

# Rentestigninger og høj risikoappetit

Siden krigen i Mellemøsten brød ud i februar, har Den Europæiske Centralbank, ECB, og Federal Reserve i USA, Fed, strammet pengepolitikken, og markedets forventninger til de pengepolitiske renter i både euroområdet og USA er steget. I samme periode er kronen gradvist blevet svækket over for euroen, og Nationalbanken foretog mindre interventioner i valutamarkedet i juni og august. Nationalbanken har fulgt ECB's renteforhøjelser på 25 basispoint i både juni og september. Det pengepolitiske rentespænd er derfor uændret på -40 basispoint. Nationalbanken vurderer, at pengepolitikken og de finansielle forhold aktuelt er omtrent neutrale for dansk økonomi.

## Kontakt

**Peter Nick Bøgeby Levring**  
Kommunikations- og presserådgiver  
pnbl@nationalbanken.dk  
+45 3363 60383

39 sider



### Markedsforventningerne til de pengepolitiske renter er steget

Markedets forventninger til den kortsigtede inflation i USA og euroområdet ligger fortsat over inflationsmålsætningen på 2 procent. Det har medført, at pengepolitikken er blevet strammet i bl.a. euroområdet og USA, samt at de markedsbaserede forventninger til de risikofri renter og de længere statsrenter er steget. I euroområdet skyldes udviklingen især højere energi- og råvarepriser, mens robust økonomisk aktivitet i højere grad har spillet ind i USA. Udviklingen på de finansielle markeder peger samtidig på en opbygning af risici i AI-relaterede investeringer og globale statsobligationsmarkeder.



### Kronen ligger tæt på centalkursen, men er gradvist blevet svækket

Kronens kurs er gradvist blevet svækket over for euroen siden marts 2026, og Nationalbanken intervererede i valutamarkedet i juni og august. Udviklingen i kronekursen følger en længerevarende tendens, siden det pengepolitiske rentespænd til euroområdet blev sat ned til -40 basispoint i februar 2023. Siden marts har kroneefterspørgslen været præget af et tiltagende kronesalg fra udlandet, der til dels er modsvaret af større køb fra forsikrings- og pensionssektoren. Nationalbanken har fulgt ECB's renteforhøjelser på 25 basispoint i juni og september 2026.

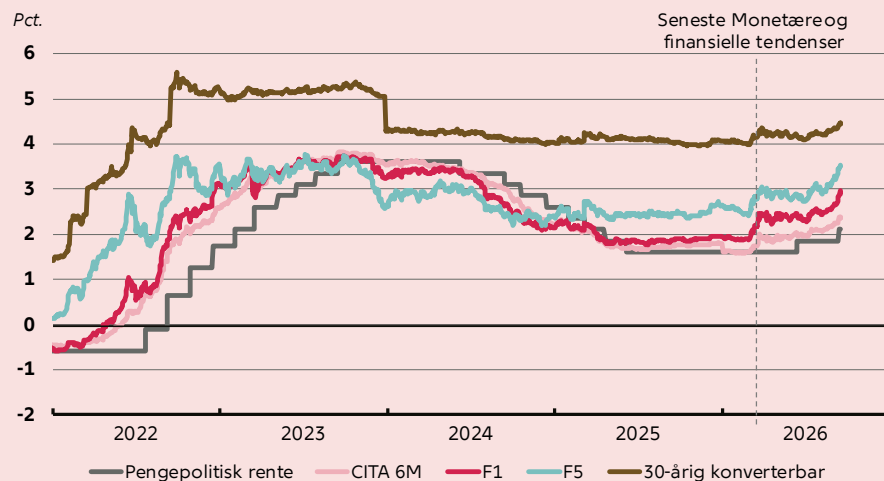


### De finansielle forhold vurderes aktuelt neutrale for dansk økonomi

De pengepolitiske renter er steget siden marts 2026, men ligger fortsat tæt på estimeret for det neutrale renteniveau. Højere renter har isoleret set ført til en stramning af de finansielle forhold gennem øgede låneomkostninger for husholdninger og virksomheder. Stramningen er dog blevet modvirket af en lempelse fra risikoaktiver som følge af højere risikoappetit. Nationalbanken vurderer aktuelt, at pengepolitikken og de finansielle forhold er omtrent neutrale for dansk økonomi. Hvis markedets forventninger materialiserer sig, kan de pengepolitiske renter dog gradvist blive restriktive for dansk økonomi.

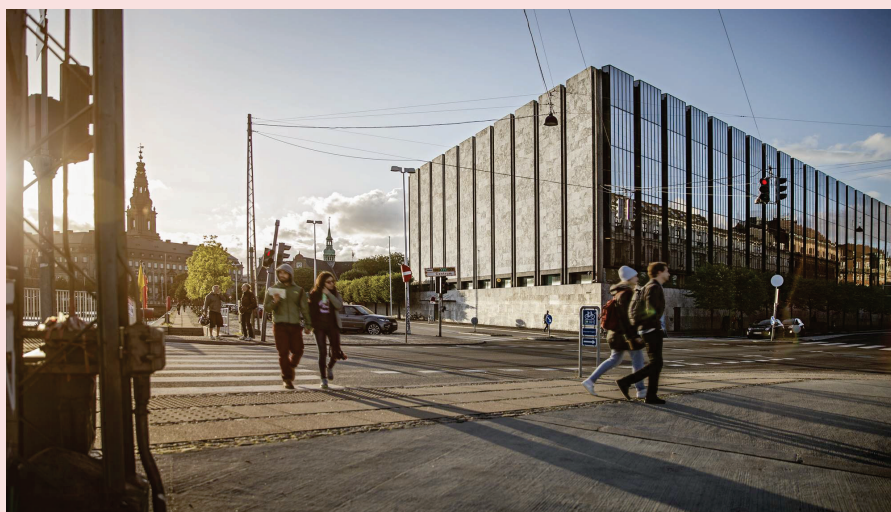
## Hovedfigur:

De danske renter er steget siden marts 2026



Anm.: Den pengepolitiske rente er foliorenten. Niveauskift i serien for 30-årig konverterbar afspejler kuponskift. Seneste datapunkt er d. 16. september 2026.

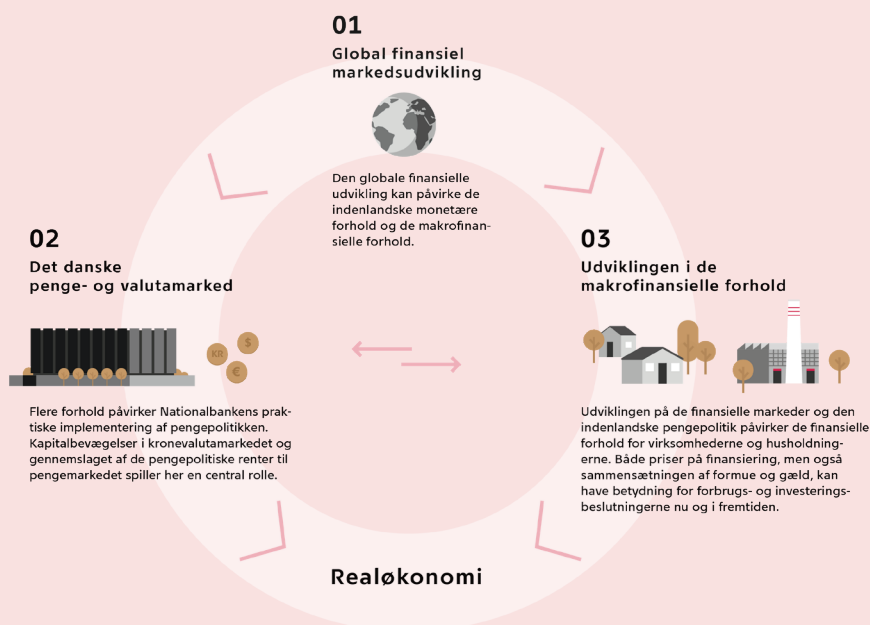
Kilde: Danmarks Nationalbank, LSEG Workspace og Nordea Analytics.



## 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 euroområdetets pengepolitik vigtig for den finansielle og økonomiske udvikling i Danmark. Det er den globale finansielle udvikling også, da Danmark er en lille åben økonomi og tæt integreret i det internationale finansielle system. Begge dele analyseres i kapitel 1. Den globale finansielle udvikling kan også påvirke efterspørgslen på kroner og dermed Nationalbankens udførelse af fastkurspolitikken. Det er et af elementerne i analysens andet kapitel. Et vigtigt element i analysens tredje kapitel er vurderingen af, hvordan fastkurspolitikken i samspil med den globale finansielle udvikling påvirker de makrofinansielle forhold i Danmark. De er vigtige for Nationalbankens vurdering af den aktuelle og forventede udvikling i dansk økonomi.

Analysen udgives to gange om året.



## Emner

Monetære og finansielle tendenser

Bank- og realkredit

Centralbanker

Fastkurspolitik

Finansielle markeder

Husholdninger og erhvervsvirksomheder

Pengepolitik

Valutamarkedet

# 01

## Global finansiell markedsudvikling

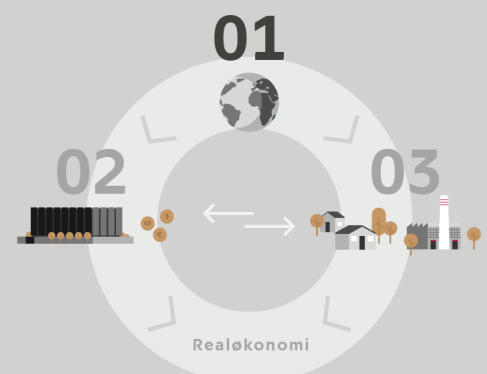
De globale finansielle markeder er præget af høj risikovillighed trods den geopolitiske uro. Krigen i Mellemøsten har bidraget til udsving på råvaremarkederne og et fornyet inflationspres, bl.a. gennem højere energipriser. Ændringer i energipriser har præget inflationsforventningerne, særligt i euroområdet, mens relativt høj efterspørgsel og AI-relaterede investeringer har understøttet vækstudsigterne og bidraget til inflationsforventningerne i USA.

Inflationen ligger fortsat over centralbankernes målsætninger i både euroområdet og USA. ECB har sat de pengepolitiske renter op med i alt 0,5 procentpoint på rentemøderne i juni og september, imens Fed satte dem op med 0,25 procentpoint i september. Markedsforventningerne til de pengepolitiske renter er samtidig steget i både euroområdet og USA siden marts. Renteforhøjelser og højere renteforventninger har bidraget til stigende realrenter og en betydelig stigning i de lange statsrenter, som dog også har været påvirket af andre forhold. Høje og voksende offentlige gældsniveauer og ændret investorsammensætning i statsgældsmarkederne vurderes at have medført øget risiko for væsentlige udsving i statsrenterne og ændringer i de globale finansielle forhold fremadrettet.

Relativt solide vækstudsigter i USA og høje forventninger til indtjeningen i AI-relaterede virksomheder har understøttet fremgangen på de globale aktiemarkeder. Store kursstigninger er koncentreret omkring AI-relaterede sektorer og virksomheder, der leverer input til AI-infrastruktur, både på amerikanske, europæiske og asiatiske aktiemarkeder.

### Kapitel 01 og sammenhængen med resten af analysen

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



## Høj geopolitisk usikkerhed og høj risikovillighed

Siden seneste *Monetære og finansielle tendenser* har krigen i Mellemøsten bidraget til udsving på de globale finansielle markeder – særligt relateret til prisudsving på råvaremarkederne, som har påvirket de pengepolitiske renter og markedets forventninger til pengepolitikken fremadrettet. Trods den betydelige globale og geopolitiske usikkerhed er markedsvolatiliteten dog fortsat lav i en historisk sammenhæng, målt ved indikatorer som VIX- og MOVE-indekset, og der ses generelt høj risikovillighed på de finansielle markeder. Markedsudviklingen i euroområdet har været præget af udbudsstød fra de svingende energipriser, mens udviklingen i USA i højere grad også afspejler høj efterspørgsel og relativt bedre vækstudsigter – især drevet af virksomheder og investeringer relateret til kunstig intelligens, AI.

### Inflationen ligger fortsat over centralbankernes målsætning i euroområdet og USA

Krigen i Mellemøsten har bidraget til et fornyet inflationspres, bl.a. som følge af stigningen i energipriser. Inflationen i euroområdet var 3,3 pct. i august, og ECB forventer, at den gennemsnitlige inflation i 2026 stiger til 3,0 pct., ligger over centralbankens målsætning på 2 pct. i 2027 og vil være tæt på målsætningen ved slutningen af deres prognosehorisont i 2028. Som følge af de højere inflationsudsigter har ECB sat de pengepolitiske renter op med i alt 0,5 procentpoint fra 2,0 pct. til 2,5 pct. siden marts. ECB har samtidig løftet deres prognose for BNP-væksten i euroområdet lidt som følge af en mere modstandsdygtig økonomi end tidligere antaget. ECB har lagt vægt på, at deres prognose er forbundet med betydelig usikkerhed og bl.a. vil afhænge af den videre udvikling i Mellemøsten.

Den amerikanske centralbank, Federal Reserves, foretrukne inflationsmål, PCE-inflationen, var 3,7 pct. i juli og lå dermed stadig væsentligt over målsætningen på 2 pct. Fed satte i september intervallet for de pengepolitiske renter op med 0,25 procentpoint til intervallet 3,75 - 4,00 pct.<sup>1</sup> Ifølge FOMC-medlemmernes prognoser i *Summary of Economic Projections*, SEP, forventes PCE-inflationen for 2026 at nå 3,7 pct., hvilket er en markant opjustering fra 2,7 pct. i marts.<sup>2</sup> Opjusteringen af inflationsforventningerne skal bl.a. ses i lyset af effekter fra højere energipriser.<sup>3</sup> Den nye Fed-chef har desuden nedsat en række arbejdsgrupper, som bl.a. skal overveje det mest relevante inflationsmål samt fordele og ulemper ved Feds obligationsbeholdninger.

### Markedsbaserede inflationsforventninger i euroområdet ligger over ECB's hovedscenarie fra marts- og september-prognoseerne

De markedsbaserede inflationsforventninger i euroområdet ligger aktuelt højere end ECB's hovedscenarie fra september-prognosen, jf. figur 1. Der har i perioden siden seneste *Monetære og finansielle tendenser* været betydelige udsving i inflationsforventningerne, og markedsdeltagerne forventer aktuelt en inflationsrate på omkring 4 pct. i 2026, og at den i løbet af 2027 gradvist vil aftage til omkring 2 pct. Markedsforventningerne ligger fortsat under de hårde risikoscenarier, som ECB offentliggjorde i sine marts- og september-prognoser. Udviklingen i inflationsforventningerne skal bl.a. ses i lyset af udsvingene i

<sup>1</sup> Federal funds target range.

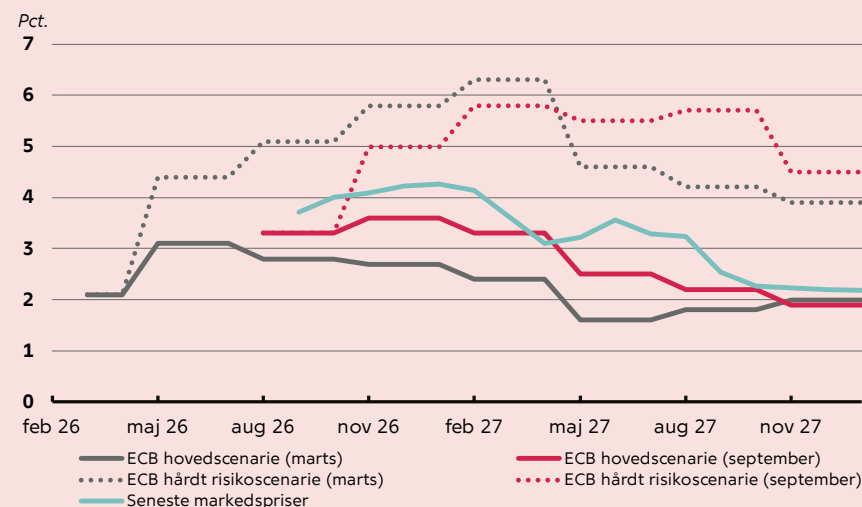
<sup>2</sup> Medianestimer af FOMC-medlemmernes individuelle prognoser.

<sup>3</sup> Jf. referat fra FOMC-mødet i juni, hvor Fed's interne prognose for vækst og inflation diskuteres.

energi- og råvarepriserne siden sidste *Monetære og finansielle tendenser*. En række lande, herunder USA, Japan og Kina, har dog frigivet betydelige mængder olie fra deres strategiske reserver, siden krigen i Mellemøsten brød ud, hvilket kan have bidraget til at dæmpe presset på energipriserne og inflationsforventningerne.<sup>4</sup>

FIGUR 1

### Markedsbaserede inflationsforventninger er højere end ECB's hovedscenarier fra både marts og september



Anm.: Inflationsswaps for euroområdet baseret på HICP ex. tobak. ECB-scenarier er fra ECB's marts- og septemberprognoser.

Kilde: Bloomberg, Macrobond og LSEG Workspace.

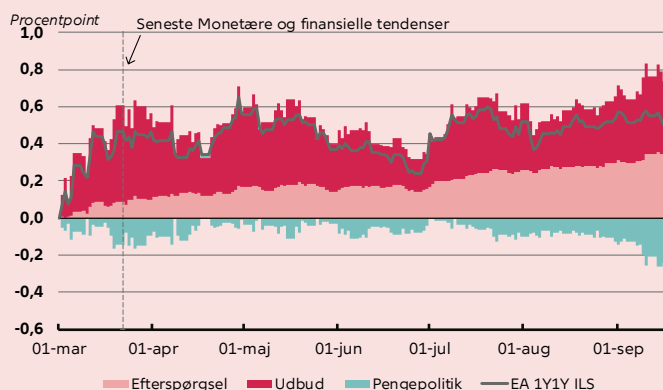
### Energipriser har særligt domineret inflationsforventningerne i euroområdet, mens stigningen i USA i højere grad afspejler robust økonomisk vækst

En modelbaseret dekomponering af de 1-årige inflationsforventninger om 1 år (1y1y) indikerer, at negative udbudseffekter har været den primære drivkraft bag stigningen i inflationsforventningerne i euroområdet, siden krigen i Mellemøsten brød ud, jf. figur 2. Samtidig viser figuren, at udbudskomponenten gennem perioden har drevet udsving i begge retninger i takt med skiftende meldinger om våbenhvile og fornyet konfliktoptrapning. Det skal ses i lyset af udsving i energipriserne, siden krigen i Mellemøsten brød ud. Forventninger om en strammere pengepolitik fra ECB har dæmpet inflationsforventningerne lidt, mens bidraget fra efterspørgselskomponenten i figur 2 kan afspejle afsmittende effekter fra den globale vækst og amerikanske økonomi, jf. senere.

<sup>4</sup> Se Danmarks Nationalbank, Dansk økonomi trodser global uro, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 18, september 2026, jf. også International Energy Agency's 2026 Energy Crisis Policy Response Tracker' samt A. Manu og A. Stalla-bourdillon, Energy shock: why oil and gas prices have risen less than expected, *ECB Blog*, juli 2026.

