

På vej mod en neutral pengepolitik i 2025

Nationalbanken fulgte Den Europæiske Centralbanks, ECB's, fire rentenedsættelser på samlet set 1 procentpoint siden rentemødet i oktober. Dermed er det pengepolitiske rentespænd til euroområdet uændret. Nationalbanken vurderer, at pengepolitikken og de samlede finansielle forhold i Danmark vil være neutrale for den økonomiske aktivitet i 2025.

Kontakt

Teis Hald Jensen
Kommunikations- og presserådgiver
tehj@nationalbanken.dk
+45 3363 6066

Tidsforbrug

🕒 45 sider



Pengepolitikken i euroområdet og USA er blevet mindre restriktiv

Efter yderligere rentenedsættelser i euroområdet og USA har pengepolitikken bevæget sig tættere på et neutralt niveau. Det gælder særligt i euroområdet, mens Federal Reserve stadig vurderer, at pengepolitikken i USA er restriktiv. Lange renter på statsobligationer er samtidig steget, særligt i Europa, på baggrund af udsigt til højere offentlige investeringer. I kombination med øget risikoappetit, trods høj usikkerhed om geo- og handelspolitik, har udsigten til offentlige investeringer også bidraget til aktiekurstigninger i Europa.



Stabil krone og rekordlang periode uden intervention

Kronens kurs over for euroen har fortsat ligget meget tæt på centalkursen. Nationalbanken har ikke interveneret i over to år, hvilket er den længste periode siden indførslen af fastkurspolitikken i 1982. Stabiliteten i kronemarkedet afspejler bl.a., at Nationalbankens rentespænd til ECB på -40 basispoint modvirker kapitalindstrømningen, som følger af overskud på betalingsbalancen og en stor udlandsformue. Rentespændet til ECB er derfor fastholdt.

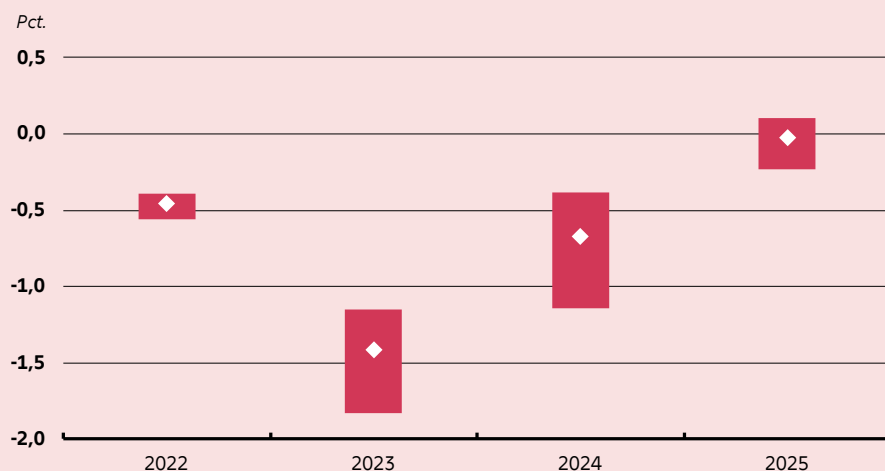


Pengepolitikken vurderes at få neutral effekt på dansk økonomi i 2025

Efter en årrække med en aktivitetsdæmpende pengepolitik vurderer Nationalbanken, at pengepolitikken og de samlede finansielle forhold vil få en neutral effekt på dansk økonomi i 2025. Vurderingen understøttes af flere indikatorer, bl.a. udviklingen i finansielle forhold og en sammenligning mellem den pengepolitiske rente og estimater for det neutrale renteniveau. En modelbaseret analyse viser også, at forsinkede effekter fra tidligere stramninger af pengepolitikken vil ebbe ud i år.

Hovedfigur

Pengepolitikken ventes at have en neutral effekt på økonomisk aktivitet i Danmark i 2025



Anm.: Figuren viser akkumulerede effekter af ECB's renteændringer siden 2022 på dansk BNP relativt til strukturelt niveau ifølge Nationalbankens DSGE-model. Figuren bidrager til den samlede vurdering af aktivitetsvirkningen af pengepolitikken og de samlede finansielle forhold i Danmark. I denne vurdering indgår flere indikatorer. Hvide markeringer er middelestimer, mens de røde områder angiver 90-procents-konfidensintervaller på baggrund af parameterusikkerhed.

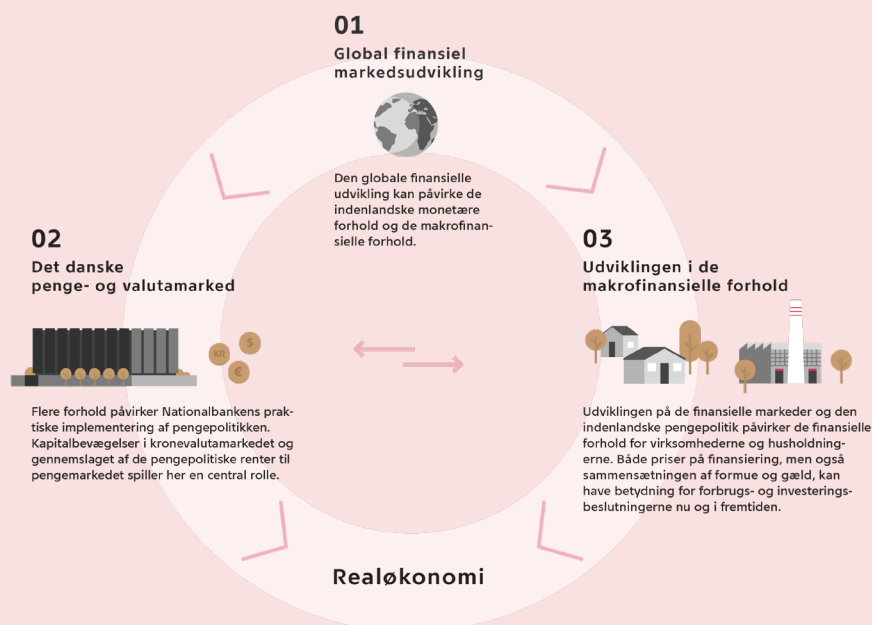
Kilde: Egne beregninger.



Hvorfor er det vigtigt?

Den danske fastkurspolitik indebærer, at pengepolitikken indrettes efter at sikre en stabil kronekurs over for euroen. Fastkurspolitikken betyder, at Nationalbanken som udgangspunkt følger ECB's rentebeslutninger. Derfor er euroområdet's pengepolitik vigtig for den finansielle og økonomiske udvikling i Danmark. Det er den globale finansielle udvikling også, da Danmark er en lille åben økonomi og tæt integreret i det internationale finansielle system. Begge dele analyseres i kapitel 1. Den globale finansielle udvikling kan også påvirke efterspørgslen efter 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

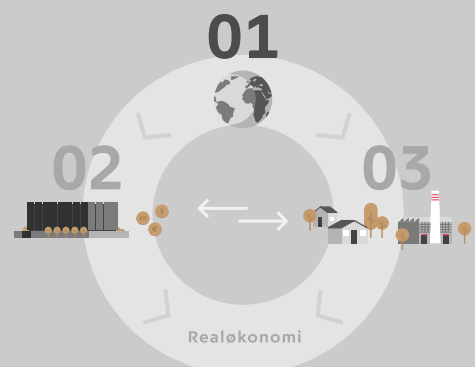
Perioden siden seneste udgivelse af Monetære og finansielle tendenser i september har været præget af øgede geopolitiske spændinger samt betydelig usikkerhed om handelspolitik.

Inflationen har ligget stabilt tæt på, men stadig en smule over centralbankernes målsætning i euroområdet og i USA. Centralbankerne har derfor sat de pengepolitiske renter yderligere ned, og pengepolitikken og de samlede finansielle forhold er blevet mindre restriktive for økonomisk aktivitet og inflation, særligt i euroområdet. På trods af rentenedsættelser fra centralbankerne er renterne på statsobligationer steget, hvilket primært skyldes højere løbetidspræmier. Stigningen i de europæiske renter har bl.a. været drevet af udsigter til øgede offentlige udgifter til investeringer i både forsvar og infrastruktur.

De europæiske aktiekurser er steget betydeligt i perioden siden september, hvilket primært dækker over stigende indtjeningsforventninger, bl.a. som følge af udmeldinger om øgede offentlige udgifter i Europa. De amerikanske aktiekurser har været omtrent uændrede siden september. Udviklingen dækker over en stigning siden september og frem til midten af februar, som var understøttet af et fald i risikopræmier, på trods af øget geo- og handelspolitisk usikkerhed. Efterfølgende er de amerikanske aktiekurser faldet betydeligt, hvilket bl.a. skal ses i lyset af forværrede økonomiske nøgletal samt indførelse af toldsatser over for tætte samhandelspartnere. Sidstnævnte har også givet anledning til en betydelig stigning i usikkerhedsmål på aktie- og obligationsmarkedet.

Kapitel 01 og sammenhængen med resten af analysen

Dette kapitel (01) giver en status på den globale finansielle markedsudvikling og pengepolitikken i euroområdet og i USA. I lyset af, at inflationen er kommet tættere på målsætningen, har ECB og Federal Reserve nedsat renterne. Den danske fastkurspolitik (02) betyder, at Nationalbanken har fulgt ECB og nedsat de pengepolitiske renter. Fastkurspolitikken samt det faktum, at Danmark er en lille åben økonomi, betyder, at euroområdets pengepolitik og den globale finansielle udvikling (01) er vigtig for de finansielle og økonomiske forhold for de danske husholdninger og virksomheder (03).



Pengepolitikken er blevet mindre restriktiv

Perioden siden den seneste Monetære og finansielle tendenser i september 2024 har været præget af et uforudsigeligt og volatilt geopolitisk miljø samt stor usikkerhed om handelspolitik. I Europa er aktiekurserne steget betydeligt, hvilket i høj grad har været drevet af øgede indtjeningsforventninger, bl.a. som følge af udsigter til øgede offentlige investeringer, mens lavere risikopræmier også har bidraget til stigningen. Risikopræmien på amerikanske aktier er også faldet, men lavere indtjeningsforventninger i lyset af en række negative økonomiske nøgletal samt indførsel af toldsatser på varer fra en række samhandelspartnere bidrog til et fald i amerikanske aktiekurser fra midten af februar, således at de amerikanske aktiekurser samlet set har været omtrent uændrede siden september. Aktierisikopræmierne i både Europa og i USA ligger fortsat på et lavt niveau i en historisk kontekst, også efter den seneste stigning i mål for usikkerhed på aktie- og obligationsmarkedet.

Den europæiske centralbank, ECB, og den amerikanske centralbank, Federal Reserve, har sat de pengepolitiske renter yderligere ned, og pengepolitikken og de samlede finansielle forhold er blevet mindre restriktive for økonomisk aktivitet og inflation, særligt i euroområdet. På trods af rentenedsættelserne er renterne på statsobligationer dog steget. Tyske renter steg betydeligt oven på forslaget om en lempelse af gældsbremsen med henblik på at øge de tyske forsvarsudgifter og investere i tysk infrastruktur.

Centralbankerne har sat de pengepolitiske renter yderligere ned i lyset af stabile inflationstal

Siden september 2024 har både inflationen og kerneinflationen ligget tæt på, men en smule over centralbankernes målsætning i euroområdet og i USA, jf. figur 1.¹ I euroområdet lå inflationen i februar på 2,4 pct., mens kerneinflationen var 2,6 procent. Til sammenligning var inflationen i USA i januar 2,5 pct., mens kerneinflationen var 2,6 pct.

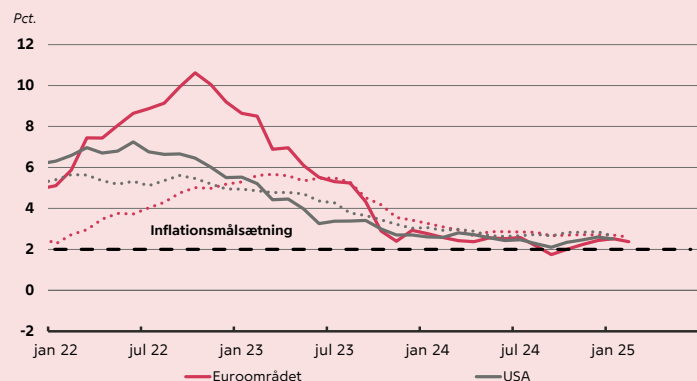
Siden september har ECB sat de pengepolitiske renter ned med 1 procentpoint, og renten på ECB's indlånsfacilitet er nu 2,5 pct. Danmarks Nationalbank har fulgt ECB's rentenedsættelser og har ligeledes nedsat de pengepolitiske renter med 1 procentpoint, og Nationalbankens styringsrente, foliorenten, er pt. 2,1 pct., jf. kapitlet om *Det danske penge- og valutamarked*. I USA har Federal Reserve sat de pengepolitiske renter ned med 0,5 procentpoint, og centralbankens målinterval for federal funds rate er nu på 4,25-4,50 pct.

Både ECB og Federal Reserve har reduceret deres finansielle balancer yderligere ved at lade obligationer fra deres obligationsbeholdning udløbe uden at reinvestere kuponbetalinger og hovedstol. Siden udgangen af 2024 er ECB stoppet med at reinvestere de udløbne obligationer fra det pandemirelaterede opkøbsprogram, PEPP, og foretager ikke længere obligationsopkøb. Som konsekvens af balancereduktionen er den overskydende likviditet i banksystemerne i euroområdet og i USA faldet betydeligt, men vurderes fortsat at være tilstrækkelig ift. at sikre gennemslaget af de pengepolitiske renter, jf. boks 1.

¹ Både ECB og Federal Reserve har mandater til at sikre prisstabilitet. ECB sigter efter en inflationsrate på 2 pct. på mellemlangt sigt (målt ved det harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP). Federal Reserve har et dobbelt mandat, hvor der både er vægt på lav inflation og høj beskæftigelse. Federal Reserve sigter efter en inflationsrate på 2 pct. (målt ved prisindekset for personlige forbrugsudgifter, PCE).

FIGUR 1

Inflationen har ligget tæt på centralbankernes målsætning siden september

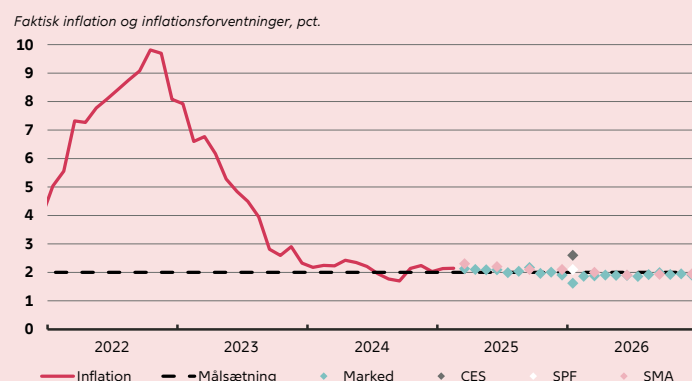


Anm.: Figuren viser inflationen (linje) og kerneinflationen (prikker) i euroområdet og i USA. Kerneinflationen måler de generelle prisstigninger, fratrukket de direkte effekter fra energi og fødevarer, og bruges ofte som det mest almindelige mål for det underliggende prispres. For euroområdet bruges HICP eksklusive energi og fødevarer, og for USA bruges PCE eksklusive energi og fødevarer. Den stiplede linje angiver inflationsmålsætningen på 2 pct. Seneste observation er januar 2025 (USA) og februar 2025 (euroområdet).

Kilde: Macrobond og Danmarks Nationalbank.

FIGUR 2

Inflationsforventningerne i euroområdet er tæt på ECB's målsætning på 2 pct.



Anm.: Figuren viser den årlige inflationsrate i euroområdet, målt ved HICP-indekset, sammen med fire forskellige mål for forventninger til samme indeks. Seneste observation for HICP-indekset er februar 2025. "CES", "SMA" og "SPF" angiver besvarelser fra ECB's spørgeskemaer "Consumer Expectations Survey", "Survey of Monetary Analysts" samt "Survey of Professional Forecasters" fra hhv. januar, marts og 1. kvartal 2025. "Marked" angiver markedspriserne for at afdække inflationsrisiko vha. inflation fixings. Den seneste observation for markedspriser er d. 12. marts 2025.

Kilde: Bloomberg, Macrobond og Danmarks Nationalbank.

BOKS 1

Centralbankernes balancereduktion har reduceret mængden af overskydende likviditet for bankerne i euroområdet og i USA

ECB er stoppet med at reinvestere udløbne obligationer fra sit pandemirelaterede opkøbsprogram, PEPP

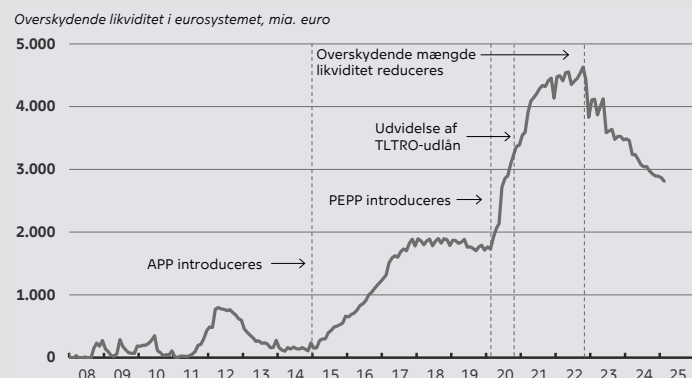
ECB har som led i opstramningen af pengepolitikken reduceret sin balance, hvilket dels er sket ved at nedbringe beholdningen af obligationer opkøbt i forbindelse med obligationsopkøbsprogrammerne, og dels via indfrielse af lange udlån til bankerne, TLTRO's. I marts 2023 påbegyndte ECB således en nedskalering af beholdningen af obligationer fra sit første obligationsopkøbsprogram, APP, og siden juli 2023 har ECB ladet alle obligationer fra APP udløbe uden at reinvestere kuponbetalinger og hovedstol. I 2. halvår af 2024 påbegyndte ECB på lignende vis en nedskalering af beholdningen i det pandemirelaterede opkøbsprogram, PEPP, og siden udgangen af 2024 har ECB også ladet alle obligationer fra PEPP-beholdningen udløbe uden at reinvestere hovedstol og kuponbetalinger. ECB's obligationsbeholdning er siden september i gennemsnit blevet reduceret med ca. 40 mia. euro om måneden.

