket sammen med lavere importpriser trækker inflationen ned. Læs mere i figuranmærkningen til figur 35.

FIGUR 35

**Flad udvikling i de samlede finansielle forhold i Danmark dækker over fald i risikofri renter, som modgås af valuta**

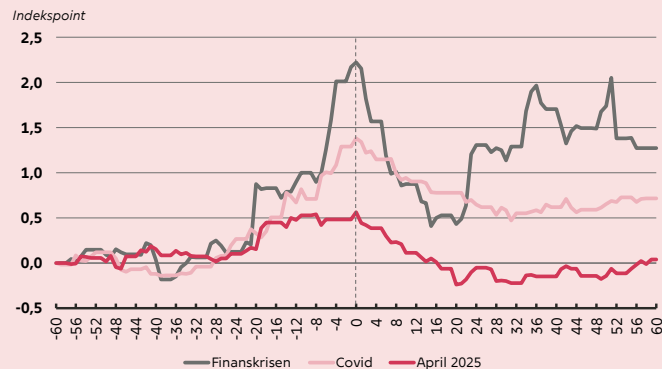


Anm.: Udviklingen i indeks for finansielle betingelser og underkomponenter vist på månedlig basis. "Risikofri renter" er den første principale komponent af swaprenter med løbetid fra 3 måneder til 10 år fratrullet den 1-årige swaprente om 9 år (proxy for en markedsbaseret nominel ligevægtsrente). "Risikofyldte 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-rentespænd. "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 august 2025.

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

FIGUR 36

**Udsving i de finansielle betingelser var relativt begrænset i april 2025 i forhold til andre episoder med høj volatilitet**



Anm.: Akkumuleret ændring i dagligt indeks for finansielle betingelser fra 60 dage før toppunktet til 60 dage efter toppunktet ved episoder med høj markedsvolatilitet. Toppunktet var hhv. d. 28. oktober 2008 ved finanskrisen, 23. marts 2020 ved covid og 22. april 2025.

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

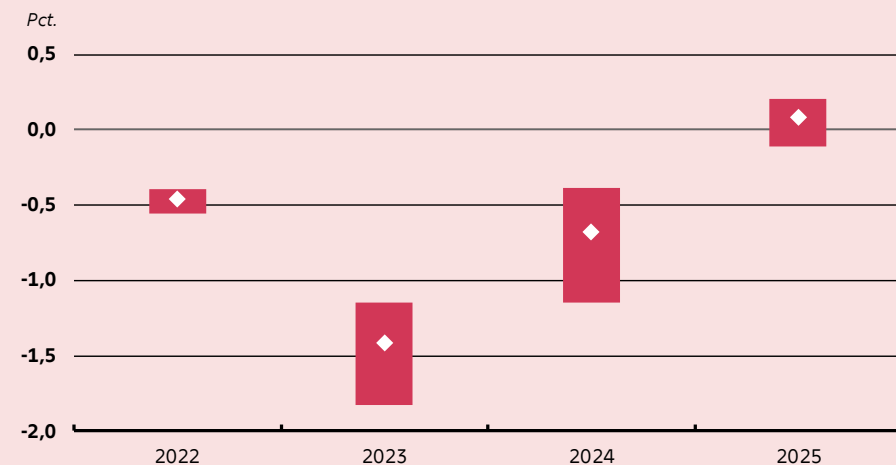
## Pengepolitikken og de samlede finansielle forhold vurderes neutrale for dansk økonomi

På baggrund af indikatorerne gennemgået foroven vurderer Nationalbanken, at pengepolitikken og de samlede finansielle forhold er neutrale for dansk økonomi. Vurderingen er baseret på ovenstående sammenligning af den pengepolitiske rente og estimater for det neutrale renteniveau samt gennemgangen af udviklingen i de makrofinansielle forhold. Vurderingen understøttes desuden af en modelbaseret analyse af transmissionen af tidligere pengepolitiske stramninger.<sup>56</sup> Modellen indikerer, at effekterne af de pengepolitiske stramninger siden 2022 er løbet gennem dansk økonomi, og at den samlede effekt af den førte pengepolitik siden 2022 har en neutral effekt på dansk BNP i 2025, jf. figur 37. Konklusionen for den flerårige pengepolitiske effekt siden 2022 er således uændret ift. seneste *Monetære og finansielle tendenser* i marts, hvilket afspejler, at pengepolitikken i euroområdet har fulgt markedsforventningerne, og at ændringer i markedsforventninger til ECB's pengepolitik for 2025 har været omtrent uændrede, jf. afsnit om *Global finansiell markedsudvikling*.