FIGUR 2

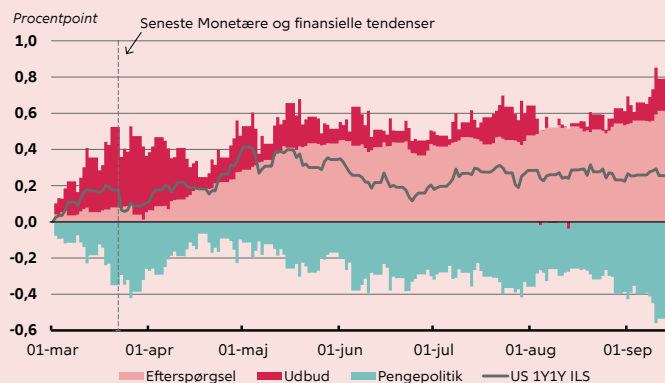
### Udbudseffekter har primært drevet ændringer i inflationsforventningerne i euroområdet



Anm.: Figuren viser en modelbaseret dekomponering af de akkumulerede daglige ændringer i 1-årige inflationsforventninger om 1 år (1y1y) i strukturelle stød siden 1. marts 2026. Se boks 1 for en modelbeskrivelse.  
Kilde: Bloomberg og egne beregninger.

FIGUR 3

### Positive efterspørgselseffekter har været den primære drivkraft bag udviklingen i inflationsforventninger i USA



Anm.: Figuren viser en modelbaseret dekomponering af de akkumulerede daglige ændringer i 1-årige inflationsforventninger om 1 år (1y1y) i strukturelle stød siden 1. marts 2026. Se boks 1 en modelbeskrivelse.  
Kilde: Bloomberg og egne beregninger.

For USA peger modelberegningerne på, at stigningen i 1y1y inflationsforventninger siden udbruddet af krigen i Mellemøsten hovedsageligt har været drevet af positive efterspørgselseffekter, særligt siden april, jf. figur 3. Det skal ses i lyset af robuste forventninger til den amerikanske økonomi sammenlignet med andre avancerede økonomier, bl.a. relateret til AI-investeringer. Samtidig har pengepolitik bidraget til at dæmpe inflationsforventningerne, da markedsforventningerne til Fed's renter er steget, jf. senere. Højere energipriser vurderes også at have haft betydning for inflationsforventningerne i USA, hvilket afspejles i bidraget fra udbudsstød i figur 3. Tariffer kan desuden have påvirket inflationsforventningerne, både via gennemslaget af tidligere vedtagne tariffer samt gennem udmeldinger fra den amerikanske administration om nye tariffer.

## BOKS 1

### En model til at identificere drivkræfter bag daglige bevægelser i markedsbaserede inflationsforventninger i USA og euroområdet

Dekomponeringen af de daglige bevægelser i markedsbaserede 1-årige inflationsforventninger om 1 år i USA og euroområdet i figur 2 og 3 er baseret på to Bayesianske vektorautoregressionsmodeller (BVAR), som er specificeret identisk for de to økonomier. Modellen kan også benyttes til at identificere drivkræfter bag 1-årige forventninger til risikofrie renter om 1 år samt aktiekurser.

Modellen er inspireret af modellen for daglige markedsbevægelser i USA og euroområdet fra Brandt mfl. (2021) i en simplificeret udgave med færre variable, men indeholdende markedsbaserede inflationsforventninger og med fokus på kortere renter i stedet for lange renter.<sup>1</sup> I modsætning til Brandt mfl. (2021) estimeres modellen separat for hver økonomi og ikke som en 2-lande-model, hvilket betyder, at den ikke skelner imellem indenlandske stød og spillovers fra udenlandske stød. Modellen er estimeret som i Brandt mfl. (2021) med de samme hyperparametre, om end resultaterne er tjekket for robusthed over for alternative lag-længder og prior-specifikationer. I modellen indgår daglige ændringer i 1-årige inflations- (ILS) og renteforventninger (OIS) om 1 år (dvs. 1y1y) samt de toneangivende aktieindeks, S&P 500 og Euro Stoxx 600, fra 2007 frem til redaktionens afslutning.<sup>2</sup>

Fortsættes ...

... fortsat

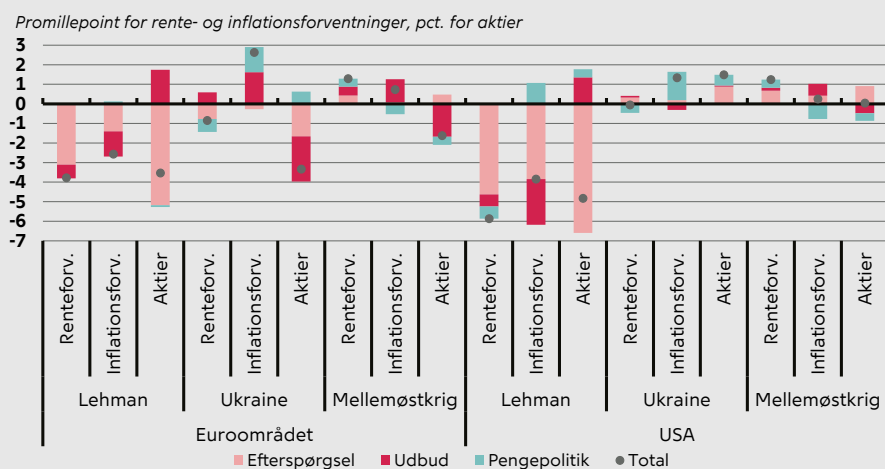
Identifikation af strukturelle stød foregår ved hjælp af fortegnstrestriktioner, der afspejler den typiske fortolkning af finansielle investorers reaktion på nyheder. En positiv nyhed om efterspørgsel antages at påvirke inflations- og renteforventninger samt aktiekurser positivt inden for samme dag. En negativ nyhed om udbud antages at påvirke inflations- og renteforventninger positivt men aktiekurser negativt, mens en nyhed i retning af en forventning om strammere pengepolitik antages at påvirke renteforventninger positivt og inflationsforventninger samt aktiekurser negativt. Sidstnævnte stød angiver ændringen i forventningerne til pengepolitikken ud over den endogene respons til de andre stød.

Modellen viser, at markedsbevægelser typisk afspejler en kombination af stød til forventninger, da der kan forekomme flere relevante nyheder inden for samme dag, og da en nyhed kan indeholde kombinationer af stød. Ved nyheden om banken Lehman Brothers' konkurs i 2008 reagerede de finansielle investorer som ved et negativt efterspørgselsstød, jf. figur A. Ruslands invasion af Ukraine i 2022 var et negativt udbudsstød til euroområdet som følge af afhængigheden af russisk naturgas, mens de finansielle markeder i USA var mindre påvirkede på dagen for invasionen trods intradagsvolatilitet.<sup>3</sup> Efter udbruddet af krigen i Mellemøsten i marts 2026 reagerede de finansielle markeder umiddelbart som ved et negativt udbudsstød, men renteforventningerne steg også mere end, hvad stødet normalt skulle tilsige. Det kan afspejle, at markederne forventede en hårdere reaktion fra centralbankerne i lyset af den nylige inflationskrise og deres fokus på ikke-lineære effekter fra store udbudsstød.

Figur A

## Modellens fortolkning af markedsbevægelser omkring store begivenheder er intuitiv

Dekomponering af markedsbevægelser på dagen for store udvalgte begivenheder



Anm.: Figuren viser bidrag til bevægelser i 1-årige markedsbaserede forventninger til inflation og risikofrie renter om 1 år og i toneangivende aktieindeks på første bankdag for (eller efter ved weekenden) store begivenheder. "Lehman" er d. 15. september 2008. "Ukraine" er d. 24. februar 2022. "Mellemøstkrig" er d. 2. april 2026.

Kilde: Bloomberg og egne beregninger.

<sup>1</sup> Se 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*, nr. 2560, 2021.

<sup>2</sup> Modellen er testet for robusthed af at bruge 1-årige rente- og inflationsforventninger i stedet for 1Y1Y.

<sup>3</sup> I begyndelsen af dagen for invasionen faldt aktiekurserne i USA kraftigt, men udviklingen vendte i løbet af dagen, bl.a. på baggrund af, at de internationale sanktioner imod Rusland i første omgang ekskluderede olie og gas. Samtidig rykkede forventningerne til Fed's renter lidt ned på baggrund af den økonomiske usikkerhed som følge af krigen, oven på en periode med stigende renteforventninger til Fed.

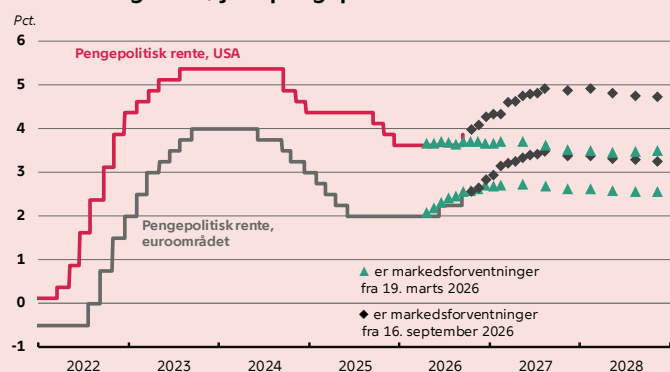
## Markedsforventningerne til de pengepolitiske renter er steget

Siden seneste *Monetære og finansielle tendenser* i marts er markedsforventningerne til de pengepolitiske renter steget i både euroområdet og USA,

jf. figur 4. Det har bidraget til at dæmpe inflationsforventningerne, jf. tidligere. Markedsdeltagerne forventer, at både ECB og Fed vil sætte renterne op to gange i løbet af 2026 og yderligere to gange i 2027. En dekomponering af udviklingen i den 1-årige rente om 1 år (1Y1Y) viser, at stigningen på kort sigt primært afspejler stigende realrenter, jf. figur 5. For USA afspejler udviklingen i højere grad den relativt solide økonomiske vækst i forhold til euroområdet.

FIGUR 4

### Forventning om højere pengepolitiske renter ...

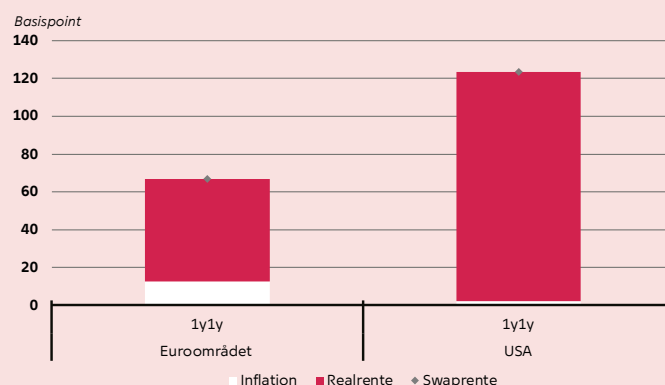


Anm.: Figuren viser renten på ECB's indlånsfacilitet (grå linje), midtpunktet for Federal Reserves federal funds-målinterval (rød linje), de aktuelt forventede rentebaner (sorte diamanter) samt de forventede rentebaner d. 19. marts 2026 (grønne trekanten). De forventede baner for de pengepolitiske renter er baseret på €STR- og SOFR-swaps.

Kilde: LSEG og egne beregninger.

FIGUR 5

### ... afspejler primært stigende forventede realrenter



Anm.: Figuren viser udviklingen i swaprenter siden 19. marts 2026 opdelt på bidrag fra inflationsswaps og realrenter. 1y1y angiver den 1-årige rente om et år. Baseret på €STR- og SOFR-swaps.

Kilde: LSEG og egne beregninger.

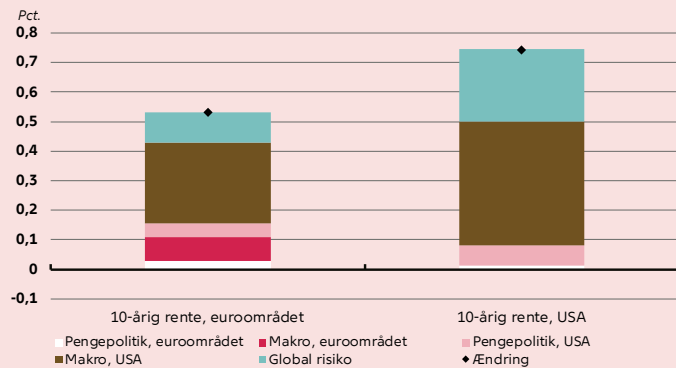
## Markedsforventninger til de pengepolitiske renter har bidraget til en stigning i de lange amerikanske statsrenter

Siden seneste *Monetære og finansielle tendenser* er statsrenterne i både USA og euroområdet steget. En dekomponering af de strukturelle drivkræfter bag udviklingen i de 10-årige statsrenter i USA og euroområdet indikerer, at rentestigningerne siden seneste *Monetære og finansielle tendenser* primært afspejler de makroøkonomiske udsigter i USA og øget risikovillighed blandt investorerne, mens de makroøkonomiske udsigter i euroområdet også har bidraget til statsrenterne i euroområdet, jf. figur 6. Det skal bl.a. ses i lyset af vækstbilledet i USA samt de højere energipriser, der har bidraget til forventningen om højere pengepolitiske renter, jf. tidligere. Bidraget fra 'global risiko' i figur 6 kan både skyldes generel stigende risikoappetit blandt investorerne, men kan potentielt også afspejle ændrede udbuds- og efterspørgselsdynamikker i statsobligationsmarkedet, som ikke fanges af modellen, jf. senere.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Modellen kan ikke skelne mellem forskellige drivkræfter bag komponenten 'global risiko'. Et positivt bidrag fra global risiko identificeres i modellen som stigende statsrenter, hvor stigningen er størst i USA, kombineret med stigende aktiepriser i både USA og euroområdet, samt svækkelse af dollaren over for euro. Dvs. en generel bevægelse mod globale risikoaktiver.

FIGUR 6

### Bedre vækstudsigter og højere præference for risikoaktiver har bidraget til stigende lange statsrenter

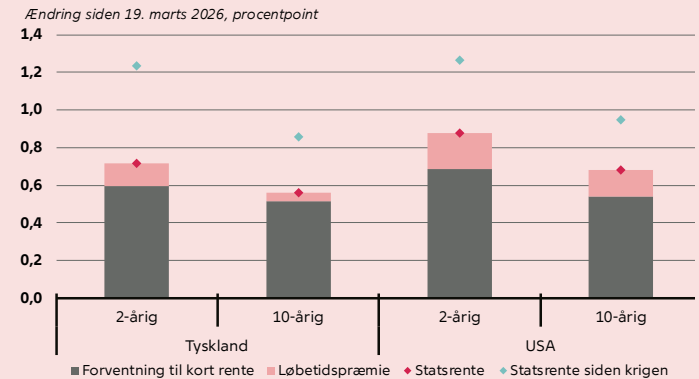


Anm.: Figuren viser udviklingen i 10-årige statsrenter siden 19. marts 2026 baseret på modellen i L. Brandt, A.S. Guilhem, M. Schröder og I.V. Robays, What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk, *ECB Working Paper Series*, nr. 2560, maj 2021. Modellen identificerer fem strukturelle stød, der bruges til at dekomponere udviklingen i 10-årige statsrenter i USA og euroområdet.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

FIGUR 7

### Løbetidspræmier på statsobligationer er steget – især i USA



Anm.: Figuren viser udvikling i statsrenter siden 19. marts 2026. Baseret på modellen fra Christensen, Jens H.E., Francis X. Diebold og Glenn D. Rudebusch, The Affine Arbitrage-Free Class of Nelson-Siegel Term Structure Models, *Journal of Econometrics* 164(1), 2011, s. 4-20.

Kilde: LSEG, Federal Reserve Bank of San Francisco og egne beregninger.

### Højere løbetidspræmier har også bidraget til stigningen i statsrenter på baggrund af ændrede efterspørgsels- og udbudsdynamikker

Ud over forventningerne til de pengepolitiske renter har højere løbetidspræmier også bidraget væsentligt til rentestigningerne – særligt i USA, jf. figur 7. Løbetidspræmien er et estimat for det ekstra afkast, investorer kræver for at påtage sig den højere risiko ved at eje langsigtede frem for kortsigtede obligationer.<sup>6</sup>

Der er flere forhold, som kan påvirke løbetidspræmien. I det omfang eventuelle bekymringer om den finansielle holdbarhed i USA er steget blandt investorerne, kan det give udslag i højere løbetidspræmier. Betragtes den 30-årige amerikanske statsrente, som bl.a. nåede sit højeste niveau siden 2007 i perioden, er kredit- og likviditetsrisikoen målt ved swap-spændet dog omtrent uændret siden marts. Det indikerer, at en tiltagende bekymring for den finansielle holdbarhed blandt markedsdeltagerne ikke umiddelbart har været hoveddrivkraften bag de seneste rentebevægelser, om end swap-spændet også kan være påvirket af nylige tiltag fra det amerikanske finansministerium.<sup>7</sup>

Stigningen i løbetidspræmier skal ses i lyset af en længerevarende trend drevet af ændret udbuds- og efterspørgselsdynamik i statsgældsmarkedet. Løbetidspræmier har således bidraget positivt til de lange statsrenter i USA siden 2020, efter en årrække med faldende løbetidspræmier, jf. figur 8. I euroområdet er løbetidspræmierne også steget de seneste par år, dog i lidt mindre grad end i USA. Udviklingen skal ses i sammenhæng med

<sup>6</sup> Løbetidspræmien indeholder dermed alle typer markedsrisiko såsom rente-, inflations-, kredit- og likviditetsrisiko, mens forventningskomponenten afspejler markedets forventninger til pengepolitikken.

<sup>7</sup> Bl.a. har finansministeriet i USA udvidet deres tilbagekøbsprogram af statsobligationer med lang løbetid. Alt andet lige vil disse tiltag bidrage til at reducere swap-spændet. Størrelsesmæssigt er tilbagekøbsprogrammet dog relativt afmålt. Signaleffekten af tilbagekøbsprogrammet ift. forventningsdannelse om eventuelle fremtidige tiltag kan dog også have betydning, jf. BIS, Yields climb, yet risk appetite holds firm, *BIS Quarterly Review*, september 2026. Voksende positioner blandt gearede hedgefonde, der udnytter swap-spændet, jf. boks 2, kan også have bidraget til et lavere swap-spænd.

centralbankernes kvantitative stramninger siden 2022, hvor Fed's og ECB's beholdninger af statsobligationer gradvist er blevet nedbragt. Samtidig er udstedelsen af statsgæld steget markant i perioden, som følge af store underskud på de offentlige budgetter, og har bidraget til, at offentlige gældsniveauer aktuelt er rekordhøje i mange lande.

Reduktionen af centralbankernes balance har betydet et skifte i investorsammensætningen mod private investorer. I det amerikanske statsobligationsmarked udgør finansielle selskaber, der ikke er banker, såkaldte NBFIs, i særlig grad en langt større andel af investorbasen, hvor de agerer marginale købere i statsgældsmarkedet, jf. boks 2.<sup>8</sup> Nogle NBFIs, særligt hedgefonde, er ofte mere prisfølsomme end traditionelle aktører i statsobligationsmarkedet, herunder traditionelle banker, og deres finansieringsstruktur adskiller sig desuden ved ofte at være højt gearet. Hedgefondenes større rolle i statsgældsmarkederne kan have implikationer for både markedsvolatiliteten, den finansielle stabilitet og den pengepolitiske transmission. Fx kan markedsstress eller ændringer i markedets forventninger til finanspolitikken i højere grad risikere at medføre abrupte ændringer i statsrenterne og en stramning af de globale finansielle forhold, hvilket kan påvirke den pengepolitiske transmission, jf. boks 2. Samtidig er betydningen af stablecoin-udstedere for især korte amerikanske statsobligationer steget.<sup>9</sup>

Ud over de ovennævnte forhold kan store udstedelser af langfristede virksomhedsobligationer fra tech-virksomheder i USA gennem det sidste år have bidraget til den højere løbetidspræmie, i det omfang at investorerne har reduceret deres beholdninger af statsobligationer for at investere i virksomhedsobligationer. Gældsudstedelserne fra de store amerikanske tech-virksomheder afspejler bl.a. de store kapitalinvesteringer i udbygningen af AI-infrastruktur, som knytter sig til høje indtjeningsforventninger, jf. senere, og hvoraf en stigende andel er gældfinansieret.<sup>10</sup>

<sup>8</sup> Se BIS, High public debt and shifting financial markets: challenges for central banks, *BIS Annual Economic Report*, juni 2026.