Som konsekvens af balancereduktionen er den overskydende mængde af likviditet i Eurosystemet faldet med 40 pct. siden toppen i oktober 2022, jf. figur A. ECB foretog i marts 2024 en tilpasning af sine operationelle rammer for implementeringen af pengepolitikken for at sikre gennemslaget heraf i takt med balancereduktionen.¹ ECB vurderer, at mængden af overskydende likviditet i Eurosystemet fortsat er tilstrækkelig ift. at sikre gennemslaget af de pengepolitiske renter. Balancereduktionen er forløbet som ønsket og har bidraget til at forbedre markedsfunktionaliteten med tydelige tegn på øget markedsaktivitet og omfordeling af reserver på tværs af banker og landegrænser.²

Fortsættes ...

FIGUR A

Den overskydende mængde af likviditet i Eurosystemet er faldet betydeligt siden udgangen af 2022



Anm.: Overskydende likviditet i Eurosystemet defineres som forskellen mellem den samlede likviditet tilført til banksystemet og bankernes reservekrav. Seneste datapunkt er for februar 2025.

Kilde: Bloomberg og Danmarks Nationalbank.

... fortsættes

Federal Reserve har også reduceret størrelsen på sin balance

Federal Reserve påbegyndte reduktionen af sin balance i maj 2022 ved at lade en del af obligationerne fra sin obligationsportefølje udløbe uden at reinvestere hovedstol og kuponbetalinger. Effekten heraf er først og fremmest kommet til udtryk ved et betydeligt fald i brugen af centralbankens reverse repo-facilitet, RRP, som, ud over for banker og kreditinstitutter, også er tilgængelig for pengemarkedsfonde og andre finansielle institutioner.³ Omvendt har niveauet for bankreserver som andel af bankernes samlede aktiver været nogenlunde stabilt i samme periode på ca. 13-15 pct., jf. venstre panel i figur B. Federal Reserve Bank of New York har opstillet et mål for elasticiteten for efterspørgslen efter bankreserver, illustreret i højre panel i figur B, og bruger dette som en indikator for "tilstrækkeligheden" af bankreserver. De finder på baggrund heraf, at mængden af reserver til rådighed på nuværende tidspunkt fortsat kan tolkes som værende tilstrækkelig ift. at sikre gennemslaget af de pengepolitiske renter.^{4,5}

¹ Se meddelelse fra ECB ([link](#)) samt A.M. Grønlund, G. Kidd og N. Loncar, ECB's nye pengepolitiske rammer har ikke betydning for implementeringen af fastkurspolitikken, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 9, maj 2024.

² Se tale af Isabel Schnabel fra d. 7. november 2024 ([link](#)).

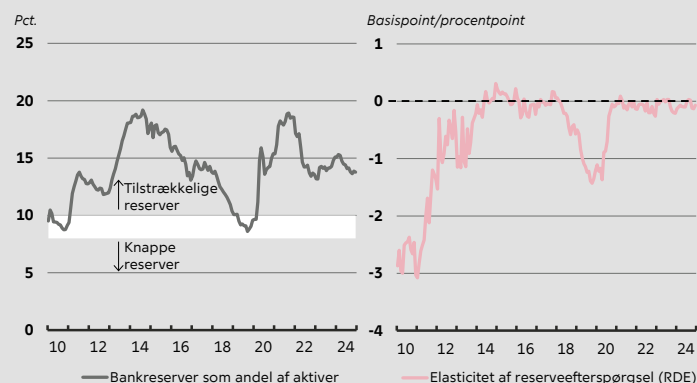
³ Federal Reserve har brugt RRP som et værktøj til at styre likviditeten i det finansielle system og hjælpe med at holde styringsrenten inden for det fastsatte målinterval. I en reverse repo-transaktion sælger Federal Reserve værdipapirer til en modpart med en aftale om at købe dem tilbage til en fastsat pris på et fremtidigt tidspunkt, hvilket giver modparterne, fx pengeinstitutter, mulighed for at investere deres overskydende likviditet sikkert og kortvarigt. Et fald i RRP-aktiviteten kan derfor tolkes som et fald i den overskydende mængde af likviditet blandt pengepolitiske modparter. Omsætningen i RRP-faciliteten er faldet til omtrent 131 mia. fra ca. 2.500 mia. USD ved udgangen af 2022.

⁴ Federal Reserve opererer med et såkaldt *udbudsdrevet* gulvsystem for implementeringen af pengepolitikken, hvor de korte pengemarkedsrenter styres ved at justere mængden af reserver til rådighed i banksystemet, og det er nødvendigt for centralbanken at kende niveauet for bankreserver, der er foreneligt med overgangen mellem de forskellige stadier herfor.

⁵ Volatiliteten i SOFR-renten (referencerente i pengemarkedet) er steget betydeligt siden september, og nogle dage i september og december 2024 lå SOFR betydeligt over Federal Reserves IORB-rente (rente på bankreserver), hvilket kan indikere knaphed på likviditet. Udviklingen i SOFR påvirkes dog også af andre faktorer, såsom ændringer i den vægtede gennemsnitlige løbetid på US Treasuries. Federal Reserve betragter en del andre mål ud over RDE, når de skal vurdere tilstrækkeligheden af likviditeten ([link](#)).

FIGUR B

Fortsat tegn på en tilstrækkelig mængde af overskydende likviditet til rådighed for bankerne i USA



Anm.: Venstre panel: bankreserver som andel af bankernes samlede aktiver i procent. Seneste datapunkt er for januar 2025. Højre panel: Federal Reserve Bank of New York's mål for elasticiteten af efterspørgslen efter bankreserver, Reserve Demand Elasticity, RDE. Se G. Afonso, D. Giannone, G. La Spada and J.C. Williams, *Scarce, Abundant, or Ample? A Time-Varying Model of the Reserve Demand Curve*, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, no. 1019, april 2024. I papiret vurderes det, at overgangen fra tilstrækkelige bankreserver til knappe reserver forekommer, når bankreserverne som andel af samlede bankaktiver udgør mellem 8 og 10 pct. (hvidt område i venstre panel), og når RDE bliver tilstrækkelig negativ. Seneste datapunkt for RDE er januar 2025.

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

Mål for inflationsforventninger peger på inflation tæt på 2 pct. i euroområdet og inflation over målsætningen i USA det kommende år

Indikatorer peger på, at inflationen i euroområdet i 2025 vil ligge tæt på ECB's inflationsmålsætning på 2 pct., herunder bl.a. spørgeskemabaserede inflationsforventninger for hhv. professionelle prognosemagere ("SPF"), analytikere ("SMA") og husholdninger ("CES") samt markedsbaserede indikatorer for inflationsforventninger, jf. figur 2.

For USA forventes inflationen over det kommende år at ligge over Federal Reserves målsætning på 2 pct. Således forventede de professionelle prognosemagere i februar 2025, at inflationen² ved udgangen af 2025 vil være 2,8 pct.³, mens markedsdeltagerne forventer, at inflationen vil være 2,9 pct. over

² CPI (Consumer Price Index)-inflationen.

³ De professionelle prognosemageres forventninger er fra Philadelphia Federal Reserve Banks Survey of Professional Forecasters ([link](#)).

det kommende år. De amerikanske husholdninger forventer ifølge spørgeskemaundersøgelser, at inflationen vil være mellem 3,1 og 4,3 pct.^{4,5}

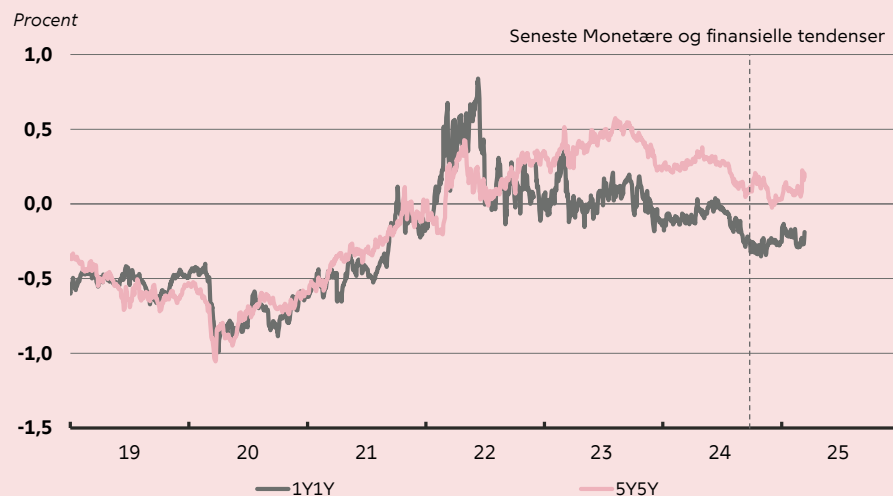
Inflationsrisici for euroområdet er mere balancerede sammenlignet med efteråret 2024

ECB vurderer nu, at risici til inflationen i euroområdet er balancerede, modsat efteråret 2024, hvor opadgående risici ansås som værende størst. Samtidig vurderer ECB, at de store inflationsstød over de seneste par år ikke længere påvirker inflationen i euroområdet nævneværdigt.

En modelbaseret dekomponering af markedsbaserede inflationskompensationer⁶ peger på, at inflationsrisikopræmien er negativ over de kommende to år, og at de kortsigtede inflationsrisikopræmier er faldet i løbet af 2024, om end de fortsat ligger på et højere niveau end i perioden forud for covid-19-pandemien, jf. figur 3. Det indikerer, at markedsdeltagerne anser risiciene for inflationen i euroområdet på kort sigt som værende nedadrettede. De langsigtede inflationsrisikopræmier er samlet set steget siden september, og stigningen i løbet af marts har været drevet af udmeldingerne om finanspolitiske lempelser i Europa med henblik på bl.a. at øge forsvarsudgifterne.

FIGUR 3

Kortsigtede inflationsrisikopræmier er faldet i løbet af 2024, men ligger fortsat over niveauet forud for covid-19-udbruddet



Anm.: Inflationsrisikopræmie for inflation i euroområdet. Inflationsrisikopræmien er et gennemsnit af Danmarks Nationalbanks to rentestrukturmodeller (Arbitrage-fri Nelson Siegel og Joshlin, Singleton & Zhu (2011)). XyZy angiver den Z-årige inflation om X år. Seneste datapunkt er fra d. 12. marts 2025.

Kilde: LSEG Workspace og Danmarks Nationalbank.

⁴ Baseret på besvarelser af spørgeskemaundersøgelser foretaget af hhv. Federal Reserve Bank of New York ([link](#)) og University of Michigan ([link](#)).

⁵ Af december-prognosen fra FOMC fremgik det, at den amerikanske centralbank forventer, at centralbankens fortrukne inflationsmål, PCE-inflationen (Personal Consumption Expenditures), vil være 2,5 pct. i 2025 ([link](#)). De professionelle prognosemagere forventede i februar 2025 til sammenligning en PCE-inflation på 2,4 pct. ved udgangen af 2025.

⁶ Inflationskompensationer kan opdeles i markedsdeltagernes forventning til fremtidig inflation samt en inflationsrisikopræmie, som angiver den kompensation, som investorer kræver for at påtage sig den risiko, der er forbundet med niveauet for den fremtidige inflation.

En lignende dekomponering for USA peger på, at inflationsrisikopræmierne er steget siden september. Federal Reserve opjusterede i december sin inflationsprognose og anså risiciene for inflationen som værende opadrettede, bl.a. på baggrund af en generelt stærk makroøkonomisk udvikling⁷ samt mulige effekter af handelsrestriktioner.⁸

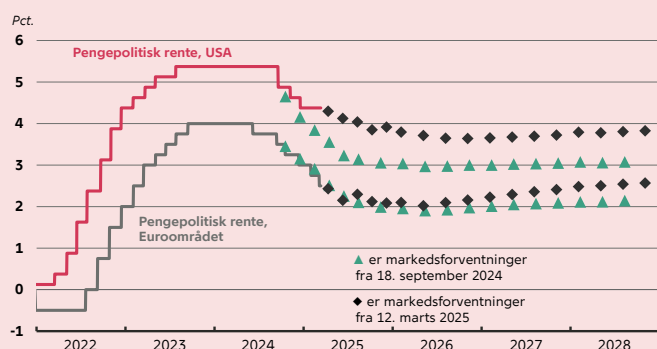
Markedet har nedjusteret forventningen til antallet af rentenedsættelser fra Federal Reserve betydeligt og en smule fra ECB

Siden september har markedsdeltagerne nedjusteret forventningerne til antallet af rentenedsættelser fra Federal Reserve betydeligt og forventer nu yderligere rentenedsættelser på samlet 0,5 procentpoint i løbet af 2025 mod en forventning om rentenedsættelser på 1,3 procentpoint i september, jf. figur 4.⁹

Markedsdeltagernes forventninger til antallet af rentenedsættelser fra ECB er ligeledes faldet siden september, om end i mindre grad end for Federal Reserve, jf. figur 4. Forventningerne til ECB's renter steg bl.a. oven på forslaget om at lempe de finanspolitiske regler i Tyskland, jf. senere. Markedsdeltagerne forventer, at ECB vil nedsætte de pengepolitiske renter med yderligere 0,4 procentpoint i løbet af 2025.

FIGUR 4

Markedsdeltagerne forventer færre rentenedsættelser fra Federal Reserve og ECB sammenlignet med september

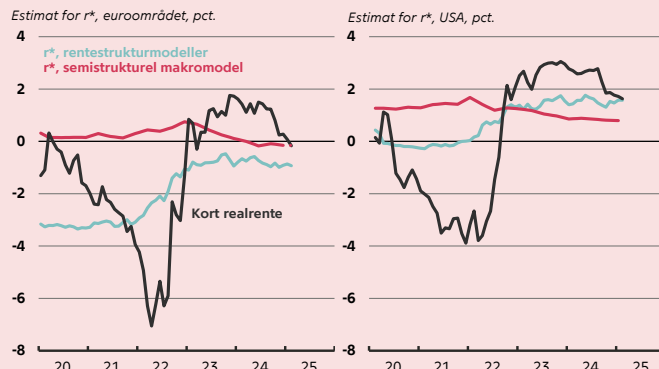


Anm.: Figuren viser renten på ECB's indlånsfacilitet (grå linje), midtpunktet for Federal Reserves federal funds målinterval (rød linje), de aktuelt forventede rentebaner (sorte diamanter) samt de forventede rentebaner ved udgivelsen af den seneste Monetære og finansielle tendenser d. 18. september 2024 (grønne trekanten). De forventede baner for de pengepolitiske renter er baseret på €STR-swaps og SOFR-swaps. Den aktuelle rentebane er fra d. 12. marts 2025.

Kilde: LSEG Workspace og Danmarks Nationalbank.

FIGUR 5

Pengepolitikken er kommet tættere på et neutralt niveau i euroområdet og i USA over det seneste halve år



Anm.: Figuren viser en 1-årig forventet realrente og estimerede naturlige realrenter for hhv. euroområdet og USA, betegnet r^* . De 1-årige realrenter er udregnet som renten på en 1-årig overnight-indexed swap fratrullet renten på en 1-årig inflationsswap. Figuren indeholder to sæt naturlige realrenter baseret på hhv. rentestrukturmodeller og en semistruktur makromodel. r^* -estimerne fra rentestrukturmodellerne er baseret på hhv. en tysk og en amerikansk statsrente, der starter om 5 år og udløber om 10 år. Renten korrigeres for en estimeret løbetidspræmie, der er beregnet som gennemsnittet af to forskellige rentestrukturmodeller, og fratrækkes ECB's og Federal Reserves inflationsmålsætninger på 2 pct. Observationer for den korte realrente og rentestrukturmodellerne er ultimo måneden, og den semistruktur makromodel er kvartalsvis. De stiplede røde linjer er en flad fremskrivning fra seneste estimat. Seneste observation er hhv. februar 2025 (rentestrukturmodel og kort realrente) og december 2024 (semistruktur model).

Kilde: LSEG Workspace, San Francisco Federal Reserve, New York Federal Reserve Bank og Danmarks Nationalbank.

⁷ Økonomisk vækst i USA er i perioden fortsat med at overgå euroområdet, og amerikanske nøgletal overraskede indtil februar positivt, hvorefter der har været en række nøgletal, som har overrasket negativt (baseret på udviklingen i Citi Economic Surprise Index for USA).

⁸ Se referat fra det pengepolitiske møde i december ([link](#)).

⁹ Ved det seneste FOMC-møde i januar blev de pengepolitiske renter holdt uændret, og centralbanken signalerede, at inflationen skal falde yderligere, og at arbejdsmarkedet skal blive mindre stramt, før yderligere rentenedsættelser vil blive taget i betragtning.

Pengepolitikken er blevet mindre restriktiv siden september

I takt med at de pengepolitiske renter i euroområdet og i USA er blevet reduceret, er pengepolitikken og de samlede finansielle forhold blevet mindre restriktive for økonomisk aktivitet og inflation, særligt i euroområdet.¹⁰ Pengepolitikken er således kommet tættere på et neutralt niveau.^{11,12}

Vurderingen af det pengepolitiske standpunkt hviler på en række indikatorer. Én af indikatorerne er niveauet for realrenten sammenlignet med estimer for ligevægtsrealrenten (også kaldet den naturlige realrente og r^*). De korte markedsbaserede realrenter i euroområdet og i USA er faldet og har nærmet sig de estimerede ligevægtsrealrenter¹³, om end de fortsat ligger over, jf. figur 5.¹⁴ Dette indikerer, at pengepolitikken har bevæget sig tættere på et neutralt territorie siden efteråret. Estimerne for ligevægtsrealrenten er dog behæftet med væsentlig usikkerhed.