<sup>56</sup> Læs mere om modellen i boks 5 i Danmarks Nationalbank, På vej mod en lempeligere pengepolitik i 2025, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 7, marts 2025.

FIGUR 37

### Flerårig effekt af pengepolitikken siden 2022 har omtrent neutral effekt på dansk BNP i 2025



Anm.: Figuren viser akkumulerede effekter af ECB's renteændringer siden 2022 på dansk BNP-niveau ifølge Nationalbankens DSGE-model. Hvide markeringer er medianestimer, mens de røde områder angiver 90-procents konfidensintervaller. Læs mere i boks 5 i *Monetære og Finansielle tendenser*, marts 2025.

Kilde: Egne beregninger.

### De makrofinansielle forhold kan hurtigt ændre sig i lyset af geopolitisk usikkerhed, men finansielle sårbarheder er mindre end tidligere

Den geopolitiske usikkerhed kan føre til stød til global og dansk økonomi, jf. *Udsigter for dansk økonomi* fra september 2025. Det kan også føre til ændringer i de makrofinansielle forhold, fx hvis inflationen stiger i USA som følge af toldsatser, og Federal Reserve dermed strammer pengepolitikken med afledte effekter på aktivpriser globalt set. Geopolitisk usikkerhed kan også føre til højere risikopræmier på tværs af aktivklasser og dermed en stramning af de makrofinansielle forhold. Under finanskrisen udgjorde de finansielle markeder en såkaldt *accelerator* for negative stød til økonomien. Det betød, at negative effekter på dansk og global økonomi blev forstærket som følge af sårbarheder og ubalancer i det finansielle system. De makrofinansielle balancer er markant anderledes i dag sammenlignet med før finanskrisen, og der er ikke aktuelle tegn på, at den makrofinansielle kanal udgør en særlig risiko for økonomisk aktivitet i Danmark ift. at forstærke effekten af potentielle stød til dansk og global økonomi, se boks 2 for yderligere diskussion.

## BOKS 2

### Makrofinansielle ubalancer bidrager aktuelt ikke til halterisici for den økonomiske aktivitet i Danmark

#### Makrofinansielle ubalancer kan bidrage til at forstærke stød til økonomien

Øget global usikkerhed har medført, at dansk og global økonomi potentielt kan blive ramt af større og nye typer stød ift. tidligere. Under finanskrisen forstærkede finansielle sårbarheder og ubalancer effekten af økonomiske stød.<sup>1</sup> Selvfølgelig kan fx opstå gennem lånefinansierede køb af finansielle aktiver: Når et negativt økonomisk stød medfører værditab på det finansielle aktiv, tilskynder det gældsfinansierede aktører at sælge aktiverne i markedet for at indfri gælden. Det lægger et yderligere nedadgående pres på priserne, der igen tilskynder likvidering, og der opstår en *accelerator*-mekanisme.<sup>2</sup> Omvendt kan et positivt stød øge aktivpriserne og tilskynde yderligere gældsætning og opkøb, der rykker priserne op osv.

I denne boks undersøges det, om udviklingen i makrofinansielle ubalancer aktuelt vurderes at bidrage til halterisici for BNP-vækst i Danmark gennem selvforsvækkende effekter. Det gøres via såkaldt fraktalregression, der beskriver sandsynlighedsfordelingen for én variabel, i dette tilfælde dansk BNP-vækst, betinget på andre variable, hér et mål for cykliske systemiske risici.<sup>3</sup>

Cykliske systemiske risici, dvs. opbygningen af makrofinansielle ubalancer, er i denne boks givet ved det såkaldte "Systemic Risk Indicator", herefter SRI. SRI sammenvægtter mål for kreditvækst, aktiekursudvikling, gældsserviceringsgrad og boligprisudvikling.<sup>4</sup> Indikatoren kan give en indikation af, om gæld og aktivpriser vokser over deres normale niveau og derved potentielt kan give anledning til selvforsvækkende effekter, jf. ovenfor. Det danske SRI er vist i figur A.