<sup>9</sup> Se M.M. Larsen, A.M. Otte, S.E. Mogensen og R.B. Søndergaard, Stablecoins – global udvikling og danske implikationer, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 15, september 2026.

<sup>10</sup> Se fx O. Furtuna, A. Dugquerroy, I. Rahmouni-Rousseau og L.V. Cruz. Big tech, big debt: when US tech giants tap the euro area bond market, *ECB Blog*, august 2026.

FIGUR 8

Løbetidspræmien på 10-årige amerikanske statsobligationer er på det højeste niveau siden 2014



Anm.: Baseret på modellen fra Christensen, Jens H.E., Francis X. Diebold og Glenn D. Rudebusch, The Affine Arbitrage-Free Class of Nelson-Siegel Term Structure Models, *Journal of Econometrics* 164(1), 2011, s. 4-20. For Tyskland benyttes en standardversion af modellen, mens der for USA benyttes en lidt anden specifikation, som forfatterne kalder 'USA preferred' beskrevet i Christensen, Jens H.E. og Glenn D. Rudebusch, *Economic Journal* 122, s. F385-F414.

Kilde: LSEG, Federal Reserve Bank of San Francisco og egne beregninger.

## BOKS 2

### Høj statsgæld og ændringer i investorsammensætningen på globale statsgældsmarkeder kan påvirke den pengepolitiske transmission

Forholdene på statsobligationsmarkederne har ændret sig de senere år. I flere af de store økonomier er den offentlige gæld steget til de højeste niveauer siden 2. verdenskrig, bl.a. i kølvandet på finanskrisen i 2008 og pandemien i 2020. IMF forventer, at de globale offentlige gælds niveauer vil stige yderligere i de kommende år, jf. figur A, og at gælds niveauerne relativt til BNP vil nå meget høje niveauer i store lande som USA, Kina, Frankrig og Italien.<sup>1</sup> Samtidig har ECB og Fed reduceret deres beholdninger af statsobligationer i takt med udfasningen af pengepolitiske opkøbsprogrammer, og mange udenlandske centralbanker har ligeledes reduceret deres beholdninger af europæiske og amerikanske statsobligationer. En større del af statsgælden holdes nu af private investorer. Statsobligationsrenterne afhænger derfor i højere grad end tidligere af de private investorers villighed og evne til at holde statsobligationerne på deres balancer, og her vil forskellige typer af private investorer variere ift. præferencer, risikokapacitet og følsomhed over for kursændringer og andre forhold i de finansielle markeder. Samtidig kan disse forhold blive påvirket af størrelsen af deres statsgældsbeholdninger. BIS har for nyligt påpeget, at den voksende globale statsgæld og stigende afhængighed af hedgefonde, kan påvirke finansiel stabilitet og den pengepolitiske transmission.<sup>2</sup>

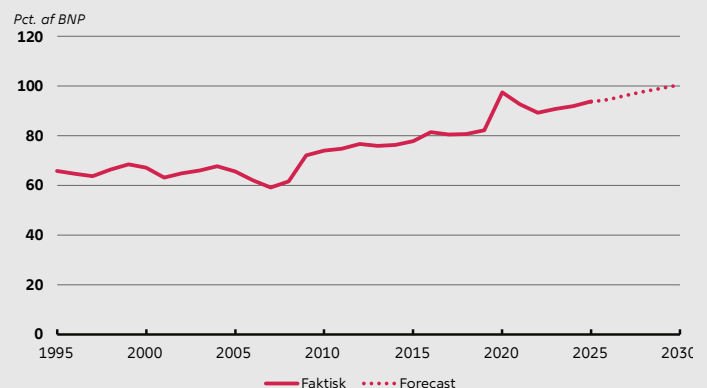
#### Investorsammensætningen i statsobligationsmarkedet har ændret sig

Finansielle selskaber uden for banksektoren, såkaldte *non-bank financial institutions*, NBFi'er, spiller i dag en væsentligt større rolle i statsobligationsmarkederne i både USA og euroområdet ift. tidligere, hvor traditionelle banker og udenlandske centralbanker ejede en større del af den globale statsgæld.<sup>3</sup> NBFi'er omfatter bl.a. pensionskasser, investeringsforeninger, hedgefonde og andre kapitalforvaltere.

Fortsættes ...

FIGUR A

Globale offentlige gælds niveauer er høje og forventes at overstige BNP i løbet af prognoseperioden



Anm.: Faktisk global gæld i procent af global BNP samt IMF's prognose.

Kilde: IMF.

... fortsat

De forskellige typer af NBFI'er varierer meget i deres investeringsadfærd, men sammenlignet med traditionelle banker finansierer en stigende andel af NBFI'er deres investeringer ved at låne i repomarkedet. Det kan gøre deres efterspørgsel efter statsobligationer mere følsom over for ændringer i de finansielle forhold, herunder relateret til det globale risikobillede.<sup>4</sup>

NBFI'ernes voksende rolle på statsgældsmarkederne kan have flere afledte effekter. På den ene side kan en bred og forskelligartet investorbase bidrage positivt til handelsaktiviteten og likviditeten på markedet. Det kan alt andet lige reducere statsrenterne. På den anden side kan statsgældsmarkedet i højere grad end tidligere blive påvirket af ændringer i investorernes risikovillighed, finansieringsvilkår og globale risikoforhold. Det kan medføre større udsving i statsrenterne med afledte effekter på de finansielle forhold.

**Efterspørgslen efter statsgæld blandt højt gearede hedgefonde er steget markant, hvilket kan medføre mere skrøbelige statsgældsmarkeder ved uro** Blandt NBFI'er har især hedgefonde øget deres tilstedeværelse på statsgældsmarkederne siden 2022. Hedgefonde anvender ofte gearede investeringsstrategier til at generere afkast. Som konsekvens af den høje gearing er hedgefonde særligt følsomme over for prisudsving eller ændringer i deres finansieringsforhold, og deres efterspørgsel efter statsobligationer er dermed mere priselastisk sammenlignet med fx centralbanker.

I statsgældsmarkederne – særligt i USA – er brugen af den såkaldte 'basis-trade'-strategi vokset betydeligt siden 2022, jf. figur B. Her udnyttes forskellen mellem spotprisen på statsobligationer og de tilhørende futureskontrakter ved at købe statsobligationer og sælge futureskontrakter. Finansieringen af statsobligations-købene sker gennem korte lån på repomarkedet, hvor hedgefonde typisk opnår en gearing på omkring 25x.<sup>5</sup> Basis-trades øger derfor efterspørgslen efter statsobligationer markant, men gør samtidig efterspørgslen mere afhængig af stabile finansieringsforhold og dermed mere sårbar over for markedsuro. Lignende handelsstrategier, der udnytter swap-spændet frem for forskellen mellem spot- og futurespriser, er også vokset markant gennem de sidste par år i både USA og euroområdet.<sup>6</sup>

Basis-trades er særligt udbredte i det amerikanske statsobligationsmarked. Siden 2022 har hedgefonde finansieret omkring 30 pct. af den samlede nettoudstedelse af ny amerikanske statsgæld, jf. figur C, og anslås aktuelt at eje ca. 8,5 pct. af udestående amerikanske statsobligationer.<sup>6</sup> I euroområdet spiller hedgefonde også en større rolle i statsgældsmarkederne end tidligere, om end omfanget sandsynligvis er mindre udtalt end i USA. Der findes ikke samme detaljerede datagrundlag for hedgefonde i euroområdet, og hedgefonde vil derfor indgå i kategorien 'øvrigt udland' i figur C. ECB anslår dog, at hedgefonde stod for mere end halvdelen af handlen i det sekundære marked for europæiske statsgældsobligationer i 2023 mod omkring en fjerdedel i 2018.<sup>7</sup> Tilsvarende dynamikker med gearede hedgefonde ses også i Danmark. Et begrænset udbud af danske statsobligationer betyder dog, at hedgefonde primært er aktive i markedet for danske realkreditobligationer.

#### Udviklingen i de globale statsgældsmarkeder kan få betydning for den pengepolitiske transmission

Den stigende betydning af gearede NBFI'er i statsgældsmarkederne påvirker transmissionen af finansielle stød til økonomien. Når en større del af efterspørgslen efter statsobligationer kommer fra højt gearede investorer, kan markedsuro tvinge dem til at sælge deres beholdninger og igangsætte eller forstærke kursudsving. Risikoen kan være særligt relevant i en situation med høje offentlige gældsniveauer, hvor private investorer allerede har store beholdninger af statsobligationer. Her kan det være vanskeligere for statsgældsmarkedet at absorbere et stort salgspres fra gearede NBFI'er uden markante kursjusteringer. Dermed øges risikoen for afsmittende effekter på tværs af de finansielle markeder, som potentielt kan påvirke de finansielle forhold og effektiviteten af den pengepolitiske transmission til den økonomiske aktivitet og inflationen på tværs af lande. Fx kan stigende risikopræmier og lavere markedslikviditet føre til højere statsobligationsrenter og bidrage til en opstramning af de finansielle forhold.<sup>8</sup>

Fortsættes ...

FIGUR B

#### Gearet basis trade i det amerikanske statsobligationsmarked er vokset markant gennem de senere år

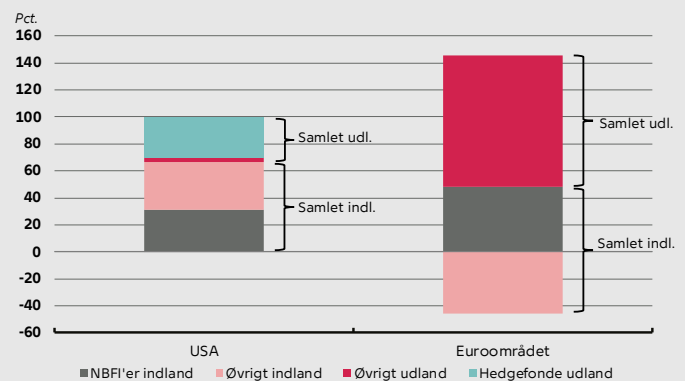


Anm.: Figuren viser hedgefondenes short futures-positioner i det amerikanske statsobligationsmarked. Positionerne matches af hedgefondenes long-positioner i spotmarkedet for amerikanske statsobligationer. Mere end halvdelen af short positionerne anslås at afspejle basis-trades, og de samlede short-positioner kan derfor anvendes som proxy for væksten i basis-trades i det amerikanske statsgældsmarked.

Kilde: OFR Hede Fund Monitor.

FIGUR C

#### Hedgefonde med gearede finansieringsstrategier absorberede omkring 30 pct. af nettoudstedelsen af amerikansk statsgæld siden 2022



Anm.: Figuren viser nettoudstedelse af ny statsgæld i hhv. USA og euroområdet siden januar 2022 fordelt efter aftagere. 'Øvrigt indland' består hovedsageligt af indenlandske banker, centralbanken, husholdninger og ikke-finansielle virksomheder. 'Øvrigt udland' er al udland eksklusive hedgefonde, der antages at ligge udenfor USA og euroområdet.

Kilde: ECB, Federal Reserve og Haver.

... fortsat

<sup>1</sup> Se IMF, Fiscal Policy under Pressure: High Debt, Rising Risks, *IMF Fiscal Monitor*, April 2026.

<sup>2</sup> Se BIS High public debt and shifting financial markets: challenges for central banks, *BIS Annual Economic Report*, juni 2026.

<sup>3</sup> Se BIS High public debt and shifting financial markets: challenges for central banks, *BIS Annual Economic Report*, juni 2026.

<sup>4</sup> Se C. da Glória, P. A. Baudino, J. Metzler og M. Storz, Along the curve: investor reallocation in euro area government bonds, *ECB Financial Stability Review*, maj 2026.

<sup>5</sup> Se ECB, *Financial Stability Review*, maj 2026.

<sup>6</sup> Se Decomposing Hedge Funds U.S. Treasury Exposures, Federal Reserve, P. J. Monin, June 22, 2026.

<sup>7</sup> Se F. M. Ferrara, T. Linzert, B. Nguyen, I. Rahmouni-Rousseau, M. Skrzypińska og L. V. Cruz, Hedge funds: good or bad for market functioning? *ECB Blog*, September 2024.

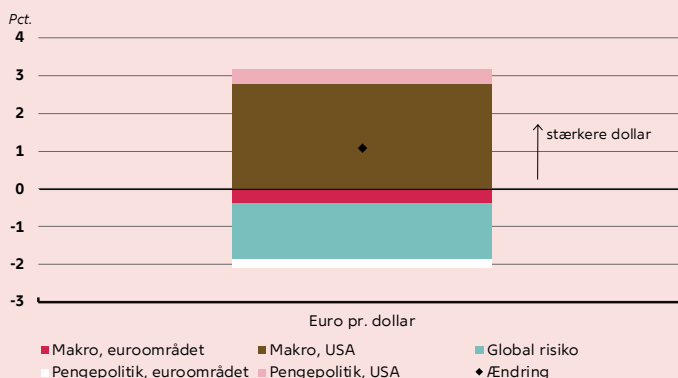
<sup>8</sup> Se BIS High public debt and shifting financial markets: challenges for central banks, *BIS Annual Economic Report*, juni 2026.

## Mindre dollarstyrkelse over for euroen afspejler relativt robust amerikansk økonomi sammenlignet med euroområdet samt øget global risikoappetit

Siden marts er den amerikanske dollar apprecieret en smule over for euroen. Modelberegninger indikerer, at relativt stærke makroøkonomiske udsigter i USA sammenlignet med euroområdet har trukket i retning af en stærkere dollar, jf. figur 9. Omvendt har høj global risikovillighed trukket i modsat retning.

FIGUR 9

### Dollaren er apprecieret en smule over for euroen

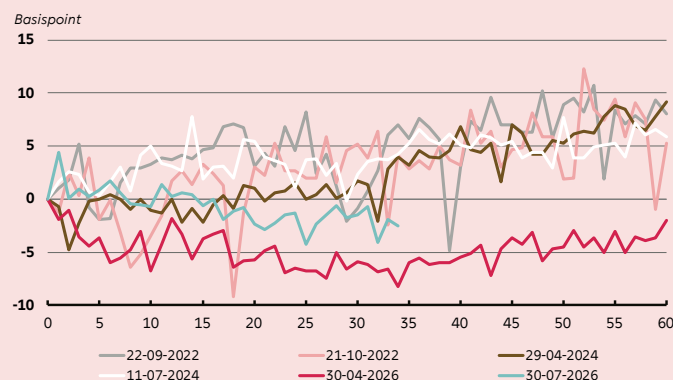


Anm.: Figuren viser udviklingen i euroens kurs overfor dollaren siden 19. marts 2022. Dekomponeringen er baseret på modellen i Lennart Brandt, Arthur Saint Guilhem, Maximilian Schröder og Ine Van Robays, What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk, *ECB Working Paper Series*, nr. 2560, maj 2021. Modellen identificerer fem strukturelle stød, der kan bruges til at dekomponere udviklingen i aktier, renter og euroens kurs over for dollaren.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

FIGUR 10

### Risikopræmien på amerikanske 10-årige statsobligationer er typisk steget efter interventioner fra den japanske centralbank



Anm.: Udvikling i risikopræmien på amerikanske 10-årige statsobligationer i 60 dage efter udvalgte datoer for dollar-yen interventioner. Risikopræmien er beregnet som forskellen mellem renten på den 10-årige amerikanske statsobligation og den 10-årige amerikanske swaprente.

Kilde: LSEG Workspace.

I juli nåede den japanske yen sit svageste niveau over for dollaren i mere end 40 år. Som konsekvens besluttede det japanske finansministerium at intervenere i valutamarkedet for at understøtte yen. Dette var første gang siden april 2026. Interventionen skete over to dage, og på anden dag foregik det i koordination med det amerikanske finansministerium, som solgte euro og købte yen, hvilket ikke tidligere er set. Japan sælger typisk amerikanske statsobligationer for at skaffe dollarlikviditet til at intervenere i valutamarkedet. Japanske valuta-interventioner har siden 2022 ofte været sammenfaldende med højere

risikopræmier på 10-årige amerikanske statsobligationer, jf. figur 10.<sup>11</sup> Det skal ses i lyset af, at det amerikanske statsobligationsmarked kan være blevet mere følsomt over for udsving i risikopræmier, jf. boks 2. I april 2026 solgte Japan dog primært korte amerikanske statsobligationer som del af interventionen.

### **Høje indtjeningsforventninger og høj global risikoappetit har drevet stor stigning i aktiekurser**

Aktiemarkederne i euroområdet og USA er steget med henholdsvis 11 pct. og 14 pct. siden seneste *Monetære og finansielle tendenser*, jf. figur 11. AI- og teknologiaktier har været den primære drivkraft i USA, mens fremgangen i euroområdet har været bredere funderet og har omfattet bl.a. medicalsektoren og banksektoren. Stigningerne er primært drevet af højere indtjeningsforventninger, hvilket kan signalere en høj grad af optimisme blandt investorerne omkring virksomhedernes indtjening. Samtidig er aktierisikopræmierne faldet i USA som følge af øget risikoappetit blandt investorerne. Omvendt har forventninger om højere pengepolitiske renter dæmpet udviklingen lidt, især i USA, jf. tidligere.

Indtjeningsforventningerne ligger aktuelt højt set i et historisk perspektiv, hvilket i høj grad afspejler udviklingen i AI-sektoren. De høje værdiansættelser understøttes af høj realiseret indtjening, men kan også afspejle overoptimisme ift. markedsdeltagernes forventninger til indtjening.<sup>12</sup> Den tiltagende koncentration inden for AI-relaterede finansielle investeringer kan derfor udgøre en potentiel risiko, hvis forventningerne til fremtidig indtjening ikke realiseres.<sup>13</sup> Stor eksponering blandt udenlandske investorer i amerikanske AI-relaterede virksomheder kan i denne forbindelse udgøre en risiko for afsmittende effekter til globale finansielle markeder.

### **Fremgangen på de globale aktiemarkeder er i høj grad drevet af virksomheder, der leverer input til AI-infrastruktur**

Store kapitalinvesteringer i udbygningen af AI-infrastruktur i USA har også påvirket aktiemarkederne uden for USA. Virksomheder, der leverer hardware-input til AI-infrastrukturen, har oplevet særligt kraftige aktiekursstigninger siden seneste *Monetære og finansielle tendenser*, jf. figur 12. Figuren viser udviklingen i de brede aktieindeks for USA og euroområdet samt underindeks for halvledere og asiatiske økonomier med store halvleder-sektorer, som leverer kritisk infrastruktur til AI-sektoren. Aktiekurserne for AI-relaterede virksomheder i USA og euroområdet er steget kraftigt gennem perioden, trods en væsentlig korrektion i juni. En betydelig del af stigningen på 11 pct. i Euro Stoxx-indekset kan således tilskrives afsmittende effekter fra amerikansk økonomi og i høj grad AI-sektoren.<sup>14</sup> I euroområdet steg det europæiske halvleder-indeks med omkring 125 pct. i april og maj, men er siden da faldet med omkring 35 pct.