Tidligere pengepolitiske stramninger påvirker fortsat finansieringsforholdene i euroområdet. Selvom finansieringsomkostningerne for husholdningerne og virksomhederne i euroområdet er faldet yderligere som følge af ECB's pengepolitiske rentenedsættelser siden september, så er de fortsat på et højt niveau i en historisk kontekst. Samtidig er den samlede opstramning af bankernes kreditstandards siden begyndelsen af rentestigningerne i 2022 fortsat væsentlig. Omvendt er låntagningen blandt virksomheder og husholdninger i euroområdet begyndt at stige, selvom låntagningen overordnet set fortsat forbliver afdæmpet.¹⁵

Betydelig stigning i lange renter

På trods af de pengepolitiske rentenedsættelser er de risikofri renter steget siden september. Det er især de lange statsrenter, der er steget, hvilket i høj grad kan tilskrives øgede løbetidspræmier. De europæiske renter er steget betydeligt som følge af forslaget om en lempelse af gældsbremsen i Tyskland med henblik på bl.a. at øge investeringer i tysk forsvar og anden infrastruktur. Dertil kommer, at EU-kommissionen i samarbejde med EU-landene har fremlagt en plan for at opruste EU's forsvar med et betydeligt milliardbeløb.

Udsigt til højere offentlige udgifter i Europa medførte et væsentligt skifte i de risikofri renter

Siden september er den risikofri 10-årige rente i euroområdet, swaprenten, steget med 0,3 procentpoint. Det afspejler udelukkende en udvikling fra slutningen af februar, bl.a. efter valget i Tyskland, jf. figur 6. I denne periode udmeldte flere europæiske politikere et behov for øgede offentlige udgifter til forsvar på baggrund af den ændrede geopolitiske sikkerhedssituation efter valget i USA samt til investeringer i infrastruktur som opfølgning på anbefalingerne fra Draghi-rapporten i september. Forslaget fra d. 5. marts om en lempelse af gældsbremsen i Tyskland havde særlig stor effekt på de lange europæiske renter. Gældsbremsen sætter et loft over, hvor meget gæld den

¹⁰ Se pressekonference fra det seneste rentemøde i ECB d. 6. marts 2025 ([link](#)).

¹¹ Federal Reserve vurderer fortsat, at pengepolitikken og de samlede finansielle forhold er restriktive for den økonomiske aktivitet og inflationen i USA. Se pressekonference fra FOMC-mødet i januar ([link](#)).

¹² Se interview med Isabel Schnabel fra d. 14. februar 2025 ([link](#)).

¹³ Ligevægtsrealrenten er den realrente, der er forenelig med en stabil pris- og lønudvikling, når den faktiske økonomiske aktivitet er på sit strukturelle niveau. Hvis den korte realrente er højere (lavere) end ligevægtsrealrenten, er det en indikation på, at pengepolitikken er restriktiv (understøttende) for økonomisk aktivitet, se eksempelvis S.T. Hetland, R.B. Larsen, M.M. Ingholt og M. Spange, Realrenter i lyset af højere offentlig gæld, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 2, februar 2023.

¹⁴ En nyere analyse fra ECB peger på, at den naturlige realrente i euroområdet ligger mellem -0,25 og 0,25 pct. baseret på et bredere udvalg af modeller end de to modeller, som er vist i figur 5, og at estimerne har været stort set uændret siden slutningen af 2023 ([link](#)).

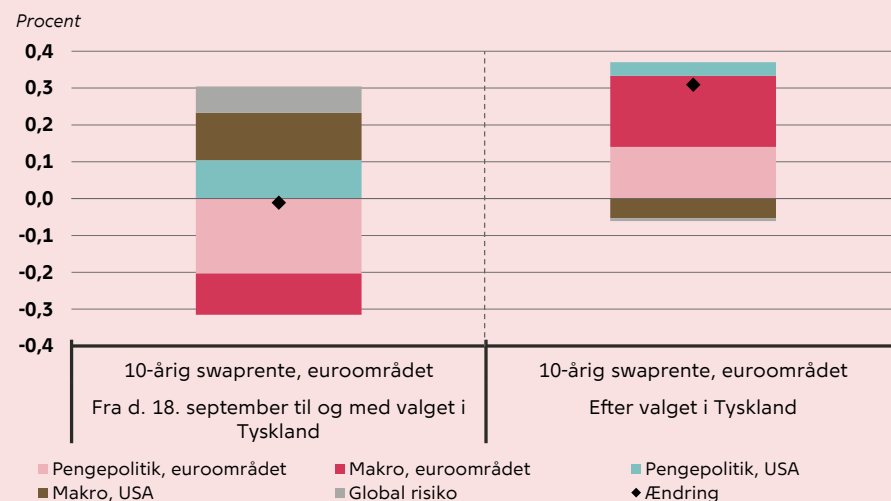
¹⁵ Se pressekonference fra det seneste rentemøde i ECB d. 6. marts 2025 ([link](#)).

tyske stat kan optage. Formålet med lempelsen er bl.a. at øge de tyske forsvarsudgifter og investere i tysk infrastruktur for at fremme tysk vækst. Dertil kommer, at EU-kommissionen i samarbejde med EU-landene har fremlagt en plan for oprustning af EU's forsvar med 800 mia. euro, til dels gennem optagelse af fælles EU-gæld og lempelser af EU's budgetregler.¹⁶ En modelbaseret dekomponering af swaprenten tilskriver således rentestigningen siden slutningen af februar til højere vækstforventninger i euroområdet samt højere forventninger til de pengepolitiske renter i euroområdet, jf. figur 6 (højre panel).

Det står i kontrast til perioden fra september til februar, hvor afdæmpet vækst i euroområdet og ECB's pengepolitiske lempelser generelt bidrog negativt til europæiske renter, jf. figur 6 (venstre panel). I den periode blev europæiske renter holdt oppe af afsmittende effekter fra stærk vækst i USA samt forventninger om færre rentenedsættelser fra Federal Reserve.

FIGUR 6

Øgede vækstforventninger bidrog til stigning i den risikofri 10-årige rente i euroområdet siden slutningen af februar



Anm.: Venstre panel: angiver ændringer siden 18. september 2024 og frem til og med det tyske valg d. 23. februar 2025. Højre panel: angiver ændringer siden det tyske valg og frem til og med d. 12. marts 2025. Dekomponeringen er 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 kan bruges til at dekomponere udviklingen i den 10-årige swaprente for euroområdet. Et positivt bidrag fra fx "pengepolitik, USA" betyder, at nyheder om pengepolitikken i USA samlet set har ført til forventninger blandt markedsdeltagerne om højere pengepolitiske renter fremadrettet.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Højere løbetidspræmie bidrog til den kraftige stigning i lange tyske statsrenter

Siden september er renten på den 10-årige statsobligation i Tyskland steget med 0,7 procentpoint, og den 2-årige statsobligationsrente har været uændret. Stigningen i den 10-årige tyske statsobligationsrente siden september har været drevet af en stigning i løbetidspræmien, jf. figur 7. Løbetidspræmien er den kompensation, som investorer kræver for at holde lange obligationer frem for korte. Stigningen i spændet mellem renterne på hhv. den 10-årige tyske

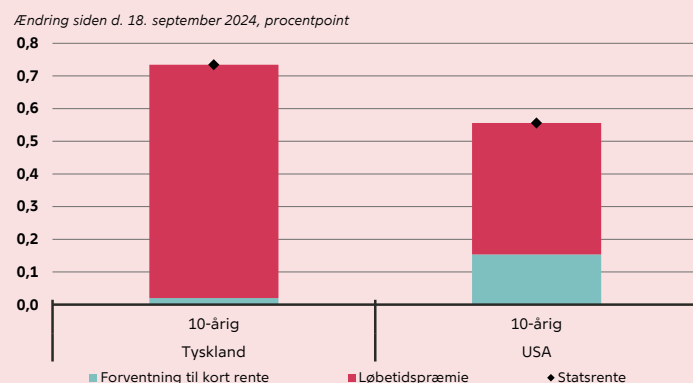
¹⁶ Se pressekommentar fra EU's kommissionsformand, Ursula von der Leyen, fra d. 4. marts 2025 ([link](#)).

statsobligation og en euro-renteswap med samme løbetid har betydet, at rentespændet gik fra negativt til positivt territorie i oktober, jf. figur 8.

I perioden fra september til slutningen af februar skal stigningen i løbetidspræmier og spænd til euro-renteswaps særligt ses i lyset af kombinationen af ECB's tilbagerulning af opkøbsprogrammerne¹⁷ og en øget udstedelse af tyske statsobligationer. Denne kombination har øget tilgængeligheden og udbuddet af tyske statsobligationer betragteligt, hvilket har mindsket deres knaphed og særstatus¹⁸ i penge- og obligationsmarkedet. I kølvandet på lempelsen af den tyske gældsbremse steg løbetidspræmier og spænd til euro-renteswaps yderligere, særligt på 10-årige tyske statsobligationer. Ud over at medføre højere forventninger til det fremtidige udbud af tyske statsobligationer, førte udmeldingen også til højere langsigtede inflationsrisikopræmier i euroområdet, jf. tidligere. Som følge af de tyske rentestigninger er spændet mellem de danske og tyske 10-årige statsobligationsrenter også faldet til et negativt niveau, jf. kapitel 2 om *Det danske penge- og valutamarked*.

FIGUR 7

Stigende løbetidspræmier har bidraget til at øge de lange statsrenter siden september

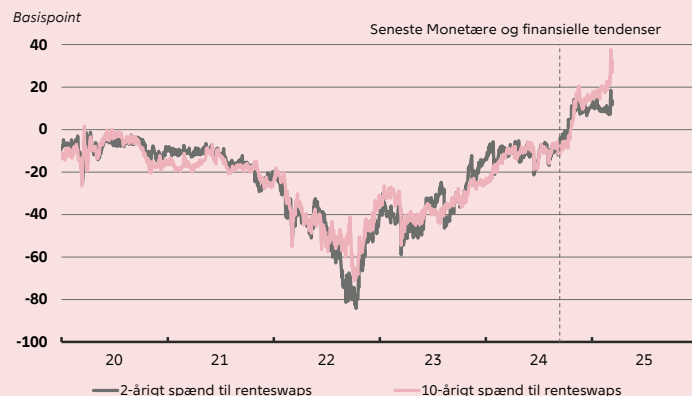


Anm.: Ændringen i 10-årige nulkupon-statsrenter dekomponeret i en renterisikopræmie (løbetidspræmien) og forventningen til den gennemsnitlige korte rente. Dekomponeringen er et gennemsnit af to dynamiske rentemodeller. Se J. Christensen, F.X. Diebold og G.D. Rudebusch, *The arbitrage-free class of Nelson-Siegel term structure models*, *Journal of Econometrics*, 164.1, s. 4-20, 2011, og T. Adrian, R.K. Crump og E. Moench, *Pricing the term structure with linear regressions*, *Journal of Financial Economics*, 110.1, pp. 110-138, 2013 (ACM). Seneste observation er d. 12. marts 2025 for Tyskland og d. 10. marts 2025 for USA.

Kilde: LSEG Workspace, San Francisco Federal Reserve Bank, New York Federal Reserve Bank og egne beregninger.

FIGUR 8

Tyske rentespænd til euro-swaprenter er indsnævret betydeligt og gik i oktober fra negativt til positivt territorie



Anm.: Rentespænd mellem hhv. 2- og 10-årig tysk statsobligation og ESTR-swap med samme løbetid. Seneste datapunkt er d. 12. marts 2025.

Kilde: LSEG Workspace og Danmarks Nationalbank.

Øgede løbetidspræmier har også bidraget betydeligt til stigningen i de amerikanske statsrenter

Renten på den 10-årige amerikanske statsobligation er steget med 0,6 procentpoint siden september, mens den 2-årige er steget med 0,4 procentpoint. Forventningen om færre rentenedsættelser fra Federal Reserve

¹⁷ ECB's kvantitative stramninger påvirkede også renten på statsobligationer i andre lande i euroområdet, jf. kapitlet om *Det danske penge- og valutamarked*.

¹⁸ Se Danmarks Nationalbank, *Renterne er sat ned, men pengepolitikken er fortsat stram*, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og Finansielle Tendenser)*, nr. 13, september 2024.

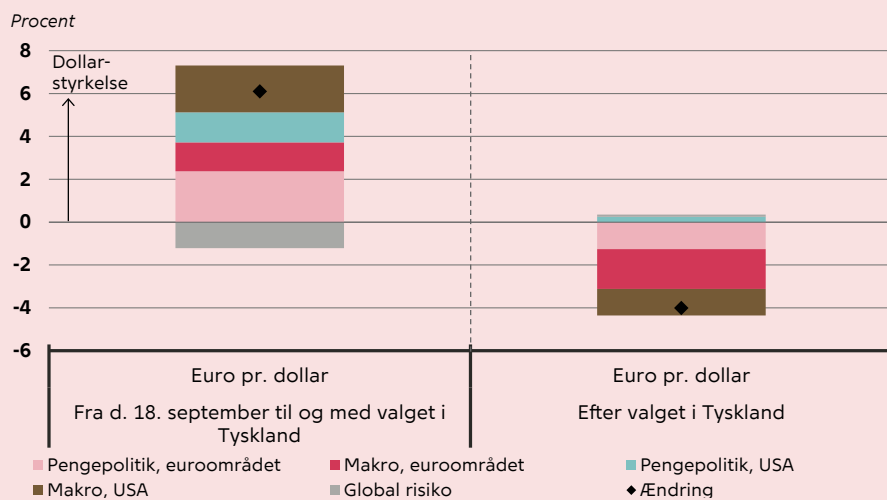
har bidraget til at øge de amerikanske statsrenter siden september. Rentestigningerne skyldes dog i høj grad også en stigning i løbetidspræmien. Stigningen har været en tendens de senere år, hvor Federal Reserve gradvist har tilbagerullet de kvantitative lempelser, jf. boks 1. I årene op til 2022 bidrog de kvantitative lempelser til at presse løbetidspræmien ned på et historisk lavt niveau. Stigningen i løbetidspræmien i USA siden september skal også ses i lyset af andre faktorer. Eksempelvis har de stærke makroøkonomiske nøgletal frem til midten af februar samt forventninger til den nye amerikanske administrations politiske tiltag bidraget til en stigning i inflationsrisikopræmien, jf. tidligere, hvilket øger risikoen for højere renter fremadrettet.

Dollarstyrkelse reverserede oven på udsigter til øgede offentlige investeringer i Europa

Perioden fra september og frem til slutningen af februar var præget af en kraftig styrkelse af dollaren over for euroen, jf. figur 9 (venstre panel). En modelbaseret dekomponering af udviklingen indikerer, at forskelle i forventninger til makroøkonomi og pengepolitik i USA og i euroområdet i denne periode bidrog hertil. En del af dollarstyrkelsen er efterfølgende reverseret, markeret ved udviklingen siden det tyske valg d. 23. februar i figur 9 (højre panel). I denne periode er dollaren blevet svækket med 4 pct. over for euroen. Udviklingen skal bl.a. ses i lyset af udsigterne til de betydelige finanspolitiske lempelser i Europa, som har bidraget til en kraftig stigning i de europæiske renter, jf. tidligere, samt lavere vækstforventninger i USA, jf. næste afsnit. Samlet set er dollaren blevet styrket med 2,1 pct. over for euroen siden september.

FIGUR 9

Dollaren er samlet set styrket over for euroen siden september



Anm.: Venstre panel: angiver ændringer siden 18. september 2024 og frem til og med det tyske valg d. 23. februar 2025. Højre panel: angiver ændringer siden det tyske valg og frem til og med d. 12. marts 2025. Dekomponeringen er 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 kan bruges til at dekomponere udviklingen i den amerikanske dollar over for euroen.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Importtold, som er et centralt element i den nye amerikanske administrations politik, vil typisk medføre en styrkelse af valutaen for den part, som pålægger tolden på kort sigt, men effekten afhænger bl.a. af, om der indføres et modsvar

fra andre lande.¹⁹ I tilfælde af, at efterspørgslen efter importerede varer falder efter indførslen af importtold, så kan det styrke dollaren på kort sigt som følge af en lavere efterspørgsel efter udenlandsk valuta relativt til amerikanske dollar.²⁰ Dertil kommer, at importtold kan styrke dollaren over for euroen, hvis det leder til forventninger om højere renter i USA. Importtold kan også styrke dollaren gennem "safe haven"-flows, hvis det fører til usikkerhed på de finansielle markeder. Global usikkerhed estimeres, isoleret set, til at have svækket dollaren siden september.

Stigende europæiske aktiekurser og betydelige udsving i amerikanske aktier

Det nuværende geopolitiske miljø er det mest uforudsigelige og volatile i flere årtier, og usikkerheden om bl.a. global handelspolitik er steget markant efter præsidentvalget i USA. Aktiekurserne i Europa er dog steget betydeligt i perioden, hvilket hovedsageligt dækker over stigende indtjeningsforventninger, som bl.a. skal ses i lyset af udmeldingerne om øgede offentlige udgifter til forsvar og anden infrastruktur. De amerikanske aktiekurser har omvendt været omtrent uændrede siden september, jf. figur 10. Udviklingen dækker over en stigning i perioden frem til midten af februar, som bl.a. var understøttet af faldende risikopræmier på trods af den øgede geo- og handelspolitiske usikkerhed. Stigningen er siden midten af februar reverseret, bl.a. som følge af en række forværrede økonomiske nøgletal samt toldindførsel over for tætte samhandelspartnere.

Stigende aktiekurser i Europa og betydelige udsving i USA

Siden seneste Monetære og finansielle tendenser i september er det europæiske Euro Stoxx-indeks steget med 10,9 pct., mens det ledende amerikanske aktieindeks, S&P500, samlet set er steget marginalt med 0,3 pct. Udviklingen kommer på bagkant af en længere årrække, hvor stigninger i amerikanske aktiekurser har overgået de europæiske, særligt drevet af teknologiaktier i USA.

I Europa har stigningen i aktiekurserne siden september i høj grad været drevet af højere forventninger til indtjeningen blandt virksomheder, jf. figur 11. Det skal bl.a. ses i lyset af ændringerne i de europæiske vækstforventninger i kølvandet på de politiske udspil siden slutningen af februar, jf. tidligere. En lidt lavere risikopræmie, dvs. det merafkast, som investorer kræver i kompensation for at investere i en aktie frem for fx en statsobligation, har også bidraget positivt til aktiekursudviklingen i Europa.

Amerikanske aktiekurser steg også betydeligt fra september og frem til midten af februar. Kursstigningerne var primært drevet af fald i aktierisikopræmien, jf. figur 12. Faldet i aktierisikopræmierne i USA og i Europa fandt sted på trods af øget usikkerhed om geo- og handelspolitik, særligt efter det amerikanske valg i november. Historisk har effekten af stigende usikkerhed omkring amerikansk handelspolitik kun haft begrænset effekt på aktiekurserne i USA og i euroområdet og med en vis forsinkelse, jf. boks 2.