#### Modellen indikerer, at halterisici for dansk BNP-vækst aktuelt ikke er påvirket væsentligt af cykliske systemiske risici – modsat perioden før finanskrisen

Fremskrivning af sandsynlighedsfordelingen for dansk BNP-vækst på en toårig horisont indikerer ingen væsentlige halterisici, jf. figur B. Det ses ved, at fordelingen ikke udviser en skævhed, hvor negative stød er markant mere sandsynlige end positive stød. Således tillægges et fald i økonomisk aktivitet kun en begrænset sandsynlighed. Det står i kontrast til modelfremskrivningen ved udgangen af 2006, dvs. fremskrivningen af BNP-væksten i 2008, hvor udviklingen i finansielle ubalancer indikerede væsentlige risici for dansk økonomisk aktivitet på en toårig horisont, der senere blev realiseret ved finanskrisen. Perioden op til finanskrisen var dog et ekstremt tilfælde og ikke nødvendigvis ensbetydende med, at estimerede halterisici under dette niveau ikke bør adresseres.

Fremskrivningen kan benyttes til at vurdere risikoen for selvforsvækkende effekter gennem cykliske systemiske risici i det finansielle system. Dog betyder modellens relativt simple specifikation og afgrænsede fokus på makrofinansielle ubalancer, at fremskrivningen ikke kan sammenlignes med fremskrivningen af dansk BNP i *Udsigter for dansk økonomi* fra september 2025 eller dertilhørende scenarieanalyser.<sup>5</sup> De betingede sandsynlighedsfordelinger i figur B kan derfor ikke anses som informative for det forventede udfaldsrum for BNP-væksten, da dette vil afhænge af en lang række andre faktorer, der ikke tages højde for i modellen.

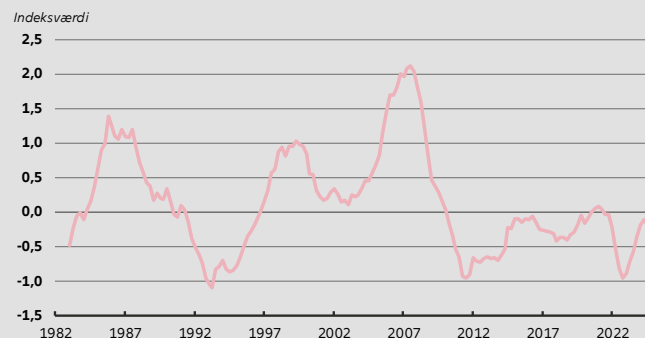
Resultaterne bør desuden tages med forbehold for, at analysen er baseret på historiske sammenhænge, der ikke nødvendigvis er retvisende for, hvordan selvforsvækkende effekter gennem finansielle kanaler kan udspille sig i fremtiden.

Endelig bemærkes det, at modellen anvender BNP-vækst i Danmark som udfaldsvariabel, bl.a. i kraft af litteraturen om "growth-at-risk", men at BNP-vækst ikke nødvendigvis afspejler konjunkturcyklen og kapacitetspres i økonomien, der også vil afhænge af arbejdsmarkedsforhold m.m., jf. også *Udsigter for dansk økonomi* fra september 2025.

Fortsættes ...

FIGUR A

### Indikator for udviklingen i cykliske systemiske risici peger på begrænset opbygning af makrofinansielle ubalancer

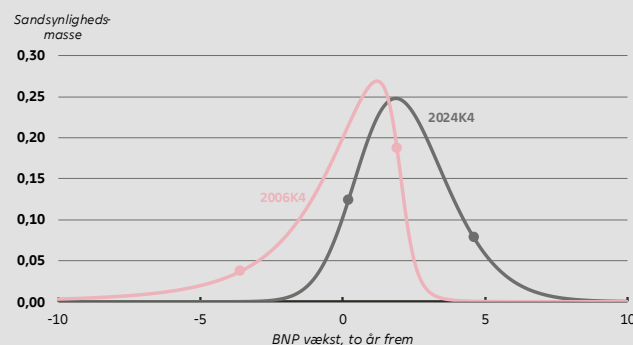


Anm.: Figuren viser "Systemic Risk Indicator", SRI, for Danmark på kvartalsbasis baseret på D. Cucic, N.F. Møller, I.G. Yordanova og S.G. Søndergaard, Evaluating the macroprudential stance in a growth-at-risk framework, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 14, november 2022, jf. også J. H. Lang, C. Izzo, S. Fahr og J. Ruzicka, Anticipating the bust: a new cyclical systemic risk indicator to assess the likelihood and severity of financial crises, *ECB Occasional Paper Series*, nr. 219, 2019. Serien løber til 2024K4. SRI er et vægtet gennemsnit af den treårige ændring i boligpriser ift. indkomst, den toårige ændring i gæld ift. BNP, den toårige vækst i deflateret kreditgivning, den toårige ændring i gældsserviceringsgraden og den treårige vækst i deflaterede danske aktiepriser. Alle inputs i SRI er fratrasket deres medianværdi og divideret med standardafvigelsen.