Virksomheder i Asien, der leverer input til udbygningen af AI-infrastruktur, har også oplevet markante aktiekursstigninger. Særligt i Sydkorea og Taiwan, hvor halvleder-virksomheder udgør en stor andel af aktiemarkedet, har udviklingen været præget af både kraftige kursstigninger og efterfølgende korrektioner. Det peger på, at fremgangen på de globale aktiemarkeder i stigende omfang er koncentreret omkring AI-sektoren i USA. I denne sammenhæng er det danske

<sup>11</sup> Den amerikanske finansminister har ytret ønske om, at Fed stiller en udvidet repo-facilitet til rådighed for Japan, så Japan kan deponere deres amerikanske statsobligationer mod dollarlikviditet uden at sælge obligationerne i markedet. Japan har allerede adgang til en begrænset repo-facilitet. Japan er fortsat den største udenlandske kreditor på det amerikanske statsobligationsmarked med en samlet beholdning på over 1.100 mia. dollar, svarende til ca. 3,5 pct af USA's omsættelige statsgæld.

<sup>12</sup> Se IMF, Global financial stability report, april 2026, og BIS, Annual economic report, juni 2026.

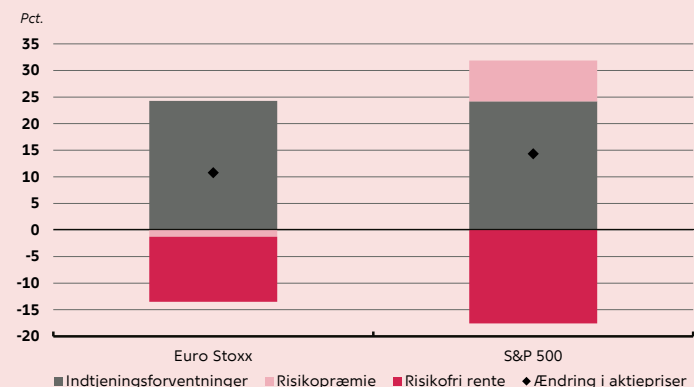
<sup>13</sup> Koncentrationsrisici forstærkes af såkaldte cirkulære finansieringsstrukturer, hvor AI-virksomheder opnår finansiering fra deres leverandører. Derved forstærkes den indbyrdes afhængighed, hvilket kan øge risiciene for de finansielle markeder, se også BIS, Artificial intelligence, growth and financial stability: challenges for central banks, tale af Pablo de Cos, General Manager i BIS, d. 10. september 2026.

<sup>14</sup> Se OECD, World economic outlook, Volume 2026, Issue 1.

aktiemarked i relativt begrænset omfang eksponeret over for virksomheder, som leverer input til AI-sektoren, jf. kapitlet *Udviklingen i de makrofinansielle forhold*.

FIGUR 11

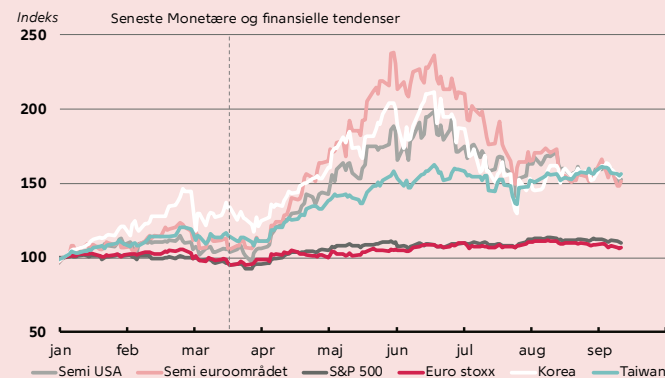
Indtjeningsforventninger har været den primære drivkraft bag fremgangen på aktiemarkederne i både euroområdet og USA



Anm.: Dekomponering af samlet aktieafkast (inkl. dividender) siden 19. marts 2026. Baseret på en dividendediskonteringsmodel.  
 Kilde: LSEG Workspace og egne beregninger.

FIGUR 12

Fremgangen på globale aktiemarkeder er koncentreret blandt virksomheder, der leverer input til AI-sektoren



Anm.: Indexeret udvikling i udvalgte aktieindeks siden 1. januar 2026. 'Semi USA er det amerikanske halvleder-index, og 'semi euro' er det europæiske halvleder-index.  
 Kilde: LSEG Workspace og egne beregninger.

## 02

# Det danske penge- og valutamarked

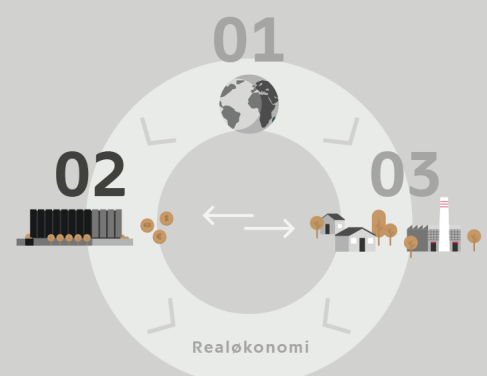
Nationalbanken har fulgt ECB og sat de pengepolitiske renter op to gange med samlet 50 basispoint siden marts 2026. De højere renter er transmitteret fuldt til det danske pengemarked, der fortsat afspejler det uændrede pengepolitiske rentespænd til euroområdet på -40 basispoint.

Kronens kurs over for euroen er siden seneste udgivelse af *Monetære og finansielle tendenser* blevet gradvist svækket og har fortsat ligget på den svage side af centralkursen. Nationalbanken inter文enerede i valutamarkedet i juni og august ved at købe kroner og sælge valuta. Kronen holdes altid meget tæt på centralkursen, men kursniveauet for, hvornår Nationalbanken foretager interventioner, kan variere en smule over tid.

Den gradvise kronesvækkelse skal bl.a. ses i lyset af en fortsat tilpasning i den indenlandske kroneefterspørgsel, efter det negative rentespænd til ECB blev udvidet i 2023. Gennem det seneste halvandet år har den indenlandske kroneefterspørgsel været afdæmpet, mens udlandets kronesalg har været tiltagende. Det afspejler bl.a. forsikrings- og pensionssektorens vedvarende køb af udenlandske værdipapirer. De danske ikke-finansielle virksomheders kroneefterspørgsel har også været moderat trods et voksende betalingsbalanceoverskud, hvilket bl.a. har afspejlet faldende indtjeningsforventninger og virksomhedsopkøb i udlandet. Siden marts har et lidt højere indenlandsk kronekøb til dels modsvaret udlandets tiltagende kronesalg. Det skal ses i lyset af den gradvise kronesvækkelse samt stabiliserede indtjeningsforventninger hos de danske virksomheder. Udlandets kronesalg afspejler bl.a. de store udbyttebetalinger fra danske virksomheder i marts og april. Derudover vurderes danske forsikrings- og pensionselskaber fortsat at stå bag en del af de udenlandske bankers kronesalg.

### 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.



## Stabilitet på de danske pengemarkeder og gradvis kronesvækkelse

Nationalbanken har siden seneste *Monetære og finansielle tendenser* i marts 2026 fulgt ECB og sat de pengepolitiske renter op to gange med samlet 50 basispoint. Nationalbankens foliorente er dermed steget til 2,10 pct., mens det pengepolitiske rentespænd er uændret på -40 basispoint. Nationalbanken ændrede senest rentespændet i februar 2023.

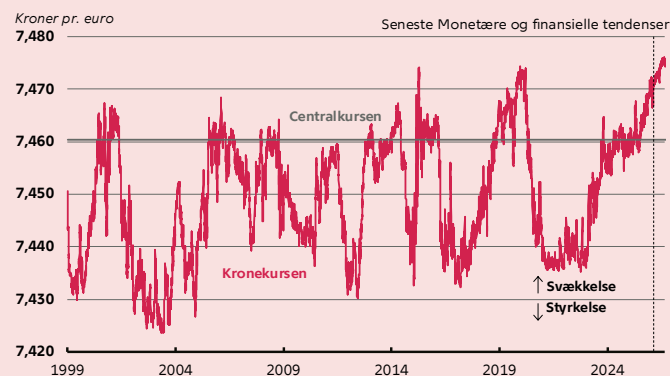
Kronens kurs over for euroen er blevet svækket lidt siden marts 2026, dog fortsat inden for et snævert interval omkring centralkursen, jf. figur 13. Nationalbanken foretog intervention i valutamarkedet i juni og august og købte kroner for samlet 6,3 mia. kr. Kronen holdes altid meget tæt på centralkursen, men kursniveauet for, hvornår Nationalbanken foretager interventioner, kan variere en smule over tid.

Den gradvise svækkelse af kronen over for euroen afspejler bl.a. en fortsat tilpasning i den indenlandske kroneefterspørgsel, efter det pengepolitiske rentespænd blev sat ned i 2023. Samlet er kronen blevet svækket med omtrent 4 øre pr. euro i perioden og har siden begyndelsen af 2025 ligget på den svage side af centralkursen. Siden 2025 skal svækkelsen ses i lyset af en moderat indenlandsk kroneefterspørgsel, bl.a. på baggrund af en høj efterspørgsel fra forsikrings- og pensionssektoren (FogP) efter udenlandske værdipapirer. Danske ikke-finansielle virksomheders efterspørgsel efter kroner har også været afdæmpet i perioden trods det stigende betalingsbalanceoverskud. Det skal ses i sammenhæng med faldende indtjeningsforventninger og virksomhedsopkøb i udlandet. Et øget kronesalg fra udlandet har også bidraget, men vurderes delvist at afspejle FogP's brug af udenlandske banker i forbindelse med køb af udenlandske værdipapirer, jf. senere.

Siden seneste *Monetære og finansielle tendenser* i marts 2026 vurderes FogP's efterspørgsel efter udenlandske værdipapirer fortsat at have lagt en dæmper på den indenlandske kroneefterspørgsel, ligesom lavere afdækningsgrader i FogP samt store udbyttebetalinger fra danske virksomheder til udenlandske aktionærer også har bidraget til svækkelsen af kronen. I samme periode har eksportvirksomhedernes indtjeningsforventninger dog stabiliseret sig, hvilket isoleret set kan have understøttet deres kroneefterspørgsel. Geopolitisk uro vurderes ikke at have påvirket kroneefterspørgslen nævneværdigt.

FIGUR 13

### Kronens kurs over for euroen er svækket en smule siden marts og ligger fortsat på den svage side af centralkursen

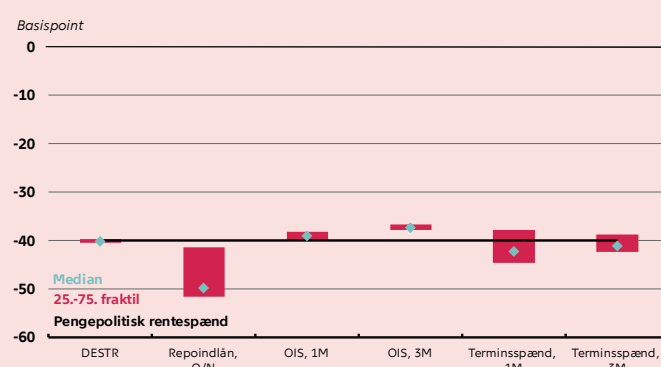


Anm.: Figuren viser udviklingen i den danske kronens kurs over for euro siden januar 1999. Seneste observation er den 16. september 2026.

Kilde: LSEG Workspace.

FIGUR 14

### Danske pengemarkedsrentespænd har afspejlet Nationalbankens pengepolitiske rentespænd til ECB



Anm.: Figuren viser fordelingen af daglige observationer for udvalgte rentespænd mellem danske og europæiske pengemarkedsrenter i perioden 19. marts 2026 til 16. september 2026, mens observationer for Repoindlån O/N kun dækker til 15. september. 'DEST' angiver spændet mellem referencerenterne DEST og €STR. 'OIS' er beregnet p.b.a. DEST- og €STR-swaps, imens 'Terminsspænd' angiver den implicitte rente beregnet fra spot- og forward-kursen mellem danske kroner og euro. 'Repoindlån O/N' er repoindlån i danske banker, der indberetter til Nationalbankens pengemarkedsstatistik, med én dags løbetid fratrasket tilsvarende reporenter i euro. Repoindlån afhænger ud over likviditetsforhold også af efterspørgslen efter sikkerhed.

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

### De pengepolitiske renteændringer er slået fuldt igennem til de danske pengemarkeder, der fortsat afspejler det pengepolitiske rentespænd

De danske pengemarkedsrentespænd til euroområdet med op til 3 måneders løbetid har siden den sidste *Monetære og finansielle tendenser* i marts ligget tæt på det pengepolitiske rentespænd, jf. figur 14.

### Efterspørgslen efter kronelikviditet i pengemarkederne er aftaget siden marts, men har haft begrænset effekt på pengemarkedsrenterne og kronekursen

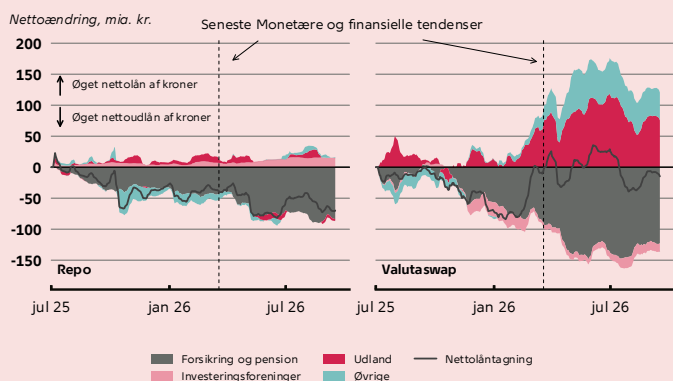
De danske bankers samlede nettoudlån af kroner i pengemarkederne er faldet siden seneste udgivelse af *Monetære og finansielle tendenser*, jf. figur 15. Faldet afspejler især, at FogP har reduceret deres repolån, hvor de låner kroner med sikkerhed i obligationer, og øget deres valutaswap-udlån af kroner, hvor de leverer likviditet i kroner og modtager likviditet i valuta, i de danske banker. Faldet i FogP's efterspørgsel i repomarkedet følger en længere tendens, hvor de samtidig har nedbragt deres beholdning af danske obligationer. Siden seneste *Monetære og finansielle tendenser* i marts har denne sammenhæng dog været mindre tydelig. Stigningen i FogP's valutaswap-udlån af kroner skyldes bl.a., at de i perioden har rykket en del af deres afdækningsforretninger fra udenlandske til danske banker. Skiftet var sammenfaldende med, at udlandet øgede nettolåntagningen af kroner hos de danske banker. Udviklingen afspejler en rebalancering af de udenlandske bankers kroneeksponering, i takt med at de modtog færre kroner fra FogP gennem valutaswaps.

Faldet i pengemarkedsefterspørgslen efter kronelikviditet har haft begrænset effekt på spændene mellem pengemarkedsrenterne i Danmark og euroområdet, jf. figur 16. Pengemarkedsrentespændene til euroområdet påvirker merafkastet af at holde euroaktiver relativt til kroneaktiver og kan derigennem påvirke

kronekursen. Udviklingen i pengemarkedsaktiviteten siden marts vurderes derfor ikke at have haft væsentlig indvirkning på kronekursen.

FIGUR 15

### Den samlede nettoefterspørgsel efter kronelikviditet i pengemarkedet er faldet siden marts ...

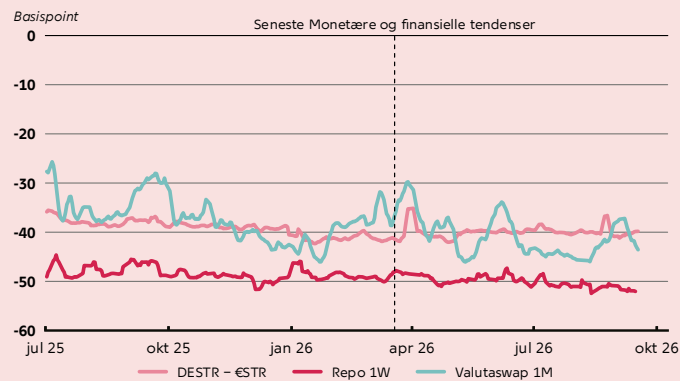


Anm.: Figuren viser de akkumulerede daglige ændringer i nettolåntagningen i danske repo- og valutaswapmarkeder fordelt på låntagerens sektor. Serierne er vist som 1-uges glidende gennemsnit. Lån mellem banker er ikke inkluderet i opgørelsen. 'Nettolåntagning' angiver den akkumulerede ændring i den samlede nettolåntagning i repo- og valutaswapmarkedet. 'Øvrige' inkluderer bl.a. ikke-finansielle virksomheder. Beregninger er foretaget p.b.a. Nationalbankens pengemarkedsstatistik. Sidste datapunkt er fra 16. september 2026.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

FIGUR 16

### ... og pengemarkedsrentespændene har ligget stabilt



Anm.: Figuren viser 1-uges glidende gennemsnit af udvalgte pengemarkedsrentespænd. Sidste datapunkt er fra 16. september 2026, mens observationer for Repo 1W kun dækker til 15. september. 'Valutaswap 1M' angiver den implicitte rente beregnet fra spot- og 1-måned forward-kursen mellem danske kroner og euro. 'Repo 1W' og 'Valutaswap 1M' er beregnet som i figur 14 for 1-månedes løbetider. Figuren ekskluderer månedens sidste handelsdag samt den forudgående og efterfølgende handelsdag. Derudover er 'outliers' ekskluderet, defineret som uden for den 1. og 99. empiriske fraktil.

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

## Strukturelle forskydninger i mængden af centralbanklikviditet i Danmark og euroområdet har de senere år påvirket pengemarkederne

Mængden af centralbanklikviditet i euroområdet er siden begyndelsen af 2022 faldet væsentligt, imens den i Danmark har været forholdsvis stabil, jf. figur 17. Det afspejler normaliseringen af Eurosystemets balance, der voksede væsentligt efter igangsættelsen af pengepolitiske opkøbsprogrammer og andre kvantitative lempelser i 2015. Nationalbanken har ikke anvendt lignende tiltag, og mængden af kronelikviditet voksede derfor ikke som mængden af eurolikviditet frem til 2022. Faldet i mængden af eurolikviditet siden 2022 har betydet en stigning i den relative centralbanklikviditet i Danmark ift. i euroområdet. Når mængden af centralbanklikviditet stiger eller falder, kan det medføre hhv. lavere og højere pengemarkedsrenter, se boks 3.