Siden midten af februar er de amerikanske aktiekurser faldet betydeligt, hvilket stort set har reverseret stigningen i perioden frem til midten af februar, jf. figur 10. Udviklingen dækker bl.a. over et fald i indtjeningsforventningerne for amerikanske virksomheder, jf. figur 11. Faldet kan ses i lyset af en række

¹⁹ Se blog af P. Bergin og G. Corsetti, "Monetary policy in response to tariff shocks", fra d. 27. november 2024 ([link](#)).

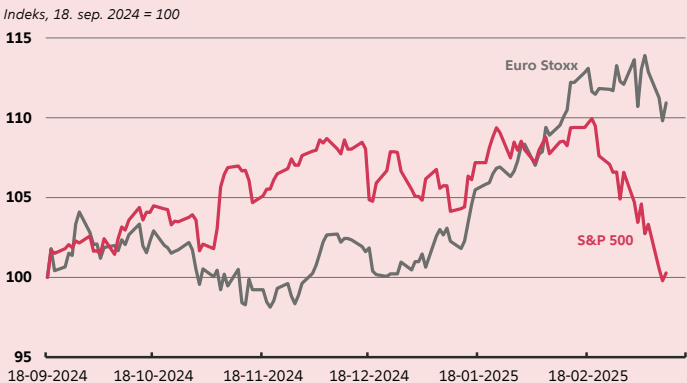
²⁰ Se blog fra The Budget Lab, "Tariffs, the Dollar, and the Fed" ([link](#)).

forværrede nøgletal for amerikansk økonomi, som dæmpede vækstforventningerne i USA, samt indførslen af toldsatser på varer fra en række samhandelspartnere, som blev besvaret med tilsvarende toldsatser på amerikanske varer. Dette har bl.a. også bidraget til en betydelig stigning i usikkerhedsmål for aktie- og obligationsmarkedet siden midten af februar.

Trods den seneste stigning i usikkerhedsmål og generel høj usikkerhed om geo- og handelspolitik, ligger aktierisikopræmier i både Europa og i USA stadig på et lavt niveau sammenlignet med de seneste 15 år, jf. figur 12. Det er særligt tilfældet i USA, hvor aktierisikopræmien i gennemsnit har ligget omtrent 3-4 procentpoint lavere end i Europa siden begyndelsen på det forrige årti. Kreditspænd i Europa og i USA ligger ligeledes fortsat på et lavt niveau i forhold til de historiske gennemsnit.

FIGUR 10

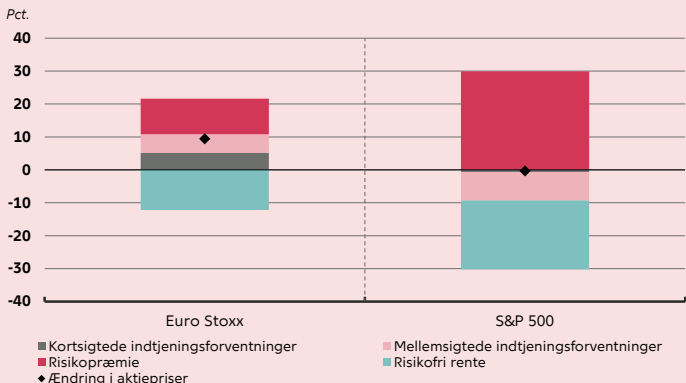
Amerikanske aktiekurser er faldet betydeligt siden midten af februar



Anm.: Figuren viser udviklingen i det ledende europæiske Euro Stoxx-indeks samt det ledende amerikanske S&P500-indeks siden d. 18. september 2024. Seneste datapunkt er for d. 12. marts 2025.
Kilde: LSEG Workspace og Danmarks Nationalbank.

FIGUR 11

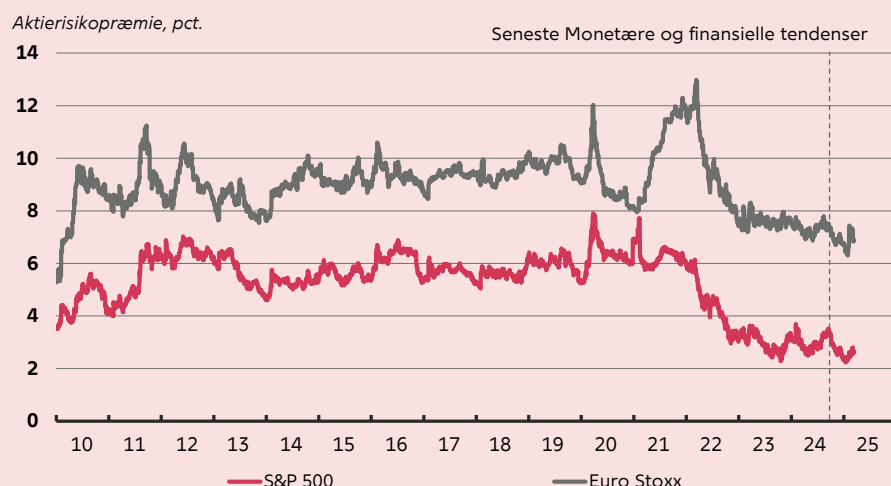
Højere indtjeningsforventninger har bidraget til stigningen i de europæiske aktiekurser siden september



Anm.: Figuren dekomponerer ændringen i de to aktieindeks i perioden fra d. 18. september 2024 til d. 12. marts 2025. Bidragene fra de enkelte faktorer summer til den sorte firkant, som viser det samlede afkast over perioden. Risikopræmien og den risikofri rente, her målt ved renten på den 10-årige statsobligation, afspejler den samlede diskonteringsrente, der bruges til at tilbagediskontere den fremtidige forventede indtjening. Aktierisiko- præmien og dekomponeringen er beregnet ud fra en 3-fases-dividende- diskonteringsmodel fra Fuller og Hsia, A Simplified Common Stock Valuation Model, *Financial Analysts Journal*, Vol. 40, No. 5, Sep.-Oct., 1984.
Kilde: LSEG Workspace og Danmarks Nationalbank.

FIGUR 12

Aktierisikopræmier i både USA og i Europa er faldet tilbage siden september



Anm.: Aktierisikopræmierne for USA og Europa er udregnet som angivet i anmærkningen til figur 11.

Kilde: LSEG Workspace og Danmarks Nationalbank.

BOKS 2

Usikkerhed om handelspolitik har historisk haft begrænset effekt på aktiekurser

I denne boks undersøges det, hvordan usikkerhed omkring amerikansk handelspolitik historisk har påvirket de ledende aktieindeks i USA og Europa. Som mål for usikkerhed omkring handelspolitik benyttes Trade Policy Uncertainty Index.¹ Indekset er et tekstbaseret indeks på baggrund af dækningen af den politiske debat om handelsbarrierer i syv store amerikanske aviser og er derfor en indikator for usikkerhed om ændringer i amerikansk handelspolitik. Således estimeres de gennemsnitlige effekter af ændringer i dette indeks på S&P 500- og Euro Stoxx 600-indeksene målt i amerikanske dollar på månedsdata fra januar 1990 til oktober 2024.²

Historisk har en stigning i usikkerheden omkring amerikansk handelspolitik generelt haft begrænset effekt på aktiekurser, jf. figur A. I USA ses en tendens til en meget lille stigning i aktiekurserne i samme måned, som usikkerheden opstår, og et svagt fald efter et halvt og et helt år. Effekterne er dog små og statistisk insignifikante. I Europa har det historisk haft en negativ effekt på aktiekurserne, når usikkerheden omkring amerikansk handelspolitik stiger. Effekten indtræder dog med en vis forsinkelse og bliver først statistisk signifikant efter et halvt år. Effekten af en stigning i handelsusikkerhed, svarende til den rekordstore stigning i usikkerhedsindekset efter det amerikanske præsidentvalg i 2024, er et aktiekursfald på 3,9 pct. efter 1 år i Europa.

Den begrænsede effekt af handelsusikkerhed på aktiekurser kan afspejle, at der kan være usikkerhed om, hvorvidt potentielle handelstiltag fra USA bliver indført, og om restriktioner vil have store effekter på virksomhedernes indtjening, fx som følge af ændringer i den makroøkonomiske udvikling. Usikkerheden omkring effekterne af potentielle handelsbarrierer på makroøkonomien skyldes bl.a., at de afhænger af flere faktorer, herunder potentielle ændringer i komplekse handelsmønstre.³ De forsinkede effekter tilsiger, at aktiekurserne påvirkes, når de økonomiske effekter bliver klarere. Generelt er makroøkonomiske effekter i scenarier med handelsbarrierer også lavere i USA end i euroområdet, og i USA er de makroøkonomiske effekter i mindre grad entydige på kort sigt, da de vil afhænge af, hvorvidt andre lande vil modsvare eventuelle handelsbarrierer fra USA.⁴

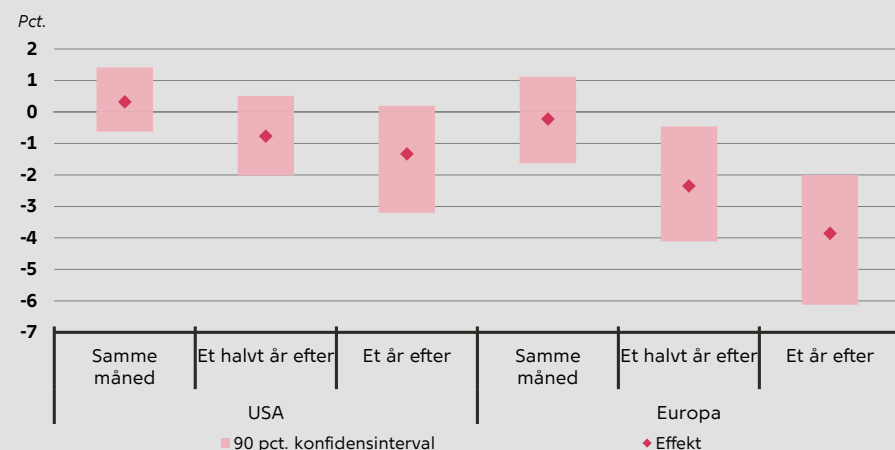
Fortsættes ...

... fortsat

Figur A

Usikkerhed om amerikansk handelspolitik har begrænset og forsinket effekt på aktiekurser

Effekt på aktiekurser efter en ændring i usikkerhed tilsvarende december 2024



Anm.: Impuls-responsfunktioner og konfidensbånd er estimeret med Smooth Local Projections-metoden, se R. Barnichon og C. Brownless, Impulse response estimation by smooth local projections, *Review of Economics and Statistics*, 101(3), pp. 522-530, 2019.

Kilde: LSEG Workspace, Haver Analytics, Macrobond og egne beregninger.

¹ Se D. Caldara, M. Iacoviello, P. Molligo, A. Prestipino og A. Raffo, The economic effects of trade policy uncertainty, *Journal of Monetary Economics*, 109, pp. 38-59, 2020.

² Der kontrolleres for effekten på aktieindeksene fra ændringer i 10-årige renter i hhv. USA og Tyskland, forbrugerpriser og industriproduktion på baggrund af data fra OECD, og der inkluderes et halvt års lags i estimationsmodellen. Resultaterne er robuste over for at ekskludere data fra covid-19-pandemien samt over for at inkludere både flere og færre lags i modellen.

³ Se boks 4 i Danmarks Nationalbank, Udsigter til lavere lønstigninger og stabil inflation trods usikre tider, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 9, 19. marts 2025.

⁴ Se også V.H. Branner, O.H. Bentsen, M.S. van Deurs og A.Y. Zhuang, Fragmentering af global handel kan udfordre dansk økonomi, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 16, oktober 2024.

02

Det danske penge- og valutamarked

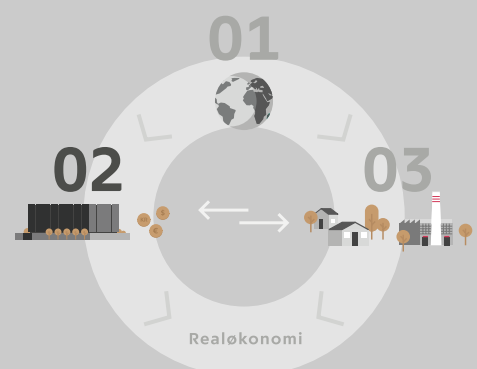
Siden den seneste Monetære og finansielle tendenser i september har kronens kurs over for euroen været meget tæt på centralkursen. Nationalbanken havde ved udgangen af februar ikke interventeret i valutamarkedet siden december 2022, hvilket er den længste periode uden intervention siden indførslen af fastkurspolitikken i 1982.

Nationalbanken har fulgt ECB's fire rentenedsættelser på 1 procentpoint samlet siden rentemødet i oktober. Rentenedsættelserne har haft fuldt gennemslag til dag til dag-renterne i det danske pengemarked. Mens spænd til korte eurorenter har været uændrede i perioden, er det danske 10-årige rentespænd til Tyskland faldet og blevet negativt for første gang siden 2020. Faldet i det lange statsrentespænd har bl.a. været drevet af en mindre knaphed af tyske statsobligationer som følge af tilbagerulningen af ECB's opkøbsprogrammer.

Danske ikke-finansielle selskaber har stået for størstedelen af kronekøbet gennem perioden. Kronekøbet fra sektoren hænger bl.a. sammen med, at deres nettoeksport af varer har været høj, hvilket også har bidraget til et rekordhøjt niveau for betalingsbalancens løbende poster. Virksomhederne har dog samtidig været involveret i danmarkshistoriens største virksomhedsopkøb i udlandet siden september, hvilket har givet dem behov for mere valuta, end de plejer. Den danske pensionssektor har ligeledes købt kroner. Sektoren forvalter en stor del af danskernes beholdning af udenlandske aktiver og har især købt kroner for at øge valutaafdækningen, da aktiverne er steget i værdi. I perioden har udenlandske markedsdeltagere stået for en betydelig del af kronosalget.

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 seneste pengepolitiske lempelse (01) er slået igennem til det danske pengemarked. Gennemslaget til pengemarkedet er afgørende for transmissionen videre i økonomien, som analyseres i afsnit (03). Pga. 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.



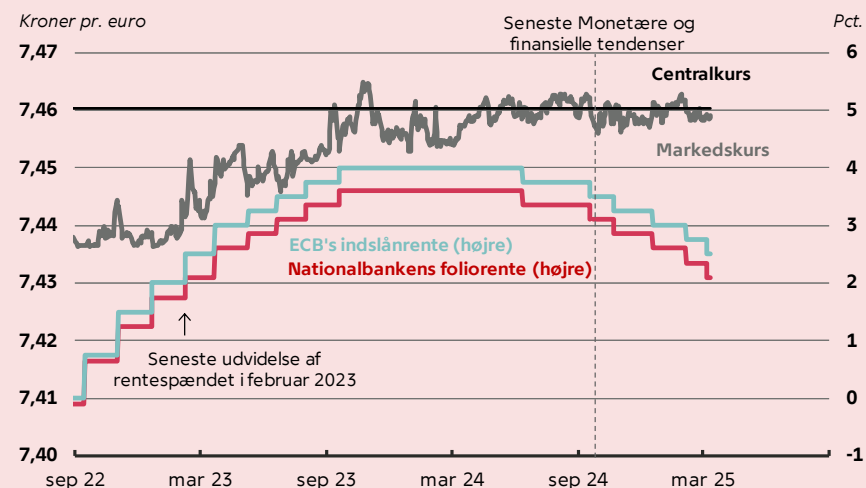
Pengepolitiske lempelser har ledt til et fald i korte danske markedsrenter

Kronens kurs over for euroen har været stabil, og rentespændet til ECB uændret

Siden udgivelsen af den seneste Monetære og finansielle tendenser i september har kronekursen fortsat været stabil og handlet inden for et snævert interval tæt på centralkursen, jf. figur 13. Nationalbanken havde ved udgangen af februar ikke inter文neret i valutamarkedet siden december 2022, mens rentespændet er blevet fastholdt på -40 basispoint.

FIGUR 13

Kronens kurs over for euro har ligget stabilt omkring centralkursen



Anm.: Kronens kurs over for euro. De officielle udsvingsbånd for kursen er 7,62824 og 7,29252 kroner pr. euro, jf. ERM2-aftalen. Seneste observation er 12. marts 2025.

Kilde: LSEG Workspace og Danmarks Nationalbank.

Rentenedsættelser har slået fuldt igennem til korte danske markedsrenter

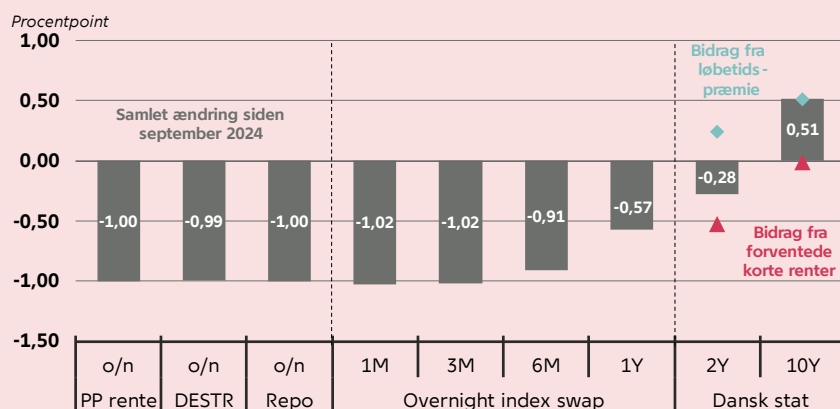
Nationalbanken fulgte ECB's rentenedsættelser ved de fire rentemøder siden oktober og har samlet sat de pengepolitiske renter ned med 1 procentpoint. Nationalbankens styringsrente, foliorenten, har efterfølgende været 2,1 pct., jf. figur 13. Rentenedsættelserne har slået fuldt igennem til de helt korte danske pengemarkedsrenter, jf. figur 14. Dag til dag-referencerenten på usikrede indlån (DESTR) og renter på sikrede lån (repo-renter) var ved redaktionens afslutning derfor faldet omtrent én til én med foliorenten. Korte risikofrie renter (swaprenter) er ligeledes faldet i perioden, da markedsdeltagernes forventninger til rentenedsættelser har materialiseret sig, og de samtidig forventer flere rentenedsættelser over det næste år.