Kilde: Danmarks Nationalbank, Det Systemiske Risikoråd og egne beregninger.

FIGUR B

### Modelestimer for den betingede sandsynlighedsfordeling peger på, at cykliske finansielle ubalancer ikke aktuelt bidrager til halterisici for dansk BNP-vækst



Anm.: Figuren viser den estimerede sandsynlighedsfordeling af årlig BNP-vækst to år frem i 4. kvartal 2006 og 4. kvartal 2024 betinget på SRI. Prikkerne markerer den nedre hhv. øvre decil på fordelingerne. Modellen er estimeret på kvartalsdata i perioden 1983K1:2024K4 og inkluderer en konstant, dummyvariable for 2020K1, 2020K2, 2020K3 og 2020K4 under coronapandemien samt SRI. De afbildede fordelinger kan ikke anses som informative for det forventede udfaldsrum for BNP-væksten, der vil afhænge af en række andre faktorer ud over SRI. Modellen er estimeret for fraktilerne [0,05; 0,10; ...; 0,90; 0,95], hvis punktestimer efterfølgende er matchet med en skæv t-fordeling tilsvarende T. Adrian, N. Boyarchenko og D. Giannone, Vulnerable Growth, *American Economic Review*, nr. 109, vol. 4, s. 1263-1289, 2019. De afbildede fordelinger udtrykker derfor ikke estimationsusikkerhed.

Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

... fortsat

<sup>1</sup> Jf. B.B Poulsen og I.G. Yordanova, Systemiske risici i kreditinstitutter og økonomien, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 10, april 2025.

<sup>2</sup> Se bl.a. B. Bernanke, M. Gertler og S. Gilchrist, The financial accelerator in a quantitative business cycle framework, *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1, del C, s. 1341-1393, 1999, Elsevier Science samt A. Krishnamurthy, Amplification Mechanisms in Liquidity Crises, *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 2, nr. 3, s. 1-30, juli 2010.

<sup>3</sup> Vi følger metodologien i T. Adrian, N. Boyarchenko og D. Giannone, Vulnerable Growth, *American Economic Review*, nr. 109, vol. 4, s. 1263-1289, 2019.

<sup>4</sup> Målet er en opdateret version af det i D. Cucic, N.F. Møller, I.G. Yordanova og S.G. Søndergaard, Evaluating the macroprudential stance in a growth-at-risk framework, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 14, november 2022, og er et vægtet gennemsnit af den treårige ændring i boligpriser ift. indkomst, den toårige ændring i gæld ift. BNP, den toårige vækst i deflateret kreditgivning, den toårige ændring i gældsserviceringsgraden og den treårige vækst i deflaterede danske aktiepriser. Disse mål er identificeret som dem, der har de bedste 'early warning'-egenskaber for finansielle kriser, jf. J.H. Lang, C. Izzo, S. Fahr og J. Ruzicka, Anticipating the bust: a new cyclical systemic risk indicator to assess the likelihood and severity of financial crises, *ECB Occasional Paper Series*, nr. 219, 2019.

<sup>5</sup> Se Danmarks Nationalbank, Svagere verdenshandel dæmper væksten i Danmark, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 23, september 2025.

# Må vi sende dig *nyheder* fra Nationalbanken?

Få besked om vores nyeste udgivelser  
direkte i din indbakke.

Læs mere om vores nyhedsservice  
og tilmeld dig på [nationalbanken.dk/da/nyhedsservice](https://nationalbanken.dk/da/nyhedsservice),  
eller scan QR-koden.



Du kan også få vores nyheder som RSS-feeds.  
Læs mere på [nationalbanken.dk/da/rss-feeds](https://nationalbanken.dk/da/rss-feeds).

# Publikationer



## NYT

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



## STATISTIKNYHED

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



## RAPPORT

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



## ANALYSE

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



## ECONOMIC MEMO

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



## WORKING PAPER

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

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

Danmarks Nationalbank  
Langelinie Allé 47  
2100 København Ø  
+45 3363 6363

Redaktionen er afsluttet 17. september 2025



**DANMARKS  
NATIONALBANK**