Stigningen i kronelikviditeten relativt til eurolikviditeten har de senere år været sammenfaldende med et mindre, gradvist fald i en række pengemarkedsrentespænd imellem Danmark og euroområdet – i gennemsnit op til 10 basispoint i forhold til det pengepolitiske rentespænd, jf. figur 18. Det afspejler i høj grad mindre stigninger i pengemarkedsrenterne i euro.<sup>15</sup> Udviklingen kan dermed have påvirket merafkastet af euroaktiver sammenlignet med kroneaktiver og bidraget til den svagere krone siden udgangen af 2022, om end effekten vurderes begrænset. Den afdæmpede effekt af forskydningen i centralbanklikviditeten på rentespændet skal bl.a. ses i lyset af, at ændringer i

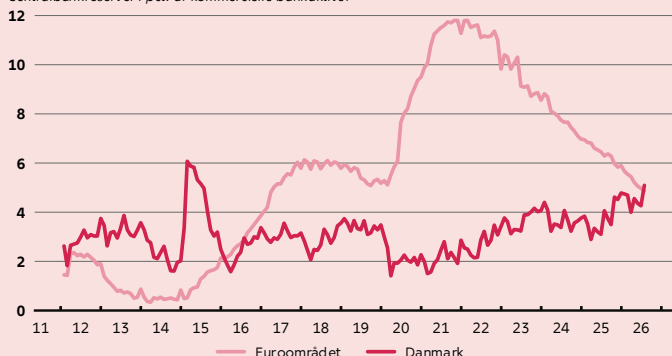
<sup>15</sup> Jf. bl.a. V. Iskaki, T. Linzert, Y. Schneider, M. Skrzyńska og O. Vergote, How banks are adjusting to declining reserves, *ECB Blog*, 2. april 2026.

centralbanklikviditeten i euroområdet fortsat har begrænset effekt på pengemarkedsrenterne, se igen boks 3.

FIGUR 17

### Forskellen i centralbanklikviditet mellem euroområdet og Danmark er blevet mindre siden 2022

Centralbankreserver i pct. af kommercielle bankaktiver



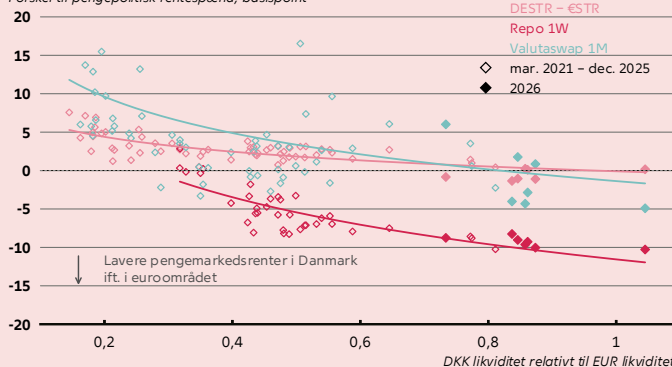
Anm.: Figuren viser centralbanklikviditeten i Danmark og euroområdet i procent af kommercielle bankaktiver. Centralbanklikviditet i euroområdet er defineret som de pengepolitiske modparterers samlede indestående i Eurosystemet fratrukket deres minimumreservekrav. For Danmark anvendes de pengepolitiske modparterers samlede nettostilling over for Nationalbanken.

Kilde: ECB, Haver og Danmarks Nationalbank.

FIGUR 18

### Høj centralbanklikviditet i Danmark ift. i euroområdet har været ledsaget af lavere pengemarkedsrentespænd

Forskel til pengepolitisk rentespænd, basispoint



Anm.: Figuren viser rentespændet mellem udvalgte danske og europæiske pengemarkedsrenter. Tallene er som det månedlige gennemsnit af forskellen til det pengepolitiske rentespænd. 'DESTR' og '€STR' angiver hhv. den danske og europæiske referencerente. Før april 2022 anvendes pre-DESTR-data. 'Repo 1W' og 'Valutaswap 1M' er beregnet som i figur 16. Data dækker perioden marts 2021 til juli 2026 på nær 'Repo 1W', der starter i februar 2023. Linjerne er estimeret på baggrund af en naturlig logaritme-funktion. Data er filtreret og renset som i figur 16. 'DKK likviditet relativt til EUR likviditet' er forholdet mellem krone- og eurolikviditet vist i figur 17.

Kilde: ECB, Haver, Macrobond, LSEG Workspace og Danmarks Nationalbank.

## BOKS 3

### Centralbanklikviditeten påvirker pengemarkedsrenterne

De pengepolitiske renter er toneangivende for de korte pengemarkedsrenter, men niveauet for centralbanklikviditet spiller imidlertid en rolle for, hvor de korte pengemarkedsrenter ligger relativt til de pengepolitiske renter. Denne boks beskriver, hvordan centralbanklikviditeten påvirker pengemarkedsrenterne og relaterer det til udviklingen i Danmark og euroområdet.

#### Efterspørgslen efter centralbanklikviditet er ikke-lineær

Centralbanklikviditet er den likviditet, centralbanken udbyder til de pengepolitiske modparter, typisk banker. Banker efterspørger likviditet af en række årsager, herunder til at afvikle betalinger, for at kunne modgå uforudset likviditetstræk, opfylde regulatoriske krav mm. De korte pengemarkedsrenter ligger oftest mellem centralbankens ind- og udlånsrente. Pengemarkedsrenter over udlånsrenten gør det billigere for banker at låne direkte hos centralbanken frem for i pengemarkedet. Pengemarkedsrenter under centralbankens indlånsrente giver omvendt banker incitament til at placere overskudslikviditet hos centralbanken frem for i pengemarkedet. Dette medvirker til at holde pengemarkedsrenterne tæt på de pengepolitiske renter, illustreret i figur A.

#### Mængden af centralbanklikviditet afgør pengemarkedsrenternes niveau ift. de pengepolitiske renter

Ved et højt niveau af centralbanklikviditet er pengemarkedsaktiviteten mellem pengepolitiske modparter typisk lav. Det skyldes, at banker kan imødekomme likviditetsbehov med deres indestående i centralbanken og derfor ikke behøver at låne likviditet i pengemarkedet. Det medfører typisk lavere pengemarkedsrenter tæt på centralbankens indlånsrente (Punkt A i figur A). Når mængden af centralbanklikviditet falder, vil banker i stigende grad låne af hinanden, hvilket får pengemarkedsrenterne til at stige (Punkt B). Falder centralbanklikviditeten yderligere, vil den til sidst nå et niveau, hvor banker konkurrerer om den samme mængde knappe likviditet, og pengemarkedsrenterne bliver følsomme over for ændringer i centralbanklikviditeten (Punkt C).

Fortsættes ...

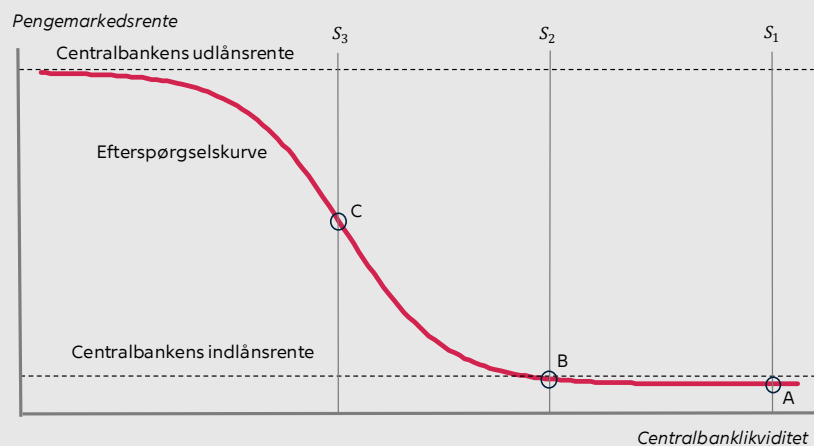
... fortsat

Følsomheden falder igen, når pengemarkedsrenterne nærmer sig centralbankens udlånsrente, hvor bankerne kan skaffe likviditet billigere end i pengemarkedet.

**Danmark og euroområdet vurderes fortsat at befinde sig på den flade del af efterspørgselskurven**  
På trods af det markante fald i eurolikviditeten siden 2022 er pengemarkedsrenterne i euroområdet kun steget lidt. Det indikerer, at pengemarkederne i euroområdet stadig befinder sig på den flade del af efterspørgselskurven, og at europæiske banker fortsat kan dække størstedelen af deres likviditetsbehov med indeståender i Eurosystemet (Fra punkt A til B i figur A).<sup>1</sup> Vurderingen understøttes af, at indlånsrenten tilsvarende Danmark fortsat er toneangivende i euroområdet. Faldet i eurolikviditet vurderes derfor kun at have påvirket pengemarkedsrentespændene til Danmark en smule.

FIGUR A

### Stiliseret illustration af efterspørgselskurven for centralbanklikviditet



Anm.: Figuren viser en stiliseret repræsentation af sammenhængen mellem udbuddet af centralbanklikviditet, bankernes likviditetsefterspørgsel og pengemarkedsrenterne.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

<sup>1</sup> Se F. Ungarelli og T. Kostka, Estimating the time-varying reserve elasticity of money market rates in the euro area, *ECB Economic Bulletin*, Issue 1/2026.

### Statsrentespændene mellem Danmark og Tyskland er tilbage omkring niveauerne fra før krigen i Mellemøsten, og markedsvolatiliteten er faldet

De danske statsrenter ligger fortsat højere end før udbruddet af krigen i Mellemøsten. Det afspejler primært en stigning i forventningerne til de pengepolitiske renter i euroområdet og ses derfor også i Tyskland og andre europæiske lande, jf. kapitlet om *den globale finansielle markedsudvikling*.<sup>16</sup> Forskellen mellem statsrenterne i Danmark og Tyskland har ligget forholdsvis stabilt siden seneste *Monetære og finansielle tendenser*, jf. figur 19. Ved krigens udbrud i februar sås en lidt større stigning i de danske terminspræmier relativt til de tyske.<sup>17</sup> Det kan hænge sammen med, at investorer ofte foretrækker tyske statsobligationer, når usikkerheden er høj. Forskellen i terminspræmierne er sidenhen vendt tilbage til niveauerne fra starten af 2026, i takt med at volatiliteten på de globale statsgældsmarkeder er faldet, jf. figur 20. Daglige

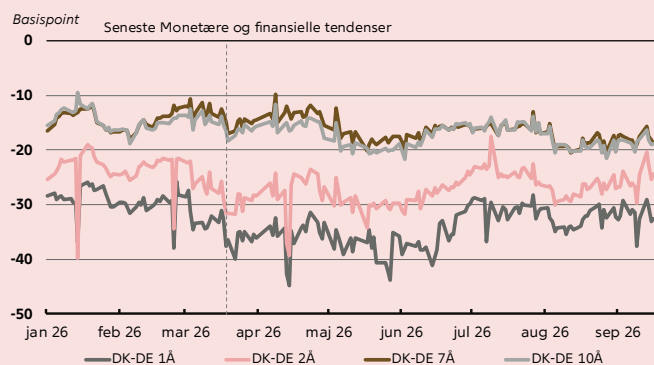
<sup>16</sup> Danske statsgældsrenter er dekomponeret ved brug af Nationalbankens rentestruktursmodel, jf. også Christensen, Diebold og Rudebusch, The Affine Arbitrage-Free Class of Nielson-Siegel Term Structure Models, *Journal of Econometrics*, vol. 163, nr. 1, 2019, s. 4-20.

<sup>17</sup> Se Danmarks Nationalbank, Fornyet global usikkerhed og neutral pengepolitik, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 3, marts 2026, og noten til figur 36 for flere detaljer.

udsving på statsgældsmarkedene i Danmark og euroområdet ligger dog stadig over niveauer observeret tidligere og skal bl.a. ses i lyset af den vedvarende usikkerhed om krigens varighed og dens konsekvenser for pengepolitik og inflation, jf. kapitlet om *den globale finansielle markedsudvikling*.<sup>18</sup>

FIGUR 19

### Det dansk-tyske statsrentespænd er vendt tilbage til niveauerne fra før udbruddet af krigen i Mellemøsten

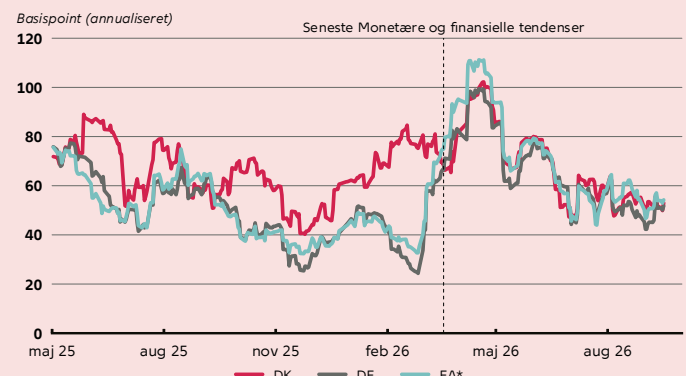


Anm.: Figuren viser udvalgte statsrentespænd imellem Danmark og Tyskland siden januar 2026 til 16. september 2026. Serierne er beregnet pba. effektive renter fra modelbaserede nulkuponrenter på danske og tyske statsobligationer.

Kilde: LSEG Workspace og Danmarks Nationalbank.

FIGUR 20

### ... imens volatiliteten for 10-årige statsobligationsrenter i Danmark og euroområdet gradvist er faldet



Anm.: Figuren viser volatiliteten for daglige ændringer i 10-årige statsrenter i Danmark, Tyskland og udvalgte lande i euroområdet målt ved standardafvigelsen over et rullende 20-dages vindue. Perioden dækker fra 1. maj 2025 til 16. september 2026. 'EA\*' er et gennemsnit af statsobligationsrenterne i Finland, Holland og Østrig. Disse lande er valgt, da de ligesom Danmark har en høj kreditvurdering og et relativt højt BNP pr. indbygger.

Kilde: LSEG Workspace og Danmarks Nationalbank.

## Afdæmpet kroneefterspørgsel præger stadig kronkursen

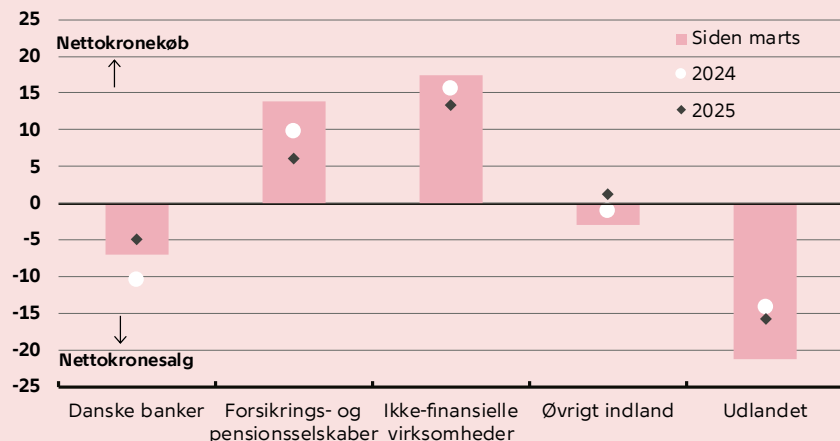
Kronens kurs over for euroen er gradvist svækket siden seneste *Monetære og finansielle tendenser* i marts 2026. Udviklingen afspejler fortsat høj efterspørgsel efter udenlandske værdipapirer og en aftagende afdækningsgrad på dollareksponeringer fra FogP samt store udbyttebetalinger fra danske virksomheder til udenlandske investorer. Den gradvise kronesvækkelse vurderes omvendt at have bidraget til at løfte FogP's kroneefterspørgsel, imens en stabilisering af de ikke-finansielle virksomheders indtjeningsforventninger siden marts isoleret set kan have trukket op i deres kroneefterspørgsel efter en længere periode, hvor de har været aftagende. Udviklingen bidrog til, at FogP's og de ikke-finansielle virksomheders kronekøb gennem danske banker siden marts 2026 har ligget tæt på de senere års niveauer, og det aftagende kronekøb fra 2025 dermed er bøjet af, jf. figur 21. Samtidig har udlandets kronosalg været tiltagende, hvilket ud over store udbyttebetalinger delvist vurderes at afspejle FogP's køb af udenlandske værdipapirer gennem udenlandske banker.

<sup>18</sup> Se også Danmarks Nationalbank, Dansk økonomi trodser global uro, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 18, september 2026.

FIGUR 21

### Udlandets voksende kronesalg siden marts er blevet modsvaret af FogP og de ikke-finansielle virksomheder

Månedligt gennemsnit, mia. kr.



Anm.: Sektorfordelt nettokronekøb i det danske kronemarked. 'Siden marts' løber fra 1. marts 2026 t.o.m. 31. august 2026. 'Øvrigt indland' inkluderer husholdninger, den offentlige sektor, øvrige danske modparter og finansielle selskaber ud over danske banker og forsikrings- og pensionsselskaber. Nettokronekøbet på tværs af de angivne sektorer summer til nul.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

### Danske virksomheders kroneefterspørgsel er fortsat moderat, men har været understøttet af stabile indtjeningsforventninger

Siden marts 2026 har de danske ikke-finansielle virksomheders kroneefterspørgsel fortsat været moderat trods et fortsat voksende betalingsbalanceoverskud, jf. figur 22. Generelt trækker virksomhedernes eksportindtægter op i deres kroneefterspørgsel.<sup>19</sup> Udviklingen siden marts følger de senere års tendens, hvor virksomhedernes kronekøb i mindre grad har fulgt med overskuddet på betalingsbalancens løbende poster. Tendensen kan bl.a. afspejle virksomhedsopkøb i udlandet samt det pengepolitiske rentespænd til euroområdet.<sup>20</sup>

Siden marts 2026 vurderes en stabilisering af de største danske virksomheders indtjeningsforventninger dog at have understøttet kroneefterspørgslen i perioden lidt. Det markerer et brud med tendensen fra starten af 2025, hvor indtjeningsforventningerne fra de største danske eksportvirksomheder aftog markant, jf. figur 23. Virksomhedernes indtjeningsforventninger bidrager isoleret set til at trække op i deres kroneefterspørgsel, der dog også påvirkes af andre faktorer.<sup>21</sup>

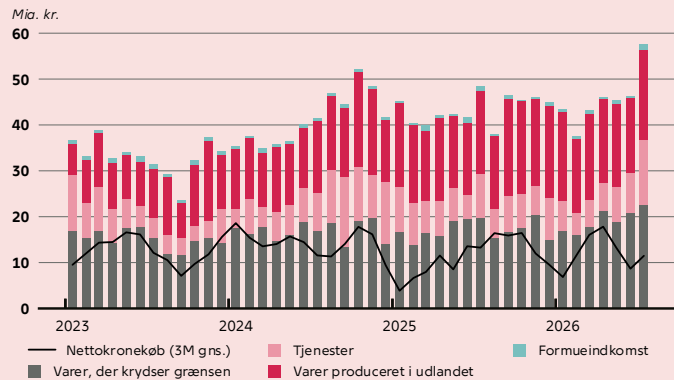
<sup>19</sup> Se A. M. Otte, L. Risbjerg og M. B. Tjørnum, Virksomhederne spiller en central rolle i kronevalutamarkedet, *Danmarks Nationalbank Staff Paper*, nr. 2, marts 2026, for en analyse af drivkræfterne bag de ikke-finansielle virksomheders kroneefterspørgsel og deres rolle i kronemarkedet.

<sup>20</sup> Se Danmarks Nationalbank, På vej mod en neutral pengepolitik i 2025, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 7 marts 2025.

<sup>21</sup> Bl.a. finder A. M. Otte, L. Risbjerg og M. B. Tjørnum i analysen Virksomhederne spiller en central rolle i kronevalutamarkedet, *Danmarks Nationalbank Staff Paper*, nr. 2, marts 2026, at eksportvirksomhedernes indtjeningsforventninger er afgørende for ikke-finansielle virksomheders kroneefterspørgsel. De finder, at en stigning i betalingsbalanceoverskuddet øger virksomhedernes kroneefterspørgsel, 3 måneder før overskuddet realiseres.