Pengepolitikken har trukket korte statsrenter mere ned end lange statsrenter

De lavere risikofrie renter har også trukket ned i danske statsrenter med kortere løbetider, fx 2-årige statsrenter, jf. den modelbaserede dekomponering i figur 14 (højre panel). Omvendt er de 10-årige statsrenter steget en anelse siden september som følge af en højere løbetidspræmie ligesom i USA og i euroområdet, jf. kapitlet om *Global finansiell markedsudvikling*.

FIGUR 14

Rentenedsættelser har slået igennem til kortere danske markedsrenter



Anm.: Ændring i rentesatser fra d. 18. september 2024 til d. 12. marts 2025. PP rente angiver Nationalbankens foliorente. Overnight (o/n) refererer til dag til dag-renter. I en Overnight Index Swap i kroner byttes en fast rente mod DEST over en given periode. Dekomponeringen af udviklingen i statsrenterne er baseret på et gennemsnit af to rentestrukturmodeller på samme vis som forklaret i anmærkningen til figur 7 i kapitlet *Global finansiell markedsudvikling*.

Kilde: LSEG Workspace, Macrobond, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

Uændrede korte rentespænd til euroområdet men med udsving undervejs

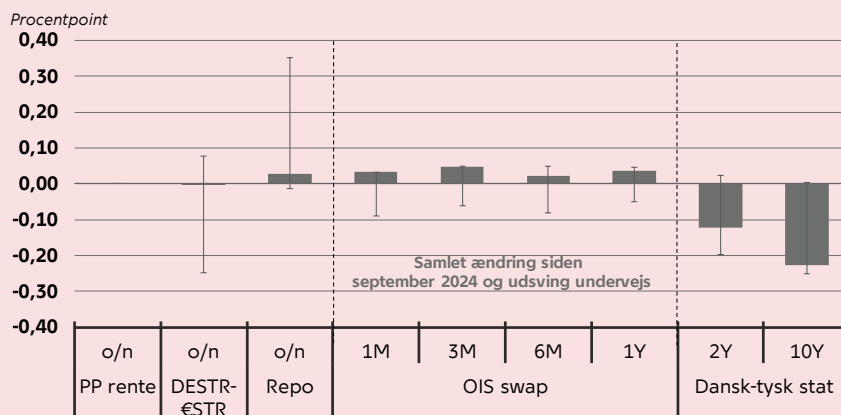
Renter med op til 1 års løbetid har udviklet sig nogenlunde ens i Danmark og euroområdet, hvorfor de pågældende rentespænd ved redaktionens afslutning var omtrent uændrede sammenlignet med i september, jf. figur 15. I december var der dog enkelte dage, hvor dag til dag-DEST-€STR-spændet lå på et lavere niveau. Det var drevet af et fald i DEST-renten som følge af et større placeringsbehov end normalt fra nogle af markedsaktørerne. Omvendt steg repo-spændet pga. højere danske repo-renter ved begge kvartalsafslutninger, hvilket bl.a. skal ses i lyset af, at bankerne tilpasser deres balancer i forbindelse med regnskabsaflæggelse og beregninger af regulatoriske nøgletal.²¹ Omsætningen var på disse dage betydelige lavere end normalt på det danske repo-marked. De midlertidige udsving i de korte rentespænd havde ingen effekt på kronemarkedet.

I ugerne op til redaktionens afslutning d. 12. marts steg valutaterminsspændet mellem kroner og euro fra ellers at ligge tæt på det pengepolitiske rentespænd på -40 basispoint. Stigningen i valutaterminsspændet kan bl.a. hænge sammen med, at der er udsigt til en lavere nettostilling efter virksomhedernes betalinger af skat mv. i marts.

²¹ Se fx boks 5 i Danmarks Nationalbank, Stigende inflation og russisk invasion har øget volatiliteten, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 4, marts 2022.

FIGUR 15

Rentespænd til euroområdet er uændrede ud til 1-års-punktet ift. i september



Anm.: Ændring i rentesatser fra d. 18. september 2024 til d. 12. marts 2025. Linjerne angiver de maksimale udsving i rentespændene i perioden. PP rente angiver spændet mellem Nationalbankens foliorente og ECB's indlånsrente. Overnight (o/n) refererer til spænd på DKK- og EUR-dag til dag-renter. Der ses bort fra forskelle i, hvornår renteændringer træder i kraft.
Kilde: LSEG Workspace, Macrobond, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

10-årigt statsspænd til Tyskland er negativt

Både det 2- og 10-årige danske statsspænd til Tyskland er faldet, jf. figur 15. Det 10-årige rentespænd begyndte at falde vedvarende fra august 2024 og er siden faldet med 26 basispoint. Dermed er det 10-årige spænd negativt for første gang siden januar 2020 og var på ca. -29 basispoint, da det var størst omkring årsskiftet.

Spændet til Tyskland for andre højtratede lande som Holland, Finland og Østrig (benævnt EA* i det efterfølgende) er ligeledes faldet i perioden med i gennemsnit 19 basispoint, jf. figur 16. Det betyder, at en stor del (19 af 26 basispoint) af det samlede fald i det dansk-tyske rentespænd kan tilskrives en særlig udvikling i tyske renter, som bl.a. kan være drevet af en mindre knaphed af tyske obligationer. Derudover er tyske renter efter d. 5. marts steget mere end andre europæiske statsrenter på baggrund af udsigten til, at en lempelse af gældsbremsen kan medføre betydeligt højere statsgældsudstedelser i Tyskland, jf. kapitlet *Global finansiell markedsudvikling*.

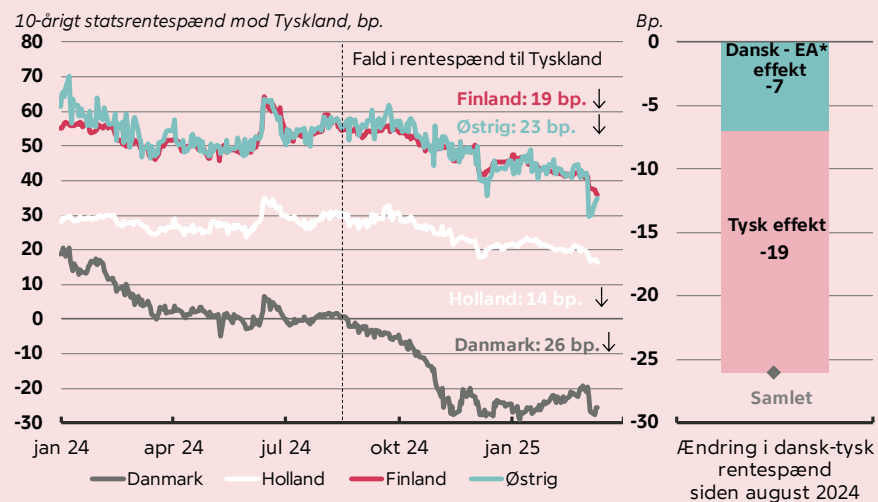
De resterende 7 basispoint af spændindsnævringen dækker over, at danske statsrenter er faldet relativt til en bredere kurv af lange statsrenter i euroområdet (EA*). Faldet skyldes flere faktorer, herunder særligt tilbagerulningen af ECB's opkøbsprogrammer. Tilbagerulningen vurderes at have øget renterne på euroobligationer mere, end hvad afsmittende effekter har givet anledning til på danske statsobligationsrenter.²² Derudover fortsætter Danmark med at have en stærk makroøkonomisk position med sunde offentlige finanser, en faldende nettogæld og udsigt til et lavt udstedelsesbehov.²³

²² Afsmittende, men dog mere afdæmpede effekter på danske obligationer, skal ses i lyset af investorers præferencer for bestemte obligationer og home bias, jf. S.L. Autrup og J.R. Jensen, QE in a quasi-preferred habitat: The case of the Danish pension sector and the ECB asset purchase programme, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 167, januar 2021.

²³ Se Danmarks Nationalbank, Statens låntagning og gæld 2024, *Danmarks Nationalbank Rapport*, nr. 1, februar 2025.

FIGUR 16

Det 10-årige statsspænd til Tyskland er blevet negativt



Anm.: Beregnede 10-årige nulkuponrenter. De angivne fald i statsrenter måles fra tidspunktet, hvor de begyndte et vedvarende fald. Perioden med fald er d. 21. august 2024 til d. 12. marts 2025.

"EA*" står for gennemsnittet af Finland, Østrig og Holland. Figuren til højre måler en "Tysk effekt" som udviklingen i spændet mellem EA* og Tyskland, mens "Dansk - EA*-effekt" måles som udviklingen i spændet mellem EA* og Danmark.

Kilde: LSEG Workspace og egne beregninger.

Betalingsbalanceoverskud og opkøb af virksomheder har præget kronemarkedet

Længste periode uden intervention i fastkurspolitikens levetid

Kronekursen har fortsat med at være stabil. Således havde Nationalbanken ved udgangen af februar ikke intervenseret i valutamarkedet i 26 måneder, hvilket er den længste periode uden intervention siden indførslen af fastkurspolitikken i 1982, jf. figur 17. Tilsvarende er det en af de længste perioder med uændret rentespænd.

Interventionspausen er et udtryk for en høj grad af selvstabilisering på kronemarkedet. Selvstabiliseringen skyldes, at der er tillid til fastkurspolitikken og en forudsigelighed om Nationalbankens reaktionsfunktion til markedsudviklingen blandt markedsdeltagerne.

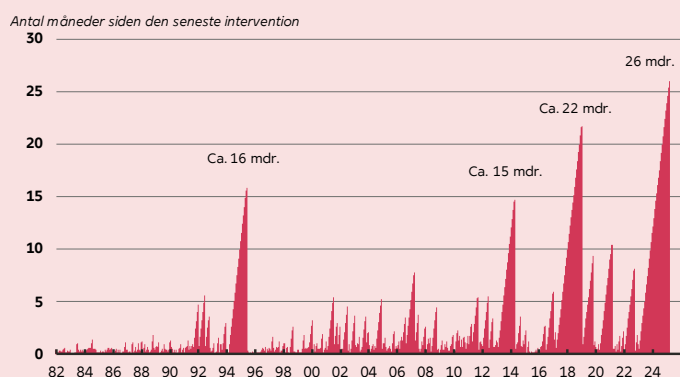
En væsentlig årsag til den lange periode uden intervention er, at der ikke har været abrupte ændringer i kroneefterspørgslen, som fx under finanskrisen, kronekrisen i 2015 og corona-krisen, jf. figur 18. Der har også været ro omkring kronen ved de seneste to årsskifter. Det står i kontrast til de foregående år, hvor der opstod en kortvarig efterspørgsel efter kroner fra udenlandske investorer, som nødvendiggjorde intervention.²⁴

²⁴ Læs mere om disse såkaldte årsskifteeffekter i boks 5 i Danmarks Nationalbank, Stigende inflation og russisk invasion har øget volatiliteten, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 4, marts 2022.

Den lange interventionspause afspejler også, at det negative pengepolitiske rentespænd til ECB på -40 basispoint er blevet transmitteret effektivt og stabilt til kronemarkedet. Det negative rentespænd modvirker kapitalindstrømningen til Danmark, som følger af det vedvarende overskud på betalingsbalancens løbende poster og Danmarks udlandsformue, jf. senere.

FIGUR 17

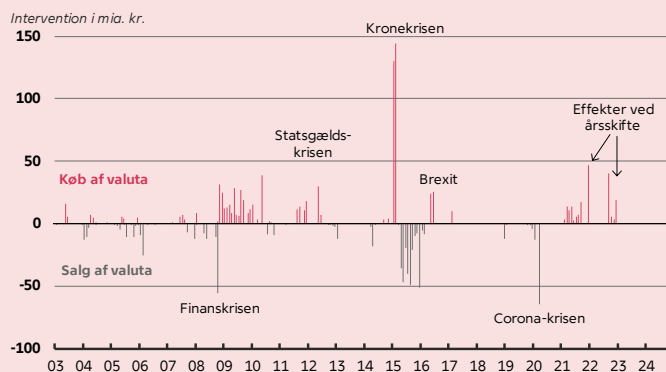
Rekordlang periode uden intervention



Anm.: På hvert tidspunkt tælles antal måneder siden seneste intervention.
Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

FIGUR 18

Seneste intervention skyldtes årsskifteeffekter



Anm.: Månedlige interventionstal.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Danske ikke-finansielle selskaber har været de største købere af kroner, og danske holdingselskaber og udenlandske markedsdeltagere de største sælgere

Siden september har de danske ikke-finansielle selskaber været de største nettokronekøbere gennem danske banker, jf. figur 19 (søjle til venstre). Den danske pensionssektor har ligeledes købt kroner, mens udenlandske markedsdeltagere²⁵ og øvrige danske markedsdeltagere har solgt kroner. Sektorernes handel med kroner de seneste seks måneder har i store træk fulgt det samme mønster som over de seneste år. Salget fra de øvrige danske markedsdeltagere var dog større end i tidligere perioder og kom især fra danske holdingselskaber, der har været involveret i virksomhedshandler i udenlandsk valuta. Det samme har danske ikke-finansielle selskaber, hvilket har dæmpet deres nettokronekøb sammenlignet med tidligere.

Sektorernes kronehandler følger et relativt fast mønster, som ikke kun skyldes Danmarks betalingsbalanceoverskud og nettoudlandsformue

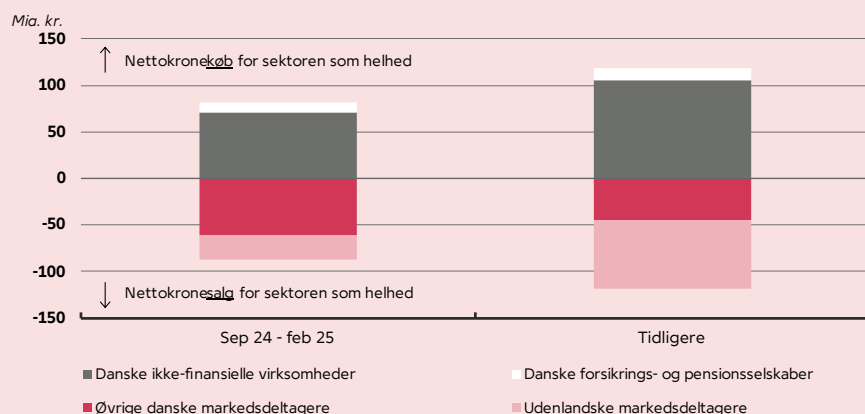
Handelsmønstrene med indenlandsk kronekøb og udenlandsk kronesalg har været forholdsvis stabile over en længere periode. For Danmarks vedkommende afspejler de observerede handelsmønstre til dels Danmarks tætte integration i verdensøkonomien, hvor Danmark i stor stil handler varer og tjenesteydelser med udlandet, og hvor danskere ejer udenlandske aktiver og vise versa. Dvs. selv i en situation, hvor Danmarks nettoeksport og nettoformue over for udlandet var nul, ville man forvente at have den samme sektorfordeling i statistikken.²⁶ Sektorernes kronehandel i denne tænkte situation er illustreret til venstre i figur 20, hvor der ses bort fra nettoeksport og nettoformue.

²⁵ De udenlandske markedsdeltageres kronehandler, som vises i figur 19, består af alle valutahandler med kroner, som danske banker foretager med en modpart registeret i udlandet. En del af modparterne er udenlandske banker, som både handler kroner på vegne af danske og udenlandske kunder.

²⁶ Sektorfordelingen i denne kontrafaktiske situation kan ikke belyses med data.

FIGUR 19

Ikke-finansielle selskaber står fortsat bag størstedelen af nettokronekøbet, men har købt færre kroner end i tidligere perioder



Anm.: Den samlede nettokronehandel i mia. kr. Nettokronekøbet er baseret på spot- og terminshandler, der foretages gennem danske banker, som indberetter til penge- og valutamarkedsstatistikken. Kategorien "Udenlandske markedsdeltagere" består primært af udenlandske banker og virksomheder. Kategorien "Øvrige danske markedsdeltagere" indeholder bl.a. danske investeringsforeninger, danske banker mv. Afvigelser mellem køb og salg skyldes afrunding. "Tidligere" dækker over den gennemsnitlige kronehandel summeret over en tilsvarende 6-måneders periode baseret på data for perioden januar 2023 til august 2024.

Kilde: LSEG Workspace og Danmarks Nationalbank.

Med balance mellem eksport og import ville danske ikke-finansielle virksomheder nemlig forventes at være købere af kroner, og udenlandske virksomheder sælgere af kroner. Det skyldes, at danske virksomheder køber kroner, når indkomst fra eksport i valuta hjemtages (dvs. veksles til kroner), jf. figur 20. Det afspejler, at danske virksomheders eksport som regel afregnes i valuta, og at de skal bruge kroner til at dække indenlandske driftsudgifter, skatte- og udbyttebetalinger.

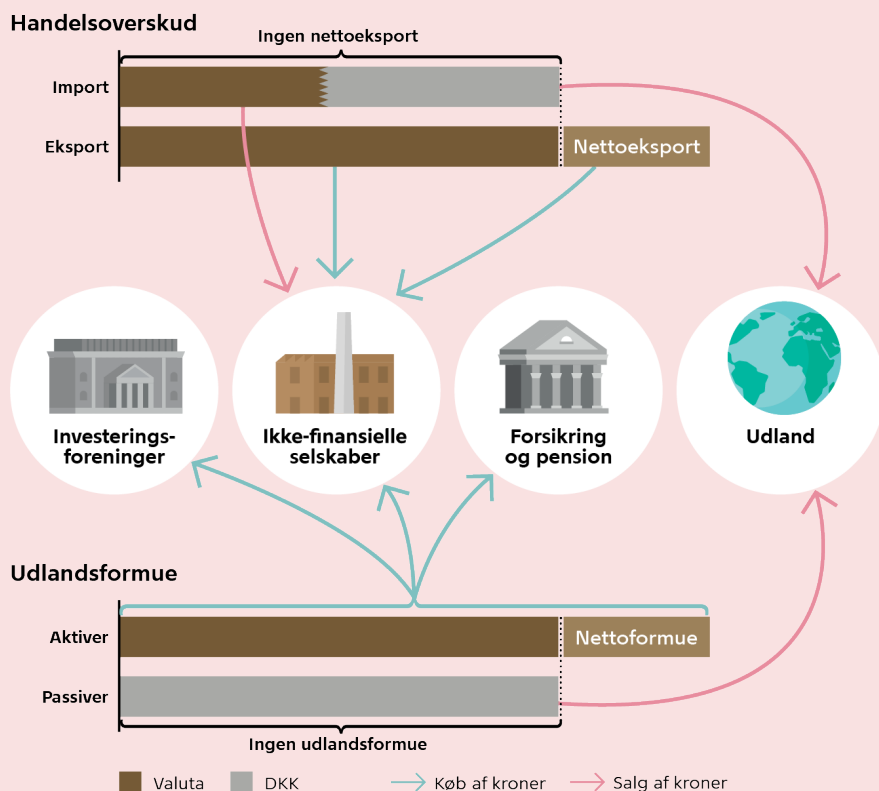
Danske virksomheder står for en mindre del af dansk import i forhold til eksport. Da importen giver anledning til et salg af kroner, opvejes danske virksomheders kronekøb fra eksporten kun delvist af deres import med afregning i valuta.²⁷ Udenlandske virksomheder står for den resterende del af dansk import, illustreret med den grå del af importen i figur 20. Det kan fx være udenlandske bilproducenter, der sælger biler til danskerne, og hvor bilhandlerne afregnes i kroner. Udenlandske virksomheder vil ultimativt hjemtage disse kroner til deres hjemmevaluta, hvilket er en af årsagerne til, at de udenlandske markedsdeltagere er kronesælgere.

I en finansielt integreret økonomi som Danmark vil danske beholdninger af aktiver i udlandet og udlandets aktiver i Danmark også bidrage til mønsteret med indenlandsk kronekøb og udenlandsk kronesalg. Det vil også være tilfældet, hvis nettoudlandsformuen er nul. Det skyldes, at danske resider vil hjemtage dele af den formueindkomst, som er genereret af deres udenlandske aktiver. Tilsvarende vil udlandet veksle dele af den indkomst, som de modtager fra deres danske aktiver.

²⁷ Se figur 20, hvor det mørkebrune felt under import er mindre end det mørkebrune felt under eksport.

FIGUR 20

Handelsmønstrene på kronemarkedet afspejler, at Danmark er en lille åben økonomi og derudover har handelsoverskud og udlandsformue



Anm.: Stileret illustration. Den præcise fordeling af, hvilken valuta den danske import afregnes i, kendes ikke. Der ses i illustrationen bort fra, at der også kan være andre danske aktører, som importerer direkte fra udlandet, da deres andel vurderes at være begrænset.

Kilde: Egen produktion.

Den indenlandske kroneefterspørgsel forstærkes derudover af overskuddet på betalingsbalancen og den store udlandsformue

Danmarks vedvarende betalingsbalanceoverskud²⁸ og den positive nettoformue over for udlandet forstærker den indenlandske kroneefterspørgsel sammenlignet med den førnævnte situation med en neutral betalingsbalance og nettoudlandsformue på nul, jf. boks 3.

I ligevægten i kronemarkedet er markedsdeltagernes samlede udbud og efterspørgsel efter kroner lig hinanden. Hvis der er en overskudsefterspørgsel efter kroner, sikrer Nationalbanken ligevægten ved at have et negativt rentespænd til ECB, hvilket tilskynder både indenlandske og udenlandske markedsdeltagere til at sælge kroner.

²⁸ "Betalingsbalanceoverskud" er en forkortelse for "overskud på betalingsbalancens løbende poster".

BOKS 3

Betalingsbalanceoverskud og udlandsformue øger den indenlandske kroneefterspørgsel

For at forstå og overvåge udviklingen i kronemarkedet analyserer Nationalbanken markedsaktørernes adfærd og årsagerne bag. Til det formål anvendes bl.a. Nationalbankens penge- og valutamarkedsstatistik, FXMMSR, som er baseret på danske bankers indberetninger af deres handler med alle slags modparter. Datadækningen vurderes at give et retvisende billede af de væsentligste markedsaktørers adfærd på kronemarkedet, selv om data ikke indeholder de indenlandske aktørers handler uden om danske banker samt handlen mellem udenlandske aktører.

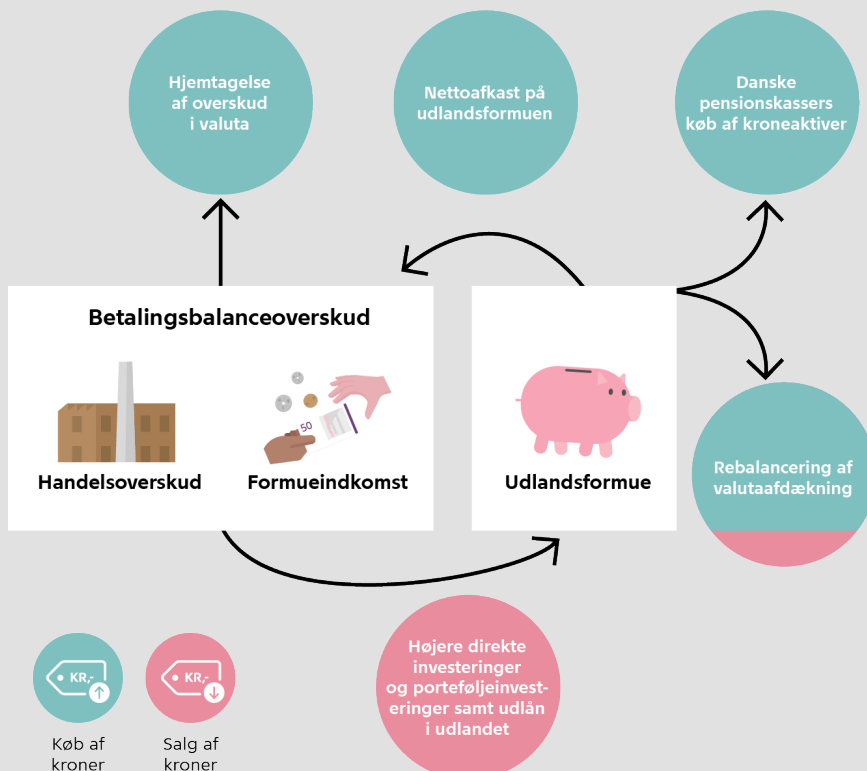
I de seneste år har fordelingen af sektorernes nettohandel i kronevalutamarkedet været forholdsvis stabil med køb af kroner fra danske ikke-finansielle selskaber og danske pensionsselskaber, mens udenlandske virksomheder og investorer har været de største nettosælgere, jf. figur 19. Den indenlandske kroneefterspørgsel følger af, at Danmark er en lille åben økonomi, jf. hovedteksten, og forstærkes af Danmarks betalingsbalanceoverskud og udlandsformue.

Overskuddet på betalingsbalancen øger nogle af de indenlandske markedsaktørers kroneefterspørgsel

Størstedelen af overskuddet på betalingsbalancens løbende poster kommer fra nettoeksport af varer og tjenesteydelser. Den positive nettoeksport leder til et større kronekøb fra danske ikke-finansielle selskaber end i tilfældet, hvor nettoeksporten var nul. Det skyldes, at der er mere overskud i udlandet, som skal hjemtages, jf. figur A. Deres kronekøb har dog i de seneste år været mindre end nettoeksporten, da overskuddet i valuta også kan gå til aktiviteter, der kræver udenlandsk valuta, fx investeringer og afbetaling af gæld i udlandet.

FIGUR A

Betalingsbalanceoverskud og udlandsformue øger indlandets kroneefterspørgsel gennem flere kanaler



Anm.: Stiliseret illustration af de væsentligste sammenhænge mellem betalingsbalance, udlandsformue og kronemarkedet. Der vises partielle drivkræfter og ikke det fulde økonomiske kredsløb. Der abstraheres fra afledte effekter af overskuddet på betalingsbalancen, fx at det kan afstedkomme en højere dansk import.

Kilde: Egen produktion.

Fortsættes ...

... fortsat

Den betydelige danske udlandsformue genererer løbende en nettoformueindkomst i form af fx udbytter og rentebetalinger, som indgår i overskuddet på betalingsbalancens løbende poster. De indenlandske markedsaktører, der modtager formueindkomsten i udenlandsk valuta, kan vælge at omveksle indkomsten til kroner for fx at honorere betalingsforpligtelser i danske kroner såsom pensionsudbetalinger eller udbyttebetalinger. I så fald vil den positive nettoformueindkomst også alt andet lige øge efterspørgslen efter kroner fra de indenlandske aktører i forhold til en situation, hvor nettoformueindkomsten for Danmark var nul.

Udlandsformuen øger alt andet lige kroneefterspørgslen, da danskere foretrækker kroneeksponeringer

Der er en tendens til, at danske resider og deres formueforvaltere har en præference for at have en relativ høj andel af deres formuer i kroneaktiver – en såkaldt "home-bias".¹ Præferencen efter kroneeksponeringer skyldes bl.a., at de indenlandske aktører primært har deres forpligtelser i kroner. På tilsvarende vis foretrækker udlændinge som regel eksponeringer i egen valuta. Præferencen kommer dels til udtryk ved, at en høj dansk formue medfører en høj efterspørgsel efter at investere i indenlandske aktiver. Derudover afdækker de danske pensionsselskaber, som forvalter meget af formuen², en stor del af deres udenlandske aktivers valutarisiko til kroner.³ Ved valutaafdækning køber de kroner i terminsmarkedet. Valutaafdækningen begrænser dermed kronosalget, når pensionsselskaberne køber udenlandske aktiver. Derudover har der i gennemsnit over de seneste mange år været positive værdiændringer på pensionssektorens udenlandske aktiver, hvilket giver et kronekøb, når de rebalancerer afdækningen til kroner.

Nationalbanken sikrer ligevægten i kronemarkedet ved brug af de pengepolitiske instrumenter

I en situation med overskudsefterspørgsel efter kroner sikres ligevægten i kronemarkedet gennem Nationalbankens negative pengepolitiske rentespænd til ECB. Rentspændet kan ses som prisen på at holde kroner i forhold til euro. Det dæmper dermed den faktiske efterspørgsel efter kroner fra nogle af de indenlandske aktører og giver yderligere udenlandske markedsdeltagere tilskyndelse til at sælge flere kroner.⁴ Dette afspejler bl.a., at det negative spænd tilskynder til en lavere valutaafdækning til kroner af indlandets udenlandske investeringer og tilsvarende en højere afdækning af udlandets kroneeksponeringer til valuta.

¹ "Home bias" afspejler, at indenlandske aktiver udgør en større andel af porteføljerne end deres andel af verdensmarkedet. Se S.L. Autrup og J.R. Jensen, QE in a quasi-preferred habitat: The case of the Danish pension sector and the ECB asset purchase programme, *Danmarks Nationalbanken Working Paper*, nr. 167, januar 2021.

² En del af udlandsformuen forvaltes også af danske investeringsforeninger, dog i mange tilfælde på vegne af pensionsselskaber.

³ Se B.M. Jensen, A.M. Grønlund og S.M. Steffensen, Currency hedging and the Danish pension sector, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 2, maj 2024.

⁴ Se S.L. Autrup, P.L. Kramp, E.H. Pedersen og M. Spange, Betalingsbalance, udlandsformue og valutareserve, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2015.

Danske ikke-finansielle selskabers nettokronekøb var understøttet af lidt højere vareeksport, mens store virksomhedskøb i udlandet trak ned

De danske ikke-finansielle selskaber har siden september købt kroner for netto 71 mia. kr. gennem danske banker, jf. figur 19. Kronekøbet kommer fra eksportvirksomheder og har været understøttet af, at overskuddet på betalingsbalancen i perioden har været på et rekordhøjt niveau.²⁹ En betydelig andel af overskuddet på betalingsbalancen og kronekøbet kommer fra eksportvirksomheder med produktion i udlandet (også kaldt "Merchanting & processing"), jf. figur 21. Kronekøb forbundet med denne type eksport er dog lavere end selve værdien af eksporten, bl.a. fordi de udenlandske produktionsfaktorer aflønnes, før det resterende provenu tages hjem.³⁰

Virksomheder med tjenesteeksport har solgt kroner netto på trods, at tjenesteeksporten har ligget på et højt niveau i forhold til tidligere. Det skyldes for det første, at størstedelen af deres forretning foregår i udlandet, hvilket som

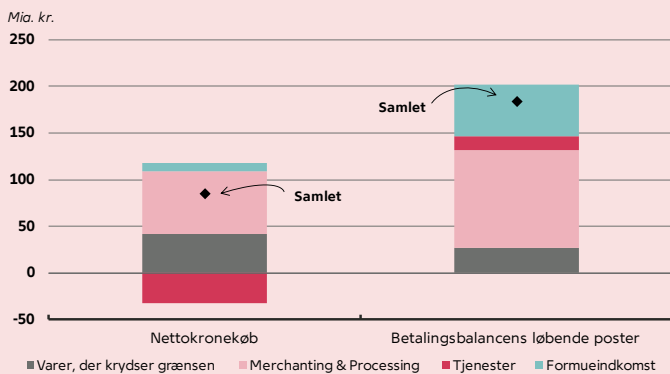
²⁹ Se Danmarks Nationalbank, Udsigt til lavere lønstigninger og stabil inflation trods usikre tider, *Danmarks Nationalbank (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 9, marts 2025.

³⁰ Se boks 3 i Danmarks Nationalbank, Pengepolitikken er stram og dæmper inflationen, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 3, marts 2024.

regel medfører et begrænset kronebehov relativt til deres indtjening. Derudover har virksomheder med tjenesteeksport – i lighed med virksomheder med vareeksport – været involveret i virksomhedsopkøb i udlandet, hvilket har trukket deres kronekøb ned. Virksomhedsopkøbene fra de danske virksomheder har været store og dækker bl.a. over danmarkshistoriens to største opkøb, jf. figur 22. Kronesalget ved virksomhedsopkøbene var dog betydeligt mindre end værdien af opkøbene. Det skyldes bl.a., at en stor del af opkøbene afregnes i valuta og delvist er eksternt finansieret i valuta. Derudover foretages de i nogle tilfælde af virksomhedernes koncernrelaterede holding- og investeringsselskaber, hvilket ikke indgår i opgørelsen af de ikke-finansielle selskabers kronehandler.

FIGUR 21

Høj vareeksport bidrager til overskuddet på betalingsbalancen og resulterer i kronekøb

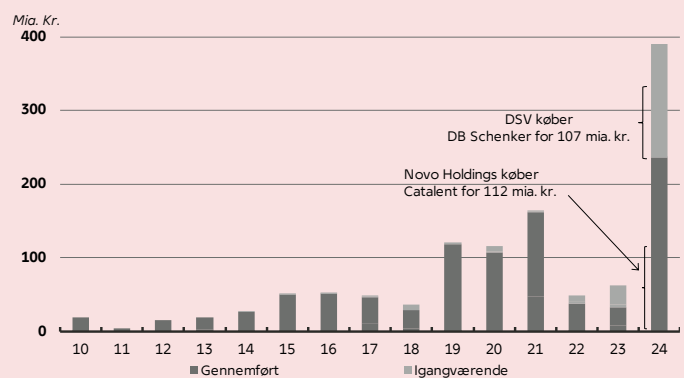


Anm.: Fra september 2024 til januar 2025. Søjler tv.: Nettokronekøb fra danske ikke-finansielle virksomheder gennem danske banker. Baseret på virksomhedsdata er virksomhedernes nettokronekøb fordelt på betalingsbalancekategorier, efter hvor meget kategorien udgør af virksomhedens nettoeksport. Eksempelvis vil kronekøbet fra en virksomhed, hvor nettoeksporten udgøres ligeligt af "Varer, der krydser grænsen" og "Formueindkomst", blive fordelt lige mellem de to kategorier. Søjler th.: Betalingsbalancens løbende poster, hvor kategorien "Overførsler" er udeladt. Kategorien "Varer, der krydser grænsen" dækker primært over varer, som produceres i Danmark og eksporteres til udlandet. Kronekøbet forbundet ved kategorien "Formueindkomst" dækker over virksomheder, som ikke selv eksporterer, men ejer udenlandske virksomheder og modtager overskuddet fra disse i form af udbytte.

Kilde: Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

FIGUR 22

Meget store virksomhedsopkøb i udlandet har dæmpet kroneefterspørgslen



Anm.: Omfang af overdragelser eller fusioner (*mergers and acquisitions*) af danske virksomheder i udlandet. Virksomhedsopkøbene er dateret til annonceringstidspunktet. Data dækker over opkøb af en værdi på mindst 1 mia. kr. Transaktioner i alle valutaer, hvor størstedelen er i fremmed valuta.

Kilde: Bloomberg.

Få store, globale virksomheder driver størstedelen af sektorens betalingsbalanceoverskud, udenlandske investeringer og kronehandler

Danmark er i stigende grad kendetegnet som en økonomi med få store, globalt orienterede virksomheder.³¹ Det kommer bl.a. til udtryk ved, at de 50 største ikke-finansielle koncerner har stået for hele Danmarks betalingsbalanceoverskud gennem de seneste år. jf. figur 23.^{32,33} Til sammenligning bidrog de med ca. 30

³¹ Læs mere i S.J. Hviid, M.H. Jørgensen, T. Renkin, M. Spange og R.R. Sørensen, Stigende betydning af få, store virksomheder for dansk økonomi, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 8, marts 2025.

³² De største koncerners høje andel er blot en bogholderimæssig betragtning og kan ikke tages som udtryk for, at overskuddet på betalingsbalancen havde været nul i fravær af disse virksomheder.