FIGUR 22

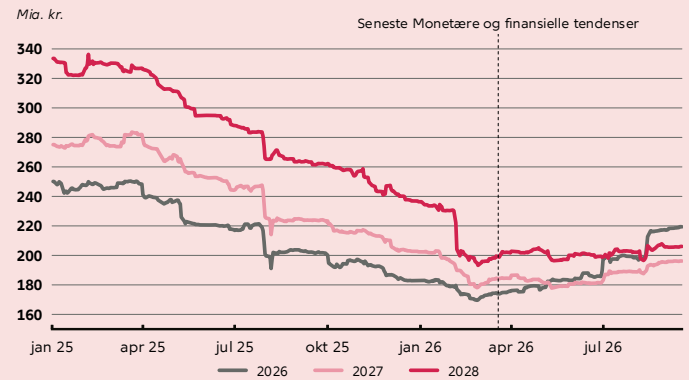
### Kroneefterspørgslen blandt eksportvirksomheder er ikke fulgt med det stigende betalingsbalanceoverskud



Anm.: Figuren viser danske ikke-finansielle eksportvirksomheders månedlige betalingsbalance og nettokronekøb. Nettokronekøbet er et 3-måneders glidende gennemsnit. Perioden dækker januar 2023 til og med juli 2026.  
Kilde: Danmarks Nationalbank.

FIGUR 23

### Virksomhedernes kroneefterspørgsel har været understøttet af, at de aftagende indtjeningsforventninger er stabiliseret



Anm.: Figuren viser samlede indtjeningsforventninger for ikke-finansielle virksomheder i C25-indekset for årene 2026, 2027 og 2028 i perioden januar 2025 til 16. september 2026.  
Kilde: LSEG Workspace og Danmarks Nationalbank.

### FogP's kroneefterspørgsel er steget i takt med svækkelsen af kronen

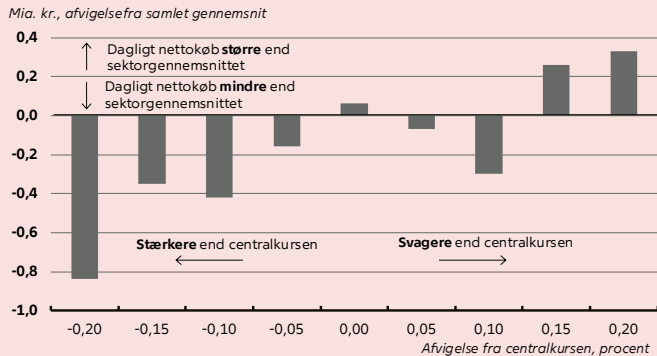
Den gradvise svækkelse af kronen siden marts blev til dels modvirket af et tiltagende kronekøb fra FogP gennem danske banker. FogP's kronekøb har typisk korreleret med afvigelser i kronekursen fra centralkursen, idet sektoren har øget sit kronekøb i takt med, at kronekursen er blevet svækket og omvendt, jf. figur 24. I perioden siden marts lå kronekursen 0,15-0,20 pct. svagere end centralkursen, dvs. i det svageste interval i figur 24, mens sektorens gennemsnitlige daglige kronekøb lå markant over det gennemsnitlige niveau siden 2023. Købsmønstret indikerer, at den svagere kronekurs har bidraget positivt til sektorens kroneefterspørgsel.

### FogP's kroneefterspørgsel holdes stadig nede af udenlandske værdipapirinvesteringer og aftagende valutaafdækningsgrader

Overordnet set var FogP's kroneefterspørgsel fortsat påvirket af meget store køb af udenlandske værdipapirer, især koncentreret i amerikanske aktier og europæiske obligationer, jf. figur 25, samt aftagende valutaafdækning. FogP's efterspørgsel efter udenlandske værdipapirer følger den generelle tendens på de globale finansielle markeder, jf. kapitlet om *den globale finansielle markedsudvikling*, observeret siden april 2025, og kan have bidraget til udlandets kronealg, jf. senere. Fra udgangen af februar 2026 til juli 2026 nettokøbte sektoren udenlandske værdipapirer for 67 mia. kr. Når FogP køber udenlandske værdipapirer, har de i udgangspunktet behov for valuta til at gennemføre handlen, hvilket reducerer deres kroneefterspørgsel. Sektorens køb af euroobligationer i perioden vurderes dog ikke at have haft væsentlig effekt på sektorens kroneefterspørgsel. Det skyldes, at obligationskøbet blev modgået af et tilsvarende kronekøb på termin, hvilket bidrog til en lille stigning i FogP's samlede euroafdækningsgrad.

FIGUR 24

### FogP's kroneefterspørgsel er steget, samtidig med at kronen er blevet gradvist svækket

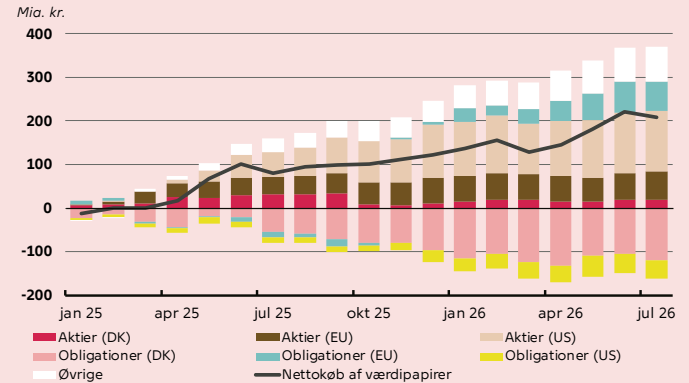


Anm.: Figuren viser forskellen mellem FogP's gennemsnitlige daglige kronekøb gennem danske banker ved forskellige niveauer af kronens kurs over for euroen og sektorens gennemsnitlige kronekøb gennem danske banker mellem juni 2023 og 16. september 2026. Kronens afvigelse fra centralkursen er gruppeinddelt, så de sektorspecifikke søjler for fx 0,10 viser gennemsnittet over daglige kronekøb på dage, hvor den foregående handelsdags kronkurs afveg mellem 0,075 og 0,125 procent fra centralkursen osv.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

FIGUR 25

### Udenlandske værdipapirkøb trækker fortsat ned i FogP's kroneefterspørgsel



Anm.: Forsikrings- og pensionssektorens akkumulerede månedlige nettokøb af værdipapirer siden udgangen af 2024 fordelt på værdipapirets udstedelsesland. Tallene indeholder ikke investeringer i værdipapirer gennem afledte produkter som fx futures. Tallene er gennemlyst, så sektorens investeringer foretaget via danske investeringsforeninger medregnes. Perioden dækker januar 2025 til og med juli 2026.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

FogP's dollarafdækningsgrad er siden udgangen af februar 2026 faldet med 6,3 procentpoint til 64,0 pct. frem til udgangen af juli, se figur 26. Faldet skyldes primært stigninger i værdien af deres dollar-denominerede aktiver, der ikke blev modgået af tilsvarende stigninger i den nominelle afdækning, hverken til euro eller kroner. Udviklingen følger en længerevarende tendens fra starten af 2023, der dog blev midlertidigt afbrudt som følge af annonceringer af amerikanske toldsætter i april 2025. Siden da har dollarafdækningsgraden været aftagende, ligesom en større andel af dollareksponeringerne er blevet afdækket til euro frem for kroner. Den faldende afdækning af dollareksponeringer har løbende bidraget til lavere kroneefterspørgsel fra FogP.

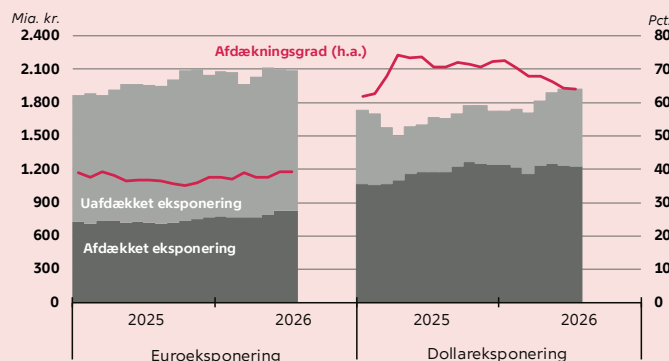
### Modsat under tidligere uro gav krigen i Mellemøsten ikke anledning til større udsving i FogP's kronekøb som følge af deres valutaafdækning

Sammenlignet med tidligere episoder med global markedsuro var effekten af FogP's afdækningsadfærd på deres kroneefterspørgsel afdæmpet i perioden omkring udbruddet af krigen i Mellemøsten, jf. figur 27. Den begrænsede ændring i FogP's nominelle afdækning omkring marts 2026 står i kontrast til tidligere episoder med væsentlige markedsbevægelser, fx covid-19 i marts 2020 og annonceringen af amerikanske toldsætter i april 2025. I begge tilfælde justerede sektoren sin nominelle afdækning væsentligt, hvilket i marts 2020 og april 2026 gav anledning til hhv. kronesalg og kronekøb.<sup>22</sup> Ændringen i euroafdækningsgraden i perioden var også begrænset og primært drevet af den lavere afdækning fra dollar til euro, der ikke blev modsvaret af en reduktion i euroafdækningen til kroner.

<sup>22</sup> Se også A. M. Grønlund, B. M. Jensen og S. A. M. Steffensen, Valutaafdækning og den danske pensionssektor, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 2, maj 2024.

FIGUR 26

### Faldende dollarafdækningsgrad siden marts peger på et fald i FogP's kroneefterspørgsel

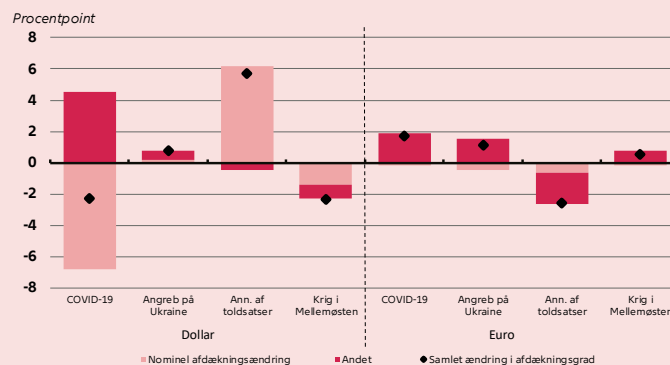


Anm.: FogP's samlede eksponering i hhv. euro og dollar fordelt på den afdækkede og uafdækkede eksponering samt afdækningsgraden i perioden januar 2025 til og med juli 2026.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

FIGUR 27

### FogP's afdækningsadfærd var ikke væsentligt påvirket af krigen i Mellemøsten



Anm.: Figuren viser en dekomponering af ændringen i FogP's dollar- og euroafdækningsgrad fra udgangen af den foregående måned og to måneder frem. *Nominel afdækningsændring* dækker over indgåelse eller udløb af valutaafdækningskontrakter, der påvirker den nominelle afdækningsværdi. En positiv (negativ) ændring af den nominelle afdækning giver i udgangspunktet anledning til et kronekøb (kronesalg). *Andet* dækker bl.a. valutakursændringer samt porteføljeværdiændringer og -transaktioner.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

## Udbytter og FogP's værdipapirkøb bag en stor del af udlandets kronesalg

Udlandets kronesalg har siden marts bl.a. været drevet af rekordhøje udbyttebetalinger fra danske virksomheder. Udbytter fra danske virksomheder betales typisk i kroner, og udlandets kronesalg stiger derfor ofte efter udbyttebetalinger, i takt med at de udenlandske investorer veksler dem til valuta. Effekten på kronekursen vurderes dog begrænset sammenlignet med tidligere år, da omvekslingen af udbyttebetalingerne til valuta blev foretaget relativt gradvist. Det afspejlede, at de udenlandske banker, der forestår omvekslingen, udskød kronesalget og i stedet lånte dem ud i valutaswapmarkedet, jf. boks 4.

En del af udlandets kronesalg vurderes fortsat at afspejle FogP's køb af udenlandske værdipapirer, i det omfang at FogP anvender udenlandske banker til at gennemføre værdipapirhandlerne.<sup>23,24</sup> Når FogP anvender udenlandske banker til værdipapirkøb i udlandet kan de udenlandske banker ende med at modtage kroner. I det omfang de sælger kronerne videre til danske banker, registreres det som et salg fra udlandet, selvom dansk FogP står bag handlen.

<sup>23</sup> Se Danmarks Nationalbank, Fornyet global usikkerhed og neutral pengepolitik, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 3, marts 2026.

<sup>24</sup> Flere selskaber har over for Nationalbanken bekræftet, at en del af deres værdipapirhandler gennemføres af udenlandske banker, herunder den tilhørende valutaveksling. Derudover kan FogP foretage eventuel valutaafdækning gennem udenlandske banker.

## BOKS 4

### Udenlandske banker forsinkede salget af kroner fra udbyttebetalinger i 2026 gennem valutaswapmarkedet

Udenlandske investorer ejede ved udgangen af april 2026 knap 60 pct. af aktierne i C25-indekset. De modtog derfor udbyttebetalinger fra danske børsnoterede selskaber for 39 mia. kr. i marts og april 2026. Denne boks undersøger, hvordan udbyttebetalingerne afspejles i de udenlandske aktørers adfærd i kronemarkedet. Boksen viser, at markedsaktiviteten i 2026 adskilte sig fra tidligere udbyttebetalinger, idet en større andel af aktiviteten indledningsvist fandt sted i valutaswapmarkedet frem for spotkronemarkedet.

#### Udenlandske banker sælger kroner fra udbyttebetalinger omkring udbetalingsdatoen

De udenlandske investorer vil typisk veksle udbyttet fra danske virksomheder til udenlandsk valuta. Det afspejler, at udenlandske investorer i udgangspunktet foretrækker at modtage deres lokale valuta. Når danske selskaber betaler udbytter til de udenlandske investorer, er det de udenlandske banker, der modtager og veksler kronerne på vegne af kunderne. Omvekslingen starter typisk på udbyttens udbetalingsdato og fortsætter i de efterfølgende dage, jf. figur A, hvor de udenlandske banker sælger markant flere kroner end normalt, jf. den stiplede linje i figur A. Ved udbyttebetalingerne i 2023-2025 havde de udenlandske banker afhændet over halvdelen af udbytterne efter 6 handelsdage.

#### Udlandets veksling af udbyttekroner blev især i 2026 spredt ud ved brug af valutaswapmarkedet

I modsætning til de tidligere år havde de udenlandske banker kun netto solgt kroner svarende til ca. 20 pct. af udbyttebetalingerne i 2026 efter 6 handelsdage. Selvom bankerne ikke ønsker at veksle kronerne med det samme, er de fortsat forpligtede til at betale det omvekslede udbytte til de bagvedliggende investorer. De udenlandske banker har derfor stadig et valutabehov.

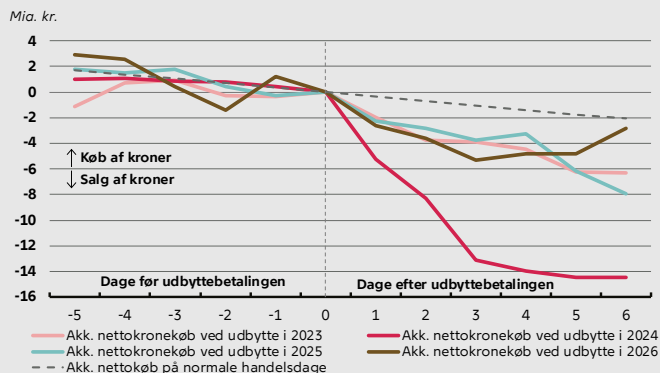
De udenlandske banker kan i stedet for at sælge kronerne låne dem ud i valutaswapmarkedet mod valuta, fx euro eller dollars. I en valutaswap sælger de udenlandske banker kroner spot mod valuta og forpligter sig samtidig til at købe kronerne tilbage på et på forhånd aftalt tidspunkt i fremtiden. Herved skaffer banken den nødvendige valuta til udbetaling af kundernes udbytter uden at skulle frasælge kroneeksponeringen med det samme. Det resterende salg af kroner kan dermed udskydes og fordeles over en længere periode, hvilket bidrager til at begrænse eventuelle effekter på kronekursen.<sup>1</sup>

Valutaswapmarkedet er de senere år blevet aktivt anvendt til midlertidigt at absorbere de store kronebeløb, der følger af udbyttebetalingerne, jf. figur B. Omkring udbyttebetalingen er de udenlandske bankers udlån af kroner i valutaswapmarkedet steget til væsentligt over de normale akkumulerede ændringer uden for udbyttesæsonerne, se 75-percentilen i figur B, og derefter nedbragt over de næste par dage. Mønsteret i 2026 adskilte sig dog ved, at nettoudlånet af kroner steg kraftigt og forblev på et højt niveau efter udbyttebetalingen, jf. figur B. De udenlandske banker udsatte altså i særlig høj grad omvekslingen af kronerne fra udbyttebetalingerne i 2026.

Den ændrede adfærd kan afspejle, at kronekursen lå på et forholdsvis svagt niveau sammenlignet med tidligere år. De udenlandske banker kan derfor have udsendt vekslingen af kronerne i forventning om, at kronen stiger i værdi, med henblik på at øge deres fortjeneste.

FIGUR A

### Udenlandske banker sælger markant flere kroner efter udbyttebetalinger

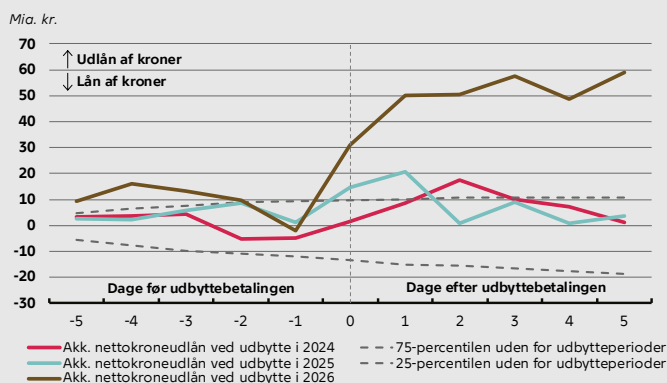


Anm.: Figuren viser et vægtet gennemsnit af udenlandske bankers akkumulerede daglige nettokronekøb for hvert år siden 2023. Nettokronekøbet er akkumuleret over et vindue på  $\pm 5$  handelsdage omkring udbyttedatoerne for udbetalinger. Den grå stiplede linje er de udenlandske bankers gennemsnitlige daglige nettokronekøb på dage uden for udbytteperioderne.

Kilde: Danmarks Nationalbanks valuta- og pengemarkedsstatistik.

FIGUR B

### Kroneudlån fra udenlandske banker gennem valutaswaps stiger omkring udbyttebetalinger



Anm.: Figuren viser den gennemsnitlige akkumulerede ændring i nettoudlånet af kroner via valutaswaps fra udenlandske banker. Gennemsnittet er beregnet over forskellige udbytteevents for hvert år i et vindue på  $\pm 5$  handelsdage omkring udbetalingsdatoen. Det omfatter danske udbytter til udenlandske investorer på over 3,5 mia. kr. i perioden januar 2024 til marts 2026. 25- og 75-percentilerne angiver det historiske normalområde for den akkumulerede ændring i nettoudlånet i en udbyttefri periode på 11 handelsdage. Fraktilerne er beregnet på tværs af alle rullende perioder uden for udbyttevinduerne.

Kilde: Danmarks Nationalbanks valuta- og pengemarkedsstatistik.

<sup>1</sup> Se A. Otte, L. Risbjerg, M. Tjørnum, Virksomhederne spiller en central rolle i kronemarkedet, *Danmarks Nationalbank Staff Paper*, marts 2026.