³³ De 50 største koncerner dækker over en række af undervirksomheder. Læs mere i H.Y. Andersen, L. Risbjerg, M. Spange og R. Wederkinck, *The Danish savings surplus: Trends in firm and household savings*, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 6, september 2024.

pct. af de ikke-finansielle virksomheders samlede produktion målt ved bruttoværditilvækst, BVT. Koncernerne står også for en meget stor andel af danske investeringer i udlandet. Det gælder både porteføljeinvesteringer og direkte investeringer.³⁴ Danmarkshistoriens to største direkte investeringer, som omtales ovenfor, er netop eksempler herpå. Investeringerne foretages i høj grad af koncernernes finansielle virksomheder (holding- og investeringsselskaber), jf. de røde søjler i figur 23. Konsekvensen af denne koncentration er bl.a., at koncernerne også står for en betydelig del af danske virksomheders kronehandel. Således står koncernernes ikke-finansielle underselskaber for ca. 80 pct. af det samlede kronekøb fra de ikke-finansielle virksomheder samt tilhørende holding- og investeringsselskaber set under ét. Koncernernes finansielle selskaber trækker i modsat retning som betydelige kronesælgere.

Koncentrationen kan i princippet skabe en udfordring for kronemarkedet, hvis en eller flere store aktører foretager meget store transaktioner uden at tage hensyn til markedslikviditeten. Den rekordlange periode uden intervention fra Nationalbanken, som tilmed har fundet sted under danmarkshistoriens to største virksomhedshandler, viser dog, at kronemarkedet som udgangspunkt er i stand til at absorbere store valutatransaktioner uden nævneværdig effekt på kronekursen.³⁵ I tilfælde af en uønsket påvirkning på kronekursen har Nationalbanken de rette pengepolitiske instrumenter til at modvirke effekterne.

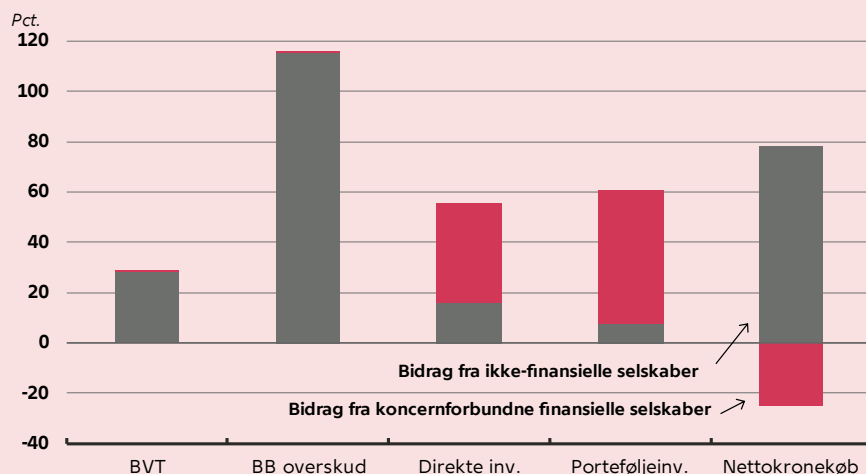
³⁴ Ved porteføljeinvesteringer har investoren, i modsætning til ved direkte investeringer, ikke væsentlig indflydelse på beslutningerne i den virksomhed, der er investeret i.

³⁵ For så vidt angår transaktioner relateret til virksomhedsopkøb, se A.M. Grønlund, L. Risbjerg og M.B. Tjørnum, Kronevalutamarkedet kan absorbere store virksomhedshandler, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 11, december 2021.

FIGUR 23

Få store koncerner står for det meste af virksomhedernes betalingsbalanceoverskud, udenlandske investeringer og kronehandler

De 50 største koncerners andel af de variable



Anm.: De 50 største koncerners andel af samlet BVT, betalingsbalanceoverskud (BB overskud) mv. Andelen er sat i forhold til størrelsen af variabelen (fx BVT) for *alle* de ikke-finansielle selskaber samt *alle* holding- og investeringsselskaber. Andele deles op på bidraget fra koncernernes ikke-finansielle selskaber i grå, og bidraget fra deres holding- og investeringsselskaber (såkaldte "finansielle selskaber") i rød. En andel over 100 pct. for betalingsbalanceoverskuddet betyder, at virksomheder uden for top 50 har et samlet betalingsbalanceunderskud. Tal for nettokronekøbet er kun gennem danske banker. Koncernernes finansielle selskaber har et negativt bidrag til de største koncerners andel af det samlede nettokronekøb, da de finansielle selskaber er kronesælgere. De 50 største koncerner har mindst 1600 medarbejdere og dækker over ca. 1300 undervirksomheder (CVR-numre). Samtlige datapunkter er strømstørrelser. Data dækker som udgangspunkt 2020-2024, dog med forskelle i start- og slutperioder for de forskellige variable afhængigt af datatilgængelighed.

Kilde: Bis Node, Experian, Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

Den danske pensionssektor har købt kroner, især pga. højere valutaafdækning

Den danske forsikrings- og pensionssektor har købt kroner for 11 mia. kr. netto gennem danske banker fra september til februar, jf. figur 19. Baseret på data, som kun er tilgængelige til og med januar, ses det, at sektoren også har købt kroner gennem andre modparter såsom udenlandske banker. Medtages disse kronehandler, har sektorens nettokronekøb fra september til januar været på 63 mia. kr., jf. figur 24.

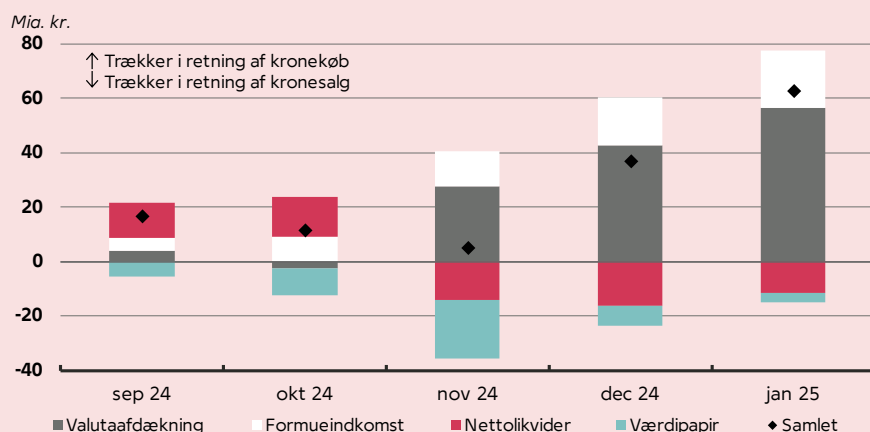
Sektorens samlede kronekøb afspejler især en øget valutaafdækning, i takt med at pensionssektoren fik højere eksponeringer i valuta i perioden. Afdækningsgraden af dollar til euro og kroner faldt således blot med ca. 5 procentpoint til 62 pct., mens graden af euroafdækning til kroner var omtrent uændret på 39 pct. De højere eksponeringer var primært drevet af værdistigninger på sektorens udenlandske aktiver, som udgør en stor del af Danmarks udlandsformue. Værdistigningerne kom især fra sektorens amerikanske aktier, som steg med 8 pct. fra september til januar, jf. kapitlet *Global finansiell markedsudvikling*. Udviklingen er dog efterfølgende vendt, men ligger uden for det seneste datapunkt for statistikken i figur 24.

Sektorens nettokronekøb skal også ses i sammenhæng med, at de har modtaget formueindkomst på deres udenlandske aktiver i form af udbytter og kuponbetalinger. Formueindkomsten er i valuta og kan dels hjemtages til kroner,

og dels bruges til at imødekomme selskabernes behov for valuta til fx at investere. Set over en længere periode er formueindkomsten steget i takt med de stigende pensionsformuer, hvilket nu betyder, at formueindkomsten som regel overstiger sektorens køb af udenlandske aktiver efter valutaafdækning. Det har bidraget til, at pensionssektoren ofte agerer nettokøber af kroner. Periodevis kronosalg kan dog forekomme afhængigt af markedsudviklingen.³⁶

FIGUR 24

Pensionssektorens kronekøb var især drevet af øget valutaafdækning



Anm.: Forsikrings- og pensionssektorens akkumulerede nettokronekøb med både danske og udenlandske modparter, hvor danske investeringsforeninger er gennemlyst. Derudover vises drivkræfterne bag. Statistikken er opgjort på bruttobasis. Dette kan føre til større strømme end sektorens reelle køb og salg af kroner, idet sektoren i praksis fx kan købe udenlandske værdipapirer med indkomst i valuta. "Afdækning" indeholder nettokronehandel i forbindelse med afdækning af eksponeringer i alle udenlandske valutaer.

Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

Udenlandsk nettosalg af kroner var understøttet af udbytter i kroner, mens usædvanligt store opkøb af danske aktier trak den anden vej

Udenlandske markedsdeltagere har siden september netto solgt kroner for 25 mia. kr. gennem danske banker, jf. figur 19.³⁷ Udlændinge ejer et betydeligt omfang af kroneaktiver, hvilket giver anledning til en løbende strøm af formueindkomst i kroner, jf. boks 3. Fra september til januar modtog udenlandske investorer 29 mia. kr. i formueindkomst, hvoraf en stor del var aktieudbytte³⁸ udbetalt i december, jf. figur 25. Udbetalingerne var sammenfaldende med størstedelen af udlandets kronosalg.

De udenlandske markedsdeltageres nettokronesalg siden september har dog været mere afdæmpet end tidligere. En årsag kan være, at udenlandske investorer har øget deres ejerskab af danske aktiver ved bl.a. ekstraordinært store opkøb af danske aktier.³⁹ I oktober købte udlandet danske noterede aktier for 33 mia. kr., hvoraf størstedelen var opkøb af DSV-aktier i forbindelse med

³⁶ Se boks 3 i Danmarks Nationalbank, Renterne er sat ned, men pengepolitikken er fortsat stram, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 13, september 2024.

³⁷ Udlandets kronehandler gennem danske banker dækker både over handler drevet af en udenlandsk aktør og handler, hvor en udenlandsk bank handler med en dansk bank på vegne af en dansker.

³⁸ Aktieudbytterne dækker over almindelige udbytter til eksterne investorer og koncerninterne udbytter til udenlandske moderselskaber. Sidstnævnte giver ikke nødvendigvis anledning til kronehandler.

³⁹ Aktieopkøbene har kun dæmpet udlandets nettosalg i det omfang, at aktieinvesteringerne ikke valutaafdækkes.

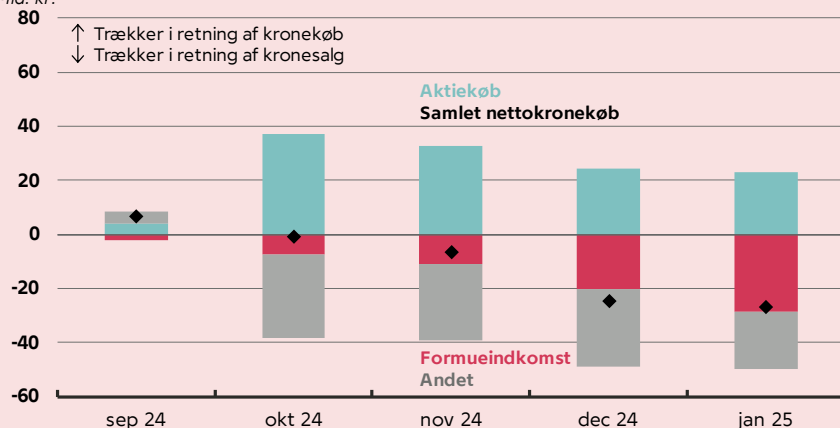
selskabets aktieudstedelse på 37 mia. kr. Udstedelsen var en del af finansieringen af opkøbet af DB Schenker.

Endeligt afspejler en stor del af udlandets kronessalg under "Andet" vist i figur 25, at udenlandsk registrerede investeringsforeninger under dansk ejerskab har investeret i udenlandske aktiver med finansiering i kroner.

FIGUR 25

Udenlandske markedsdeltageres kronessalg har især været drevet af modtaget formueindkomst i kroner i december

Mia. kr.



Anm.: Akkumulerede nettokronekøb for udlandet gennem danske banker og drivkræfter i form af udlandets transaktioner i kroner. Tal for udlandets formueindkomst og aktiekøb i kroner er fra værdipapirstatistikken, hvor de bliver beregnet residualt. Periodens værdipapirtransaktioner er blevet krydstjekket op mod fondsbørsmeddelelser. Det præcise omfang af kronehandler afstedkommet af formueindkomst og aktiekøb kendes ikke, hvorfor kategorierne præsenteres som drivkræfter for hhv. køb og salg.

Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

03

Udviklingen i de makrofinansielle forhold

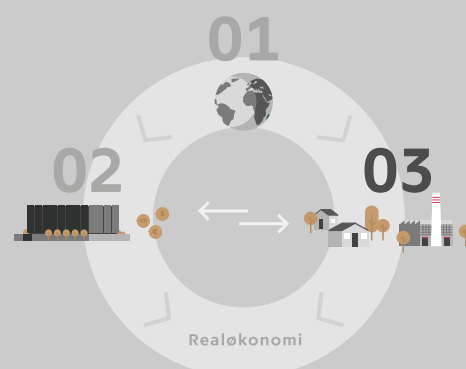
Nationalbankens pengepolitiske renter er blevet sat ned over det sidste halve år, og markedsdeltagerne forventer yderligere fald i de pengepolitiske renter i 2025. Renten på både ny og eksisterende gæld for husholdninger og virksomheder er faldet yderligere, og samtidig er kreditvæksten steget i 2. halvår af 2024 for både husholdninger og virksomheder.

Baseret på udviklingen i finansieringsforhold og markedsdeltagernes forventninger til de pengepolitiske renter vurderer Nationalbanken, at pengepolitikken og de samlede finansielle forhold i Danmark gradvist vil blive neutrale for den økonomiske aktivitet i løbet af 2025 efter en periode med restriktiv pengepolitik siden 2022. Denne udvikling afspejler bl.a. pengepolitiske rentenedsættelser og en relativt hurtig transmission af pengepolitikken til finansieringsforhold i Danmark.

Prisen på ny finansiering ligger fortsat højere, end før de pengepolitiske opstramninger begyndte i 2022. Det er dog ikke nødvendigvis ensbetydende med, at pengepolitikken fortsat er restriktiv, da årene før 2022 var en periode med lempelig pengepolitik.

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 forventes gradvist at blive neutral i 2025

Nationalbanken har siden september fulgt ECB og sat renten ned med 1 procentpoint. Dermed er de pengepolitiske renter sat ned med 1,5 procentpoint siden toppen i 2024. Markedsdeltagerne forventer, at de pengepolitiske renter bliver sat yderligere ned i 2025. Baseret på udviklingen i finansieringsforhold og markedsdeltagernes forventninger til de pengepolitiske renter ved redaktionens afslutning, vurderer Nationalbanken, at pengepolitikken og de samlede finansielle forhold gradvist vil blive neutrale i 2025 efter at have dæmpet den økonomiske aktivitet de seneste år. Vurderingen hviler på et bredt udvalg af indikatorer, herunder for udviklingen i finansielle forhold, estimerer for det neutrale niveau for den pengepolitiske rente samt modelbaserede estimerer for den samlede effekt af den førte pengepolitik siden 2022 på økonomisk aktivitet i Danmark. Sidstnævnte inkluderer forsinkede effekter af tidligere pengepolitiske stramninger.

Renterne på nye lån er faldet for både husholdninger og virksomheder

Renterne på nye bank- og realkreditlån er faldet yderligere for husholdninger og virksomheder siden september, jf. figur 26. Rentefaldene bidrager til lempeligere finansieringsbetingelser i Danmark. Det største fald er sket i udlånsrenter på banklån, mens realkreditrenterne er faldet lidt mindre. Renterne på nye lån er faldet med omkring 1,5 procentpoint for både husholdninger og virksomheder siden toppen i 2023, hvilket svarer til ændringen i de pengepolitiske renter. Renterne på nye lån begyndte dog at falde allerede i 2023, før de pengepolitiske renter blev sat ned. Det skyldes bl.a. det danske markedsbaserede realkreditsystem, samt at bankerne annoncerede lavere udlånsrenter på boliglån i forventning om kommende rentenedsættelser.⁴⁰ Renterne på nye lån er fortsat højere sammenlignet med årene før de pengepolitiske stramninger begyndte i 2022. Det var dog en periode kendetegnet ved lempelig pengepolitik. At renterne ligger over niveauet fra før 2022, er derfor ikke i sig selv ensbetydende med, at pengepolitikken er restriktiv.

Den gennemsnitlige omkostning ved ekstern finansiering for danske virksomheder er fortsat på et højt niveau

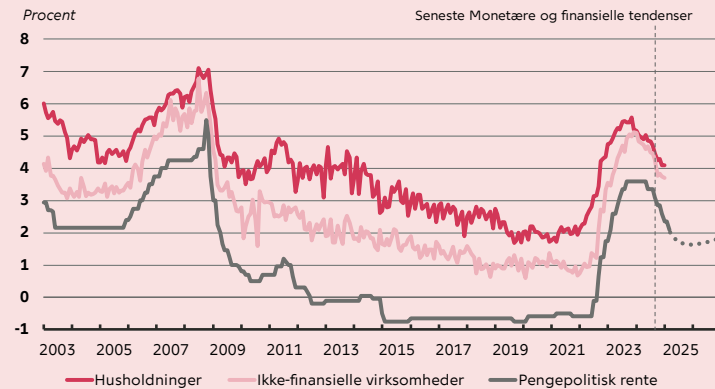
Virksomhedernes gennemsnitlige omkostning ved ekstern finansiering har ligget omtrent fladt siden september 2024, jf. figur 27. Det afspejler, at prisen på gældsfinansiering er faldet, hvilket dog opvejes af højere omkostninger for egenkapitalfinansiering. Sidstnævnte skyldes en højere aktierisikopræmie for danske aktier, som er den kompensation, investorerne kræver for at investere i aktier frem for et risikofrit aktiv.⁴¹ Det skal ses i lyset af, at danske aktiekurser er faldet relativt kraftigt siden september, især inden for medicinalindustrien og vedvarende energi, hvilket ikke umiddelbart kan forklares af lavere indtjeningsforventninger. Udviklingen i aktierisikopræmien i Danmark står i kontrast til euroområdet, hvor aktierisikopræmien er faldet, jf. afsnittet *Global finansiell markedsudvikling*. Det danske aktieindeks er relativt koncentreret og domineres af få store virksomheder, og udviklingen er derfor ikke nødvendigvis repræsentativ for danske virksomheder bredt set. Den gennemsnitlige omkostning ved ekstern finansiering for danske virksomheder er fortsat relativ høj i et historisk perspektiv.