## 03

# Udviklingen i de makro-finansielle forhold

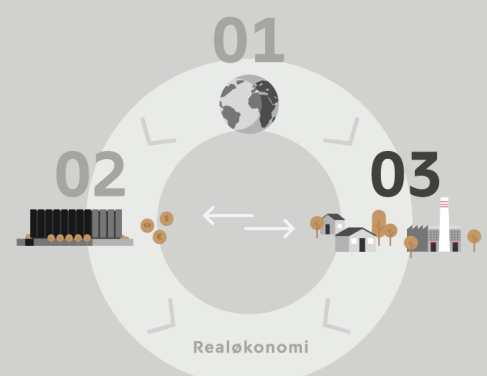
Nationalbanken har fulgt ECB og øget de pengepolitiske renter med 25 basispoint i både juni og september 2026, men de pengepolitiske renter er fortsat tæt på estimater for det neutrale renteniveau. De risikofri renter er steget siden seneste *Monetære og finansielle tendenser* i midten af marts 2026, hvor stramningen af de samlede finansielle betingelser i kølvandet på udbruddet af krigen i Mellemøsten toppede. Trods rentestigningerne, der isoleret set har strammet de finansielle forhold, viser et samlet indeks for finansielle betingelser en lempelse siden marts, hvilket især afspejler udviklingen i risikoaktiver.

De højere renter har øget gældsfinansieringsomkostningerne for danske husholdninger og virksomheder, selvom de fortsat ligger væsentligt under niveauet fra 2022-24. En beregningsteknisk fremskrivning baseret på markedsdeltagernes renteforventninger viser, at husholdningernes gennemsnitlige renter vil stige frem mod udgangen af 2027 og ligge en smule over den seneste top i 2024. Det hænger sammen med, at en betydelig mængde lån fortsat afventer rentetilpasning efter rentestigningerne i 2022, som stadig gradvist slår igennem til udlånsrenterne. De stigende renter har indtil videre ikke været sammenfaldende med et væsentligt fald i virksomheder og husholdningers kreditvækst.

Samlet set vurderes pengepolitikken og de finansielle forhold at være omtrent neutrale for dansk økonomi. Effekten på danske husholdninger og virksomhedernes finansieringsforhold fra stigende renter er indtil videre blevet dæmpet af høj risikoappetit på de finansielle markeder, især sammenlignet med 2022-24. Hvis markedsdeltagernes forventninger materialiseres, kan de pengepolitiske renter dog gradvist blive restriktive for dansk økonomi, ligesom de hidtidige rentestigninger kan have et forsinket gennemslag over tid.

### 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 i Danmark vurderes omtrent neutrale

Nationalbanken har sat de pengepolitiske renter op med 25 basispoint i både juni og september. Rentestigningerne skyldes ECB's renteforøgelse samt udviklingen i kronemarkedet, som ikke har givet anledning til justeringer af rentespændet til ECB. Nationalbankens pengepolitiske renter er fortsat meget tæt på estimater for det neutrale renteniveau, som hverken øger eller dæmper økonomisk aktivitet ift. det potentielle niveau og er foreneligt med en stabil og lav inflation, se figur 28. Markedsdeltagerne forventer, at Nationalbankens pengepolitiske renter vil stige yderligere i årets løb i takt med ECB's renter. Hvis markedsdeltagernes forventninger materialiseres, kan de pengepolitiske renter gradvist blive restriktive for dansk økonomi, om end renterne stadig vil ligge under niveauet fra 2023 og 2024.

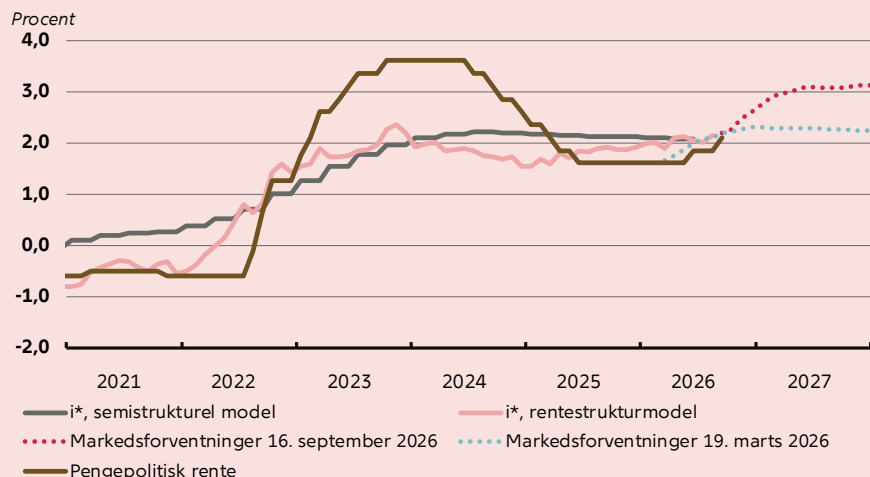
Estimaterne for det neutrale renteniveau er behæftet med betydelig usikkerhed og kan derfor ikke stå alene i vurderingen af, hvordan pengepolitikken og de finansielle forhold påvirker økonomien. Et samlet indeks for finansielle betingelser indikerer en mindre lempelse siden seneste *Monetære og finansielle tendenser* i marts 2026, hvor stramningen af de finansielle betingelser i kølvandet på krigen i Mellemøsten toppede, se figur 29. Den samlede lempelse af de finansielle forhold siden midten af marts er primært drevet af udviklingen i risikoaktiver, hvilket afspejler stigende aktiekurser og lavere optionsjusterede rentespænd på realkreditobligationer (OAS). OAS dækker over bl.a. likviditets- og kreditpræmier, som også er lave internationalt. Udviklingen i de danske finansielle forhold relateret til risikoaktiver er i tråd med euroområdet, hvor risikoaktiver også har trukket mod en lempelse siden marts.<sup>25</sup> De seneste rentestigninger bidrager kun i begrænset omfang til strammere finansielle betingelser i indekset. Det skyldes, at renterne i indekset er fratrasket et markedsbaseret mål for det langsigtede ligevægtsrenteniveau, som også er steget på det seneste. Der er dog stor usikkerhed omkring udviklingen i ligevægtsrenten, særligt på kort sigt.<sup>26</sup>

<sup>25</sup> Se eksempelvis det makro-finansielle indeks baseret på Bletzinger m.fl., Looser, tighter, clearer: a new Financial Conditions Index for the euro area, *ECB Working Paper*, nr. 3193, februar 2026.

<sup>26</sup> Specifikt bruges den 1-årige rente om 9 år fra danske swap-renter som det markedsbaserede mål for det langsigtede ligevægtsrenteniveau (se også noten til figur 29). I det omfang at ligevægtsrenteniveauet er uændret, vil stramningen fra de stigende swaprenter være højere, end indekset for finansielle betingelser indikerer.

FIGUR 28

### De pengepolitiske renter er steget, men er fortsat tæt på estimer for deres neutrale niveau

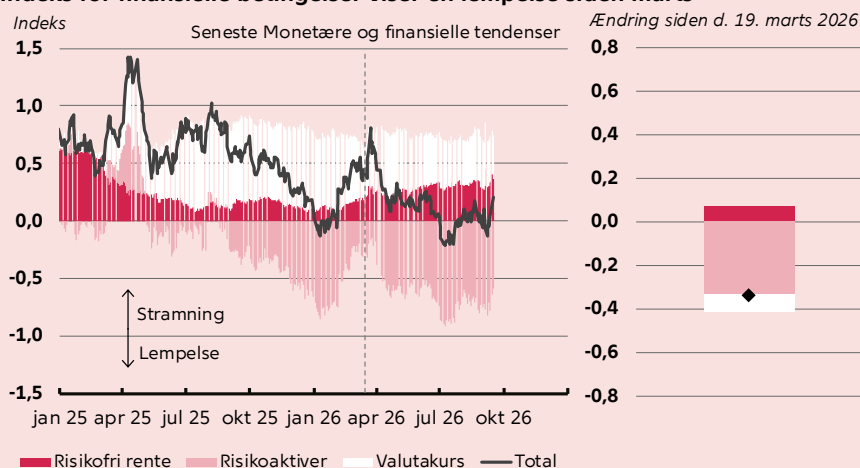


Anm.: Figuren viser Nationalbankens foliorente (rød) samt markedsdeltagernes forventninger til DESTR (stiplet). Estimerne for den neutrale pengepolitiske rente ( $i^*$ ) er baseret på to modeller fra S.T. Hetland, M.M. Ingholt, R.B. Larsen og M. Spange, Realrenter i lyset af inflation og højere offentlig gæld, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 2, februar 2023. Seneste datapunkt er 31. august 2026 for rentestrukturmodellen, 1. kvartal 2026 for den semi-strukturelle model og 16. september 2026 for den pengepolitiske rente.

Kilde: LSEG Workspace, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

FIGUR 29

### Indeks for finansielle betingelser viser en lempelse siden marts



Anm.: Udviklingen i indeks for finansielle betingelser og underkomponenter på månedlig basis. En værdi på 0 angiver, at indekset er på sit historiske gennemsnit siden 2007. Positive (negative) værdier kan derfor ikke tolkes som stramme (lempelige) finansielle forhold, og man bør i stedet kigge på ændringer i indekset. "Risikofri renter" er den første principale komponent af swaprenter med løbetid fra 3 måneder til 10 år fratrasket den 1-årige swaprente om 9 år (proxy for en markedsbaseret nominal ligevægtsrente). "Risikofyldte aktiver" er første principale komponent af følgende variable: 1) Månedligt afkast på C20, 2) en proxy for aktierisikopræmien (forventet indtjeningsforrentning på C20 fratrasket en 10-årig swaprente), 3) optionsjusteret rentespænd på realkreditobligationer og 4) implicit rentevolatilitet fra 1Y10Y swaptioner og 3-måneders CIBOR-OIS-rentespænd. "Valuta" er nominal 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 16. september 2026.

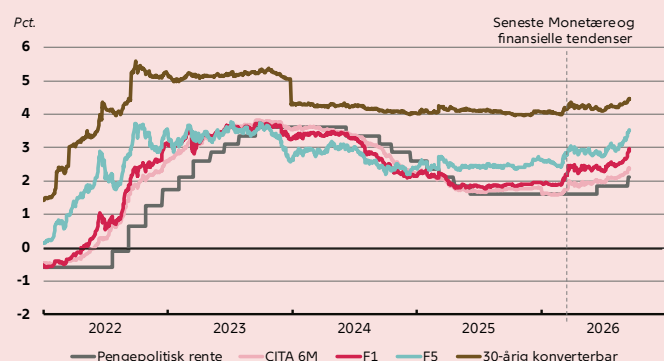
Kilde: LSEG Workspace, Macrobond, Nykredit og Danmarks Nationalbank.

## Realkreditrenterne er steget siden marts, og omkostningerne ved ekstern finansiering er en smule højere

Realkreditrenter med under 1 års løbetid er steget med omkring 60 basispoint siden seneste udgave af *Monetære og finansielle tendenser* i marts 2026, se figur 30. På det tidspunkt var de 1-årige realkreditrenter allerede steget med godt 40 basispoint, efter krigen i Mellemøsten startede. Renterne på F5- og 30-årige realkreditlån er steget i lidt mindre grad end de korte renter siden midten af marts. Stigningen i de korte renter afspejler primært markedsdeltagernes ændrede forventninger til ECB's og dermed også Nationalbankens pengepolitiske renter.<sup>27</sup> De højere realkreditrenter havde i slutningen af juli allerede øget husholdningers gennemsnitlige omkostninger ved at optage ny gældsfinansiering en smule, se figur 31. Prisen på ny gældsfinansiering er dog fortsat væsentligt lavere end den seneste top i slutningen af 2023, men højere end i årene før 2022. Det hænger sammen med, at markedsdeltagerne forventer, at de pengepolitiske renter stiger mindre i år og over de kommende år ift. i 2022-24. Virksomhedernes finansieringsomkostninger var ved udgangen af juli 2026 også steget lidt siden marts.

FIGUR 30

### Realkreditrenter er steget siden marts 2026 ...

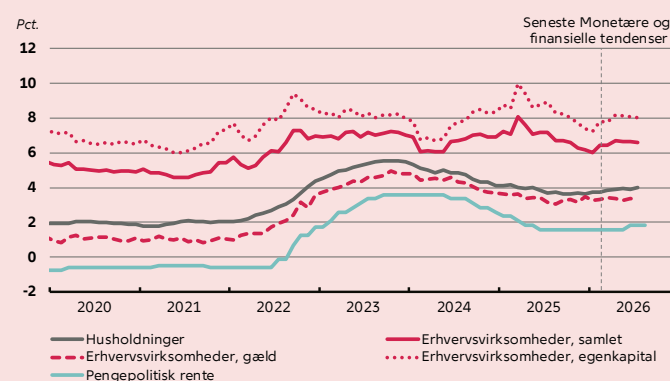


Anm.: Den pengepolitiske rente er foliorenten. Niveauskift i serien for 30-årig konverterbar afspejler kuponskift. Seneste datapunkt er d. 16. september 2026.

Kilde: Danmarks Nationalbank, LSEG Workspace og Nordea Analytics.

FIGUR 31

### ... hvilket afspejles i eksterne finansieringsomkostninger



Anm.: Balancevægtede omkostninger ved optag af ekstern finansiering. Se flere detaljer om metode i boks 1 i Danmarks Nationalbank, Rentefald og konverteringsbølge, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 19, september 2019. Seneste datapunkt er juli 2026.

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

## Markedsdeltagernes renteforventninger indikerer højere renter på udestående lån, som delvist afspejler fortsat gennemslag fra rentestigningerne i 2022-24

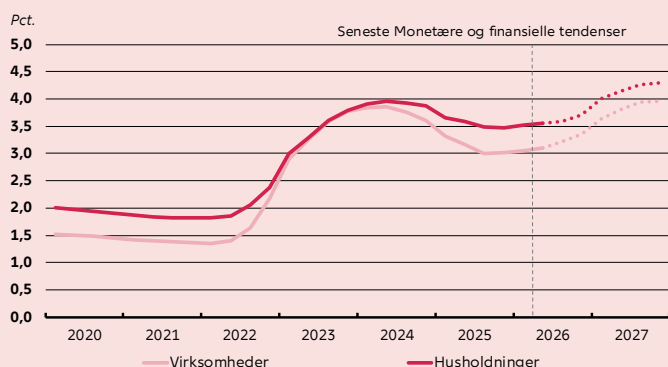
De gennemsnitlige renter på husholdninger og virksomheders eksisterende lån er steget marginalt siden midten af marts 2026, se figur 32. Det afspejler, at renten på de udestående lån kun gradvist tilpasses ændringer i markedsrenter. En beregningsteknisk fremskrivning på baggrund af markedsdeltagernes forventninger til renteutviklingen indikerer, at udlånsrenterne for både husholdninger og virksomheder vil stige yderligere frem mod udgangen af 2027. Det skyldes primært de planlagte refinansieringer af F-kort-lån samt rentetilpasningslån, da konverteringer af fastforrentede lån antages at være begrænsede.

<sup>27</sup> Se kapitlet *Global finansiell markedsudvikling*.

Fremskrivningen peger på, at husholdningernes gennemsnitlige udlånsrenter ved udgangen af 2027 vil ligge en smule over den seneste top i 2024, hvor de pengepolitiske renter var højere end i dag. Det skal ses i lyset af, at en væsentlig del af husholdningers lån endnu ikke er blevet rentetilpasset de pengepolitiske rentestigninger i 2022, se figur 33. Omtrent halvdelen af den fremskrevne stigning i husholdningernes udlånsrenter frem mod udgangen af 2027 skyldes, at de samlede rentestigninger fra 2022 til 2025 fortsat transmitteres til udestående lån. Der er dog også et væsentligt bidrag fra det seneste halve års rentestigninger. Det hænger sammen med, at husholdningernes gennemsnitlige rentebinding er faldet fra knap 15 år i 2022 til godt 10 år i juni 2026, hvilket øger tempoet på gennemslaget fra ændringer i markedsrenter til husholdningernes budgetter.<sup>28</sup> Virksomhederne har generelt kortere rentebinding end husholdningerne. Derfor er en større del af rentestigningerne i 2022-24 allerede transmitteret til virksomhedernes udestående lån, og dette års rentestigninger slår også hurtigere igennem til virksomhedernes faktiske renteudgifter.<sup>29</sup>

FIGUR 32

### Markedsdeltagernes forventninger indebærer stigende gennemsnitlige renter på udestående lån

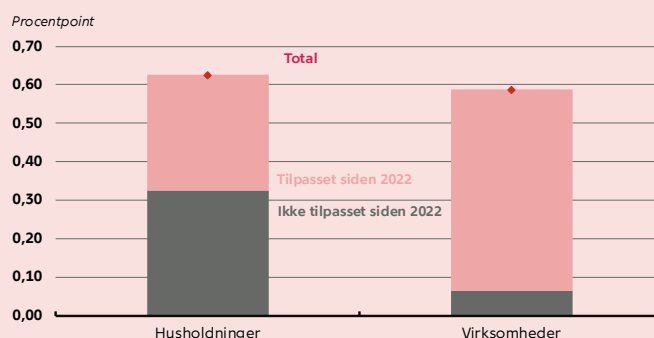


Anm.: Kvartalsvis gennemsnitlig rente inkl. bidrag på udestående bank- og realkreditgæld for danske husholdninger samt nonprofit-institutioner rettet mod husholdninger og ikke-finansielle virksomheder. Stiplede linjer angiver fremskrivninger baseret på implicitte markedsforventninger for lånesegmenterne F-kort, F1, F3, F5 og fastforrentede lån. Fremskrivningen tager højde for ændringer i den gennemsnitlige rentesats ved både bankgæld og F-lån, når renterne løbende bliver tilpasset. Der antages uændrede renter på fastforrentede lån, og at ændringer i renten på banklån er 60 pct. af ændringen i F-kort-renten, dvs. det observerede gennemslag i den seneste rentecyklus. Det antages, at 5 pct. af fastforrentede lån i hvert kvartal udskiftes, svarende til gennemsnittet siden 2003 uden for konverteringsbølger. Lånesammensætningen i fremskrivningsperioden antages at være som i december 2025. Seneste datapunkt er 2. kvartal 2026. Fremskrivningen er baseret på markedsforventningerne fra d. 16. september.

Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

FIGUR 33

### De forventede rentestigninger afspejler delvist lån, der endnu ikke er tilpasset rentestigningerne i 2022-24



Anm.: Bidrag til fremskrivningen af gennemsnitlige udlånsrenter frem mod udgangen af 2027 i figuren til venstre. "Ikke tilpasset siden 2022" dækker F5-lån, som skal rentetilpasses over det kommende år. "Tilpasset siden 2022" er øvrige rentetilpasningslån.

Kilde: Danmark Nationalbank og egne beregninger.

<sup>28</sup> Der er her tale om en isoleret kanal, da renteændringer også kan påvirke værdien af husholdningernes gæld og (finansielle) aktiver, hvilket kan påvirke indkomst- og forbrugsmuligheder.

<sup>29</sup> Bemærk, at der her alene tages højde for virksomhedernes rente via lån fra bank- og realkreditinstitutter. Hvis virksomhederne har swappet deres variable rente til en fast, indgår det ikke i opgørelsen.

### **Husholdningernes kreditvækst er steget, men ligger tæt på estimater for sit strukturelle niveau**

Den årlige kreditvækst til husholdninger steg til 3,7 procent i juli 2026. Det er det højeste niveau siden 2009, efter kreditvæksten havde ligget stabilt omkring 3 procent et års tid, se figur 34. Nationalbankens udlånsundersøgelse for andet kvartal 2026 peger på en fortsat stigende efterspørgsel efter kredit fra nye og eksisterende privatkunder, hvilket kan hænge sammen med udviklingen på boligmarkedet.<sup>30</sup> Udlånsundersøgelsen peger samtidig på, at kreditinstitutterne forventer lempeligere kreditstandarder i 3. kvartal 2026 – drevet af højere efterspørgsel og konkurrence.

Husholdningernes kreditvækst ligger en smule over estimater for den strukturelle kreditvækst.<sup>31</sup> Den strukturelle kreditvækst indikerer, at kreditvæksten grundlæggende er afstemt med den økonomiske udvikling. Udviklingen i kreditvæksten indikerer ikke, at de stigende renter har strammet finansieringsforholdene for danske husholdninger væsentligt indtil videre. Det kan afspejle, at renterne er steget betydeligt mindre end i 2022-24. Derudover er gennemslaget fra stigende renter til kreditvæksten typisk gradvist og afhænger i høj grad af, om renteændringerne er store nok til at udløse stigende konverteringsadfærd blandt låntagerne.<sup>32</sup>

### **De foreløbige stigninger i 30-årige realkreditrenter er beskedne sammenlignet med dem, der udløste markante tilbagekøb af realkreditobligationer i 2022**

Transmissionen af rentestigninger i Danmark til husholdningernes udlånsrenter og kredit afhænger i høj grad af, om boligejere med konverterbare realkreditlån tilbagekøber obligationen bag deres lån og optager et nyt på markedsvilkår. I 2022 øgede tilbagekøb af realkreditlån gennemslaget fra de stigende markedsrenter til husholdningernes gennemsnitlige renter og bidrog til den lavere kreditvækst.<sup>33</sup> Det er ikke muligt på forhånd at vide, hvor store rentestigninger der skal til for at udløse konverteringsadfærd, men i 2022 tilbagekøbte den gennemsnitlige boligejer sit lån til kurs 82. Der er stadig en række boligejere med 30-årige lån med 0,5-1,5 procent i rente, hvis lån lige nu er under eller tæt på kurs 82, jf. figur 35. Der kan være flere grunde til, at disse boligejere ikke har tilbagekøbt deres lån, herunder deres forventninger til den fremtidige renteutvikling, forventet resttid i nuværende bolig og renten på anden gæld. Siden krigen i Mellemøsten er de 30-årige realkreditrenter steget med cirka 45 basispoint. Det vil kræve en yderligere stigning i de lange renter på over 35 basispoint, før obligationerne bag 2-procent-lån falder under kurs 82.

<sup>30</sup> Se Danmarks Nationalbank, Globale spændinger, stigende boligpriser og cybertruslen dominerer risikobilledet, *Danmarks Nationalbank Analyse (Finansiell Stabilitet – halvårlig vurdering og anbefalinger)*, nr. 9, maj, 2026.

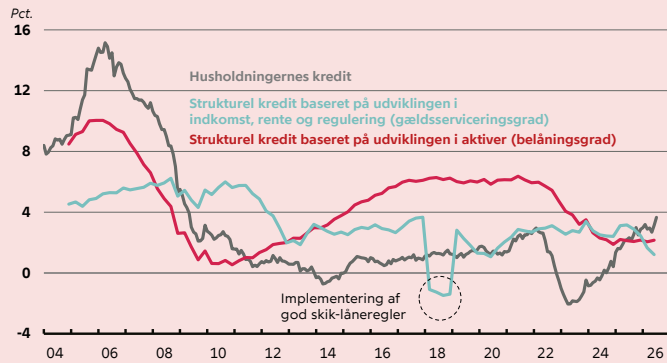
<sup>31</sup> Se Danmarks Nationalbank, Fornyet global usikkerhed og neutral pengepolitik, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 3, marts 2026, og noten til figur 36 for flere detaljer.

<sup>32</sup> Se Andersen m.fl., Effekter af pengepolitiske renteforhøjelser, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 5, marts 2024.

<sup>33</sup> Se Andersen m.fl., Effekter af pengepolitiske renteforhøjelser, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 5, marts 2024.

FIGUR 34

**Kreditvæksten er steget til det højeste niveau længe, men ligger kun lidt over estimer for den strukturelle kreditvækst**



Anm.: Årlig vækst i husholdningernes bank- og realkreditgæld. "Strukturel kredit (belåningsgrad)" er baseret på udviklingen i aktiver. "Strukturel kredit (gældsserviceringsgrad)" er baseret på udviklingen i indkomst, rente og regulering. De to estimer for den strukturelle kreditvækst er fra A. M. Otte og I. G. Yordanova, Hvad ligger bag danskernes stigende gæld? *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 13, juni 2020. Seneste datapunkt er hhv. juni 2026 for den strukturelle kreditvækst og juli 2026 for den faktiske kreditvækst.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

FIGUR 35

**Det vil sandsynligvis kræve markante yderligere rentestigninger at udløse konverteringsadfærd som i 2022**



Anm.: Udestående mængde af 30-årige realkreditlån med over 500.000 kr. i restgæld opdelt på kuponrente, og hvor stor en renteændring det vil kræve, for at obligationernes markedskurs er 82. Kursen på 82 var den gennemsnitlige kurs, som låntagerne tilbagekøbte obligationer for i 2022, se Andersen et al, Refinancing behaviour by homeowners in Denmark when mortgage rates rise, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 2, februar 2023.

Kilde: Danmarks Nationalbank, RIO Scanrate og egne beregninger.

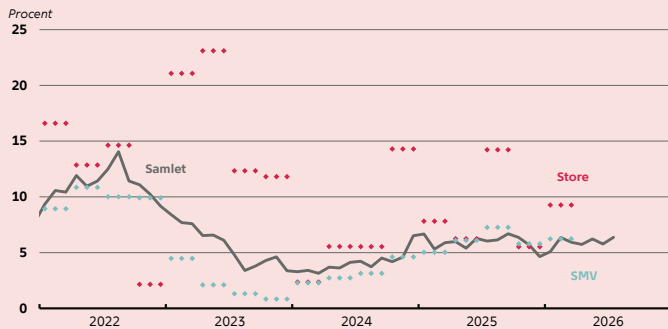
## Virksomhedernes optag af ekstern finansiering er moderat

Bankernes årlige kreditvækst til danske ikke-finansielle virksomheder var 6,4 procent i juli 2026, jf. figur 36. Kreditvæksten til virksomheder har ligget omtrent på dette niveau siden starten af 2025. I årets første kvartal var kreditvæksten især høj for store virksomheder, se figur 36. Virksomhedernes samlede optag af ekstern finansiering – som ud over bankgæld indeholder markedsbaseret finansiering – er blevet mere moderat i løbet af 2026, jf. figur 37. Markedsbaseret finansiering via aktie- og obligationsudstedelser er typisk drevet af få store virksomheder og har derfor væsentlige udsving.

Det seneste år har der været stor international fokus på omfanget af "private credit" – direkte långivning uden om banker og offentlige kreditmarkeder. Det vurderes dog, at "private credit" udgør en begrænset andel af danske virksomheders finansiering, se boks 5.

FIGUR 36

### Bankernes kreditvækst til virksomheder er stabil og især trukket af store virksomheder

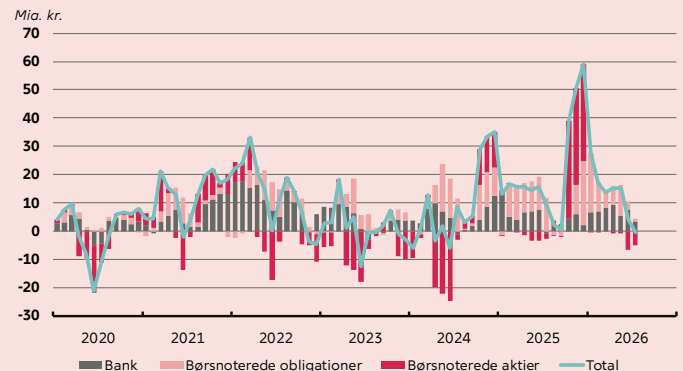


Anm.: Årlig kreditvækst fra bank og realkreditinstitutter til ikke-finansielle virksomheder. Opdelingen på små og mellemstore virksomheder (SMV) og store virksomheder er baseret på Kreditregisteret, som er tilgængeligt kvartalsvist. Den samlede kreditvækst er opgjort månedligt. Seneste observation er henholdsvis juli 2026 og første kvartal 2026.

Kilde: Danmark Nationalbank og egne beregninger.

FIGUR 37

### Virksomhedernes optag af ny ekstern finansiering har været moderat i 2026



Anm.: Danske ikke-finansielle virksomheders nettolåntagning via danske banker og realkreditinstitutter samt nettoudstedelser af børsnoterede virksomhedsobligationer og aktier. Seneste datapunkt er juli 2026.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

### Årets rentestigninger har aktuelt haft begrænset effekt på danske finansieringsforhold, som samlet vurderes omtrent neutrale

På baggrund af indikatorerne gennemgået ovenfor vurderer Nationalbanken, at pengepolitikken og de samlede finansielle forhold er omtrent neutrale for dansk økonomi. Vurderingen er bl.a. baseret på, at de pengepolitiske renter fortsat er tæt på estimater for deres neutrale niveau, og at indekset for finansielle betingelser ikke viser en stramning, men er omkring sit historiske gennemsnit. Årets rentestigninger i euroområdet – og dermed Danmark – har i høj grad været drevet af de stigende energipriser og højere markedsbaserede inflationsforventninger, se kapitlet *Global finansiell markedsudvikling*. Rentestigningerne er dog aktuelt begrænsede sammenlignet med 2022, hvor der var flere drivkræfter end energipriser, der påvirkede inflationen.<sup>34</sup> Samtidig har rentestigningerne indtil videre haft begrænset gennemslag til husholdninger og virksomheders finansieringsforhold, se figur 38. Det gælder især sammenlignet med rentestigningerne i perioden fra 2022 til 2024 og skyldes også, at den højere risikoappetit isoleret set bidrager til lempeligere finansielle forhold. Husholdningers og virksomheders omkostninger ved ny og eksisterende finansiering er også væsentligt lavere end under toppen i 2022-24, mens kreditvæksten er væsentligt højere. De pengepolitiske renter kan dog gradvist ende i restriktivt territorie, hvis de nuværende markedsforventninger realiseres. Derudover kan eventuelle pengepolitiske rentestigninger ud over de nuværende markedsforventninger ændre dette billede, ligesom gennemslaget af de hidtidige rentestigninger kan materialisere sig over tid.

<sup>34</sup> Se Harr og Weissert, Energipriserne stiger igen, men inflationsudsigterne er ikke som i 2022, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 10, juni, 2026.

FIGUR 38

Årets rentestigninger har indtil videre haft begrænset effekt på finansieringsforhold og realøkonomien sammenlignet med 2022-24

|                                                              | Ændring                    |         |
|--------------------------------------------------------------|----------------------------|---------|
|                                                              | Siden krigen i Mellemøsten | 2022-24 |
| Pengepolitisk rente minus i* (procentpoint)                  | 0,3                        | 2,0     |
| Samlet index for finansielle betingelser (standardafvigelse) | -0,3                       | 2,8     |
| Pris på ny finansiering HH (procentpoint)                    | 0,2                        | 3,5     |
| Pris på ny finansiering NFC (procentpoint)                   | 0,2                        | 1,9     |
| Udlånsrenter husholdninger (procentpoint)                    | 0,0                        | 2,5     |
| Udlånsrenter NFC (procentpoint)                              | 0,1                        | 2,1     |
| Årlig kreditvækst fra bank og realkredit HH (pct.)           | 0,5                        | -4,6    |
| Årlig kreditvækst fra bank og realkredit NFC (pct.)          | 0                          | -4,5    |

Anm.: Blå angiver mere lempelige finansielle forhold, mens rød angiver strammere finansielle forhold. Den mest røde farve angiver stramningen i 2022-24. "Siden krigen i Mellemøsten" angiver udviklingen fra slutningen af februar 2026 til seneste datapunkt. "2022-24" angiver ændringen fra februar 2022 til minimum/maksimum af variablene i perioden 2022-24, hvor de pengepolitiske renter steg med 420 basispoint.

Kilde: LSEG Workspace, Macrobond, Nykredit, Nordea Analytics, Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

BOKS 5

“Private credit” udgør en begrænset og faldende andel af danske virksomheders samlede finansiering

Over det seneste år har der været stigende fokus på “private credit”, som er direkte långivning uden om banker og offentlige kreditmarkeder. Brugen af private credit er steget betydeligt globalt gennem en årrække.<sup>1</sup> Da private credit er mindre reguleret, og gennemsigtigheden omkring risikoeksponeringer og forbundethed er mindre end for kredit via banker, har flere internationale organisationer peget på, at en stramning af finansieringsvilkår inden for private credit kan have afsmittende effekt på de globale finansielle markeder.<sup>2</sup> Danske virksomheders finansieringsforhold kan påvirkes direkte i det omfang, de har låntagning fra private credit-selskaber i udlandet eller Danmark. Derudover kan en stramning af de globale finansielle betingelser relateret til den globale udbredelse af private credit have indirekte effekter på Danmark. Eksempelvis kan øget global risikoaversion også have effekt på danske risikopræmier og finansieringsforhold.

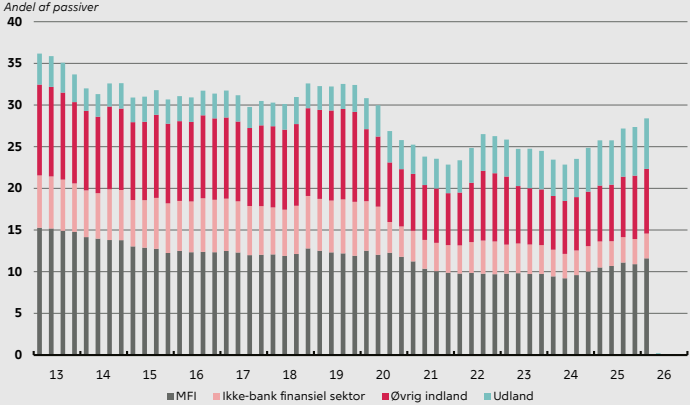
Danske virksomheders låntagning via globale private credit-fonde er vanskelig at opgøre

Gældsfinansiering udgør omkring 30 procent af danske ikke-finansielle virksomheders passiver, jf. figur A. Hovedparten af gældsfinansieringen kommer fra danske banker og realkreditinstitutter, mens den resterende del primært kommer fra andre ikke-finansielle virksomheder i Danmark samt udlandet.<sup>3</sup> Det er ikke muligt at opgøre præcist, hvilke udenlandske aktører der gældsfinansierer danske virksomheder. En del af låntagningen via udlandet kan dog henføres til danske virksomheder, der udsteder obligationer igennem et udenlandsk datterselskab, som efterfølgende låner provenuet til den danske moder.<sup>4</sup> Derfor vil et mål for danske virksomheders låntagning via udlandet angive et loft for, hvor stort deres brug af udenlandsk private credit maksimalt kan være. I første kvartal 2026 udgjorde låntagning fra udlandet 21 procent af danske virksomheders samlede låntagning og 6 procent af deres samlede passiver.

Fortsættes ...

FIGUR A

Danske virksomheder låner i begrænset omfang fra danske finansielle selskaber uden for banksektoren



Anm.: Danske ikke-finansielle selskabers låntagning opgjort på modpartsektor som andel af samlede passiver. “MFI” er danske bank- og realkreditinstitutter, “Ikke-bank finansiell sektor” er danske finansielle selskaber ekskl. MFI’er, “Øvrig indland” er alle øvrige danske selskaber, og “Udland” er udenlandsk registrerede enheder. Seneste observation første kvartal 2026.

Kilde: Danmark Nationalbank og egne beregninger.

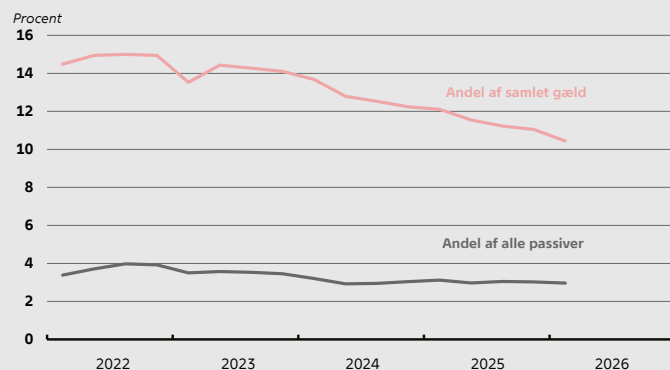
... fortsat

#### Danske virksomheders brug af dansk private credit vurderes at være yderst begrænset

Det er ligeledes vanskeligt at opgøre danske virksomheders brug af private credit fra danske private credit-fonde. I det følgende approksimeres danske virksomheders brug af danske private credit-fonde som deres låntagning fra danske finansielle selskaber uden for banksektoren, se figur B. Dette vil formentlig være et loft for omfanget af danske private credit. Danske private credit-fondes andel af danske virksomheders samlede låntagning var godt 10 procent i første kvartal 2026, og andelen har været faldende over de seneste år. Som andel af virksomheders samlede passiver udgør danske private credit-fonde blot omkring 3 procent. Samlet set vurderes risici fra private credit at udgøre en begrænset risiko for en særskilt stramning af de finansielle betingelser i Danmark. Det gælder både låntagning via danske finansielle selskaber uden for banksektoren og udenlandske selskaber. Danske finansielle markeder kan dog være indirekte eksponeret over for udviklingen i globale private credit-markeder. Eksempelvis kan stigende global risikoaversion have væsentlige afsmittende effekter på Danmark.

FIGUR B

#### Danske virksomheders lån fra finansielle selskaber uden for banksektoren udgør en mindre del af deres låntagning



Anm.: Danske ikke-finansielle virksomheders låntagning fra danske finansielle selskaber ekskl. bank- og realkreditinstitutter. "Andel af samlet gæld" er i forhold til danske ikke-finansielle virksomheders samlede gæld, og "Andel af alle passiver" er i forhold til deres samlede passiver. Seneste observation første kvartal 2026.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

<sup>1</sup> Se eksempelvis Avalos, Doerr og Pinter, The global drivers of private credit, *BIS Quarterly Review*, marts 2025.

<sup>2</sup> Se eksempelvis IMF, Global Financial Markets Confront the War in the Middle East and Amplification Risk, *Global Financial Stability Report*, april 2026.

<sup>3</sup> Låntagningen mellem ikke-finansielle selskaber i Danmark skyldes formentlig i høj grad koncerninterne lån, selvom en præcis opdeling ikke er mulig med det nuværende data.

<sup>4</sup> Se Lars Risbjerg og Mads Wenneberg, Stor stigning i virksomhedernes låntagning på obligationsmarkedet, *Danmarks Nationalbank statistiknyhed*, maj 2026.

# Publikationer



## ANALYSE

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



## STAFF PAPER

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



## WORKING PAPER

Working Papers præsenterer forskningsarbejde fra både ansatte i Nationalbanken og vores samarbejdspartnere. Working papers henvender sig primært til dig, som er fagperson, og til dig med interesse for forskning inden for centralbankvirksomhed samt økonomi og finans i bredere forstand. De konklusioner, der udtrykkes i Working Papers, er forfatterens egne og skal ikke opfattes som Nationalbankens holdning.



## NYT

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



## STATISTIKNYHED

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



## RAPPORT

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

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

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

Redaktionen er afsluttet 16. september 2026



**DANMARKS  
NATIONALBANK**