⁴⁰ Det danske markedsbaserede realkreditsystem er karakteriseret ved, at realkreditlån gives på baggrund af obligationsudstedelser på markedsvilkår. Renten påvirkes dermed direkte af ændringer i markedsdeltagernes forventninger til fremtidige pengepolitik, kredit- og likviditetspræmier og forventede markedsudsving. Konverterbare realkreditobligationer tillægges desuden en kompensation for låntagers ret til at indfri lånet til kurs 100.

⁴¹ Aktierisikopræmien er beregnet ud fra samme fremgangsmåde som i figur 11 i kapitlet *Global finansiell markedsudvikling*.

FIGUR 26

Prisen på ny finansiering for husholdninger og virksomheder er faldet yderligere

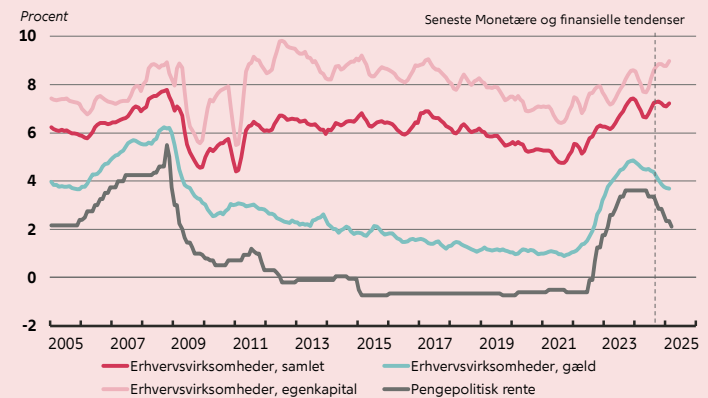


Anm.: Effektiv rente inklusive bidrag for nye udlån fra MFI-sektoren. Husholdninger er inklusive nonprofit-institutioner rettet mod husholdninger. Stiplet grå linje er markedsforventninger til de pengepolitiske renter. Seneste datapunkt for renten på nye lån er januar 2025.

Kilde: LSEG Workspace og Danmarks Nationalbank.

FIGUR 27

Virksomhedernes gennemsnitlige eksterne finansieringsomkostning er fortsat høj i en historisk sammenhæng



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

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

Realkreditrenterne er faldet i de helt korte segmenter, mens de længere segmenter er steget en smule

De korte danske realkreditrenter er faldet yderligere over det seneste halve år i takt med lavere pengepolitiske renter og markedsforventningen om yderligere rentenedsættelser i 2025. Dette har bidraget til lidt lempeligere finansieringsbetingelser. Renten på F1-lån er faldet med 0,5 procentpoint, mens renten på F3-lån, F5-lån og 30-årige konverterbare realkreditobligationer omvendt er steget en smule, jf. figur 28 og figur 29. Renten på lange realkreditobligationer påvirkes af markedsdeltagernes forventninger til fremtidig pengepolitik, men også af kredit- og likviditetsrisikopræmier samt retten til konvertering.⁴² Siden september har de risikofrie renter trukket op i den lange rente, mens kredit- og likviditetspræmierne samt kompensationen for konverteringsretten har trukket i modsat retning, jf. figur 29. I reale termer er renterne på særligt de korte realkreditobligationer faldet lidt mere over det seneste halve år end i nominelle termer som følge af lidt højere kortsigtede inflationsforventninger blandt markedsdeltagere.

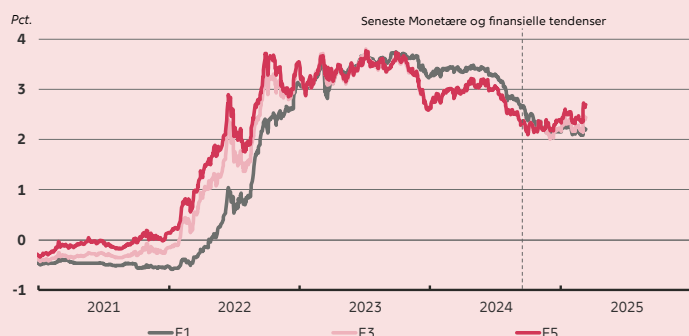
Gennem det seneste halve år har der særligt været en stigning i nettoudstedelser af F3- og F5-lån. Dermed fortsætter tendensen, som startede i 2022, hvor danske husholdninger har optaget en større andel af deres gæld som F-lån. Den relativt kortere rentebinding bidrager til et hurtigere gennemslag af renteændringer til husholdningernes samlede renteudgifter. Der er dog betydelig heterogenitet blandt husholdningerne i forhold til rentegennemslaget,

⁴² Konverterbare realkreditobligationer prisfastsættes typisk med udgangspunkt i en såkaldt risikofri rentekurve, fx statskurven, og bliver tillagt en kreditrisikopræmie samt en kompensation for låntagers ret til at indfri kursen til kurs 100.

da omkring 35 pct. af husholdningernes samlede udestående lån fortsat består af fastforrentede realkreditlån.⁴³

FIGUR 28

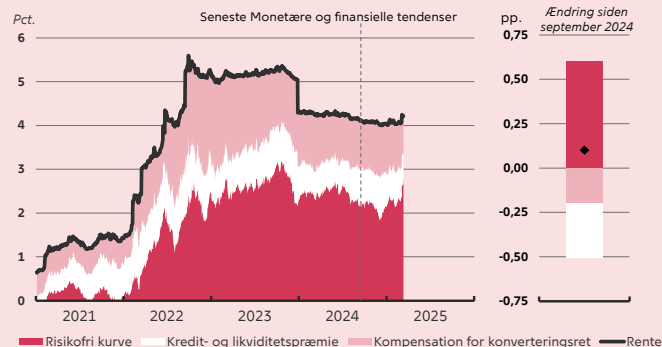
Renterne på F1-lån er faldet mens renterne på F3- og F5-lån er steget lidt



Anm.: F1-, F3- og F5-renter er parrenter. Seneste datapunkt er 12. marts 2025.
Kilde: Nordea Analytics.

FIGUR 29

De lange realkreditrenter er steget en smule



Anm.: Figuren viser den aktuelle rente på 30-årige konverterbare realkreditobligationer, dekomponeret i et bidrag fra risikofri renter, en kreditrisikopræmie og kompensationen for retten til at kunne indfri til kurs 100. Seneste datapunkt er 12. marts 2025.
Kilde: Bloomberg, LSEG Workspace, Scanrate Rio og Danmarks Nationalbank.

Faldende rente på den samlede udestående gæld bidrager til at understøtte forbrug og investeringer i 2025

Den gennemsnitlige rente på udestående lån er faldet en smule i 2. halvår af 2024 for både husholdninger og virksomheder, jf. figur 30. Det betyder lavere renteudgifter for husholdninger og virksomheder, hvilket kan understøtte forbrug og investeringer. Nettorentebetalinger som andel af disponibel indkomst (nettorentebyrden) er samtidig faldet støt for danske husholdninger siden midten af 2023, og nettorentebyrden er nu tilbage omkring niveauet fra før renteforhøjelserne i 2022. Det skal ses i lyset af, at husholdningernes indlån er rekordhøjt og har været stigende siden finanskrisen, jf. boks 4. I kombination med stigende disponibel indkomst de sidste par år har det ført til, at højere renteindtægter har modgået de stigende renteudgifter.⁴⁴ Transmissionen af pengepolitiske rentenedsættelser til husholdningernes gennemsnitlige rente har generelt været lidt kraftigere i Danmark sammenlignet med euroområdet, jf. figur 30.⁴⁵

Nuværende markedsforventninger indikerer, at danske F1-låntagere, som skal have fastsat ny rente i 2025, vil skulle betale en lavere rente, end de gør i dag. Dette vil også være tilfældet for F3-låntagere sidst i 2025. Markedsforventningerne indikerer samtidig, at F5-låntagere forventes at skulle betale en højere rente, end de gør i dag, i forbindelse med refinansiering i 2025. En fremskrivning på baggrund af markedsdeltagernes renteforventninger indikerer, at den gennemsnitlige rente på den samlede udestående gæld vil falde i 2025, jf. figur 30. Markedsforventningerne indikerer, at den gennemsnitlige

⁴³ Andelen af hhv. fastforrentede og variabelt forrentede lån er omtrent konstant på tværs af indkomstdeciler. Se Danmarks Nationalbank, The household cash-flow effects of monetary policy in Denmark and the euro area, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 1, 2024.

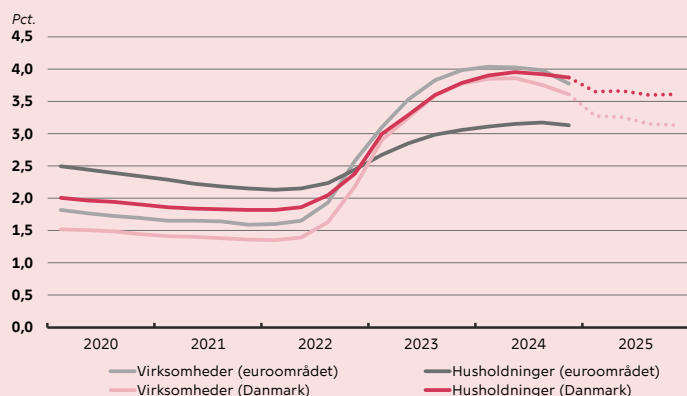
⁴⁴ Husholdningernes renteudgifter og renteindtægter er dog ikke ligeligt fordelt over indkomstfordelingen.

⁴⁵ Se Danmarks Nationalbank, The household cash-flow effects of monetary policy in Denmark and the euro area, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 1, 2024.

rente på gælden kan falde fra 3,9 pct. til omkring 3,6 pct. for husholdninger i 2025 og fra 3,6 pct. til 3,1 pct. for virksomheder.⁴⁶ Faldende rentebetalinger på udestående lån øger husholdningernes forbrugsmuligheder og virksomhedernes profitabilitet. Det kan dermed også påvirke virksomhedernes investeringer, som ventes at stige i 2025, jf. *Udsigt til lavere lønstigninger og stabil inflation trods usikre tider*.⁴⁷ Det lidt større fald i den gennemsnitlige rente for virksomheder skyldes, at virksomhederne generelt har en større andel af deres gæld i lån med kortere rentebinding. Den gennemsnitlige rente på udestående lån for både husholdninger og virksomheder forventes i det kommende år fortsat at ligge på et lidt højere niveau end før 2022. Det er dog ikke i sig selv ensbetydende med, at pengepolitikken er restriktiv, da perioden før 2022 var karakteriseret ved lempelig pengepolitik.

FIGUR 30

Den gennemsnitlige rente på samlet udestående gæld forventes at falde i 2025

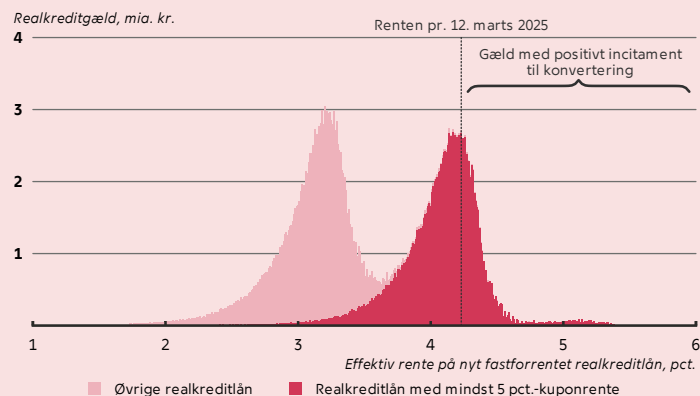


Anm.: Kvartalsvise renteudgifter før skat på bank- og realkreditgæld for danske husholdninger samt nonprofit-institutioner rettet mod husholdninger og ikke-finansielle virksomheder. Stiplede linjer er fremskrivninger, og metoden er forklaret i fodnote 46. Seneste datapunkt er 4. kvartal 2024.

Kilde: Danmarks Nationalbank, ECB og egne beregninger.

FIGUR 31

Realkreditlån med fast rente på 5 pct. eller mere kan potentielt blive nedkonverteret i 2025



Anm.: Figuren viser modelestimater for, hvor stor en andel af gælden der har et positivt incitament til nedkonvertering ved forskellige renteniveauer. For et givent realkreditrenteniveau på x-aksen vil al gæld til højre for dette niveau have et positivt incitament til at nedkonvertere, baseret på en optimal refinansierings-regel præsenteret af S. Agarwal, J.C. Driscoll og D.I. Laibson, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 45, issue 4, juni 2013. Potentialet for nedkonvertering ved den nuværende effektive realkreditrente på 4,2 pct. ligger dermed til højre for den lodrette stiplede linje. Figuren er baseret på en opgørelse over alle udestående fastforrentede realkreditlån blandt danske husholdninger i 4. kvartal 2024.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Gennemslag af rentefald på husholdningernes forbrug kan forstærkes af nedkonvertering af fastforrentede realkreditlån

Nedkonvertering af konverterbare realkreditlån kan understøtte husholdningernes forbrugsmuligheder i 2025. En væsentlig del af udlånet til

⁴⁶ Fremskrivningen er baseret på implicitte markedsforventninger til lånesegmenterne F-kort, F1, F3, F5 og fastforrentede lån. Fremskrivningen tager højde for ændringen i den gennemsnitlige rentesats ved både bankgæld og F-lån, når renterne løbende bliver tilpasset. Der antages uændrede renter på fastforrentede lån, og at ændringer i renten på banklån er 60 pct. af ændringen i F-kort-renten, dvs. det observerede gennemslag i den aktuelle rentecyklus. Det antages yderligere, at der er en udskiftning på 5 pct. af fastforrentede lån i hvert kvartal, svarende til den gennemsnitlige udskiftning siden 2003 uden for konverteringsbølger. Det svarer til den implicitte markedsforventning til den 30-årige rente i det pågældende kvartal. Lånesammensætningen i fremskrivningsperioden antages at være som i december 2024. Fremskrivningen er behæftet med betydelig usikkerhed, både hvad angår markedsudviklingen og konverteringsadfærden blandt låntagere med fast rente.

⁴⁷ Danmarks Nationalbank, *Udsigter til lavere lønstigninger og stabil inflation trods usikre tider*, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 9, 19. marts 2025.

danske husholdninger er udstedt med 5-pct. eller mere i kuponrente, og beregninger viser, at 53 mia. kr. af det udlån potentielt kunne nedkonverteres til den gældende effektive faste lånerente, der ved redaktionens afslutning var omkring 4,2 pct., jf. figur 31. Her kan låntagerne gøre brug af konverteringsretten og erstatte det eksisterende lån med et nyt lån med lavere rentesats. Falder renten på nye fastforrentede realkreditlån derimod til fx 3,5 pct., stiger konverteringspotentialen til 151 mia. kr. Det er imidlertid usikkert, hvor mange boligejere der rent faktisk omlægger deres lån, selvom de potentielt kunne opnå en rentebesparelse.⁴⁸ Det varierer også, hvor hurtigt boligejerne reagerer. Hvis fx halvdelen af potentialen rent faktisk bliver nedkonverteret til det nuværende renteniveau, kan der ske omlægnings af konverterbare realkreditlån for 26 mia. kr. i 2025.

Foruden lavere rentebetalinger har nedkonverteringer af fastforrentede realkreditlån tidligere været forbundet med optagelse af mere gæld, som fx kan finansiere et højere forbrug. Et studie fra Nationalbanken har estimeret en øget gældsoptagelse i forbindelse med nedkonverteringer svarende til 18 pct. af det oprindelige lån.⁴⁹ I studiet estimeres også et øget forbrug svarende til 10 pct. af det oprindelige lån i forbindelse med nedkonverteringer. Opfører boligejerne sig som de har gjort tidligere ved rentefald, kan konverteringer af fastforrentede realkreditlån til det nuværende renteniveau isoleret set bidrage med 3 mia. kr. til privatforbruget i 2025. Ved et renteniveau på 3,5 pct. kan bidraget til privatforbruget stige til 8 mia. kr.

Fald i indlånsrenterne siden september bidrager også til at gøre forbrug og investering mere attraktivt

Indlånsrenterne er også faldet gennem det seneste halve år for både husholdninger og virksomheder. Faldet har været lidt kraftigere for virksomheder, hvilket skal ses i lyset af, at indlånsrenterne også var steget mere for virksomhederne i perioden 2022-2023. I 2. halvår af 2024 er danske husholdningers samlede indskud på anfordringskonti i pengeinstitutter steget med 23 mia. kr. Dermed fortsætter tendensen mod øget indlån relativt til bankudlån, hvilket kan betyde, at indlånsrenten over tid har fået større betydning for husholdningernes forbrugsbeslutninger, jf. boks 4. Gennemslaget fra de pengepolitiske renter til indlånsrenterne i Danmark har desuden været lidt kraftigere sammenlignet med euroområdet siden 2022.⁵⁰

Kreditvæksten stiger for både husholdninger og virksomheder på baggrund af øget låneefterspørgsel

Den årlige vækst i det samlede udlån fra banker og realkreditinstitutter er steget yderligere for både husholdninger og virksomheder siden seneste Monetære og finansielle tendenser i september 2024, jf. figur 32. Virksomhedernes årlige kreditvækst er steget til omkring 6 pct., hvilket primært er drevet af industrivirksomheder. Kreditvæksten for virksomheder ligger således højere end gennemsnittet i årene 2010-2020. Stigningen i kreditvæksten for husholdninger sker fra et lavt niveau og ligger nu på omkring 1 pct., hvilket er foreneligt med en normalisering omkring niveauet fra årene før 2020.

Låneefterspørgslen er steget ret markant i 2. halvår for både husholdninger og virksomheder. Stigningen var særlig stor i 4. kvartal, hvor den kvartalsvise stigning var den næststørste for husholdningerne og den største for virksomhederne siden udlånsundersøgelsens begyndelse i 2008. Penge- og realkreditinstitutterne forventede i 4. kvartal fortsat stigende låneefterspørgsel

⁴⁸ Se S. Andersen, J.Y. Campbell, K.M. Nielsen og T. Ramadorai, Sources of Inaction in Household Finance, *American Economic Review*, vol. 110, nr. 10, oktober 2020.

⁴⁹ Se H.Y. Andersen, S.L. Bech, A.M. Otte og I.R. Julin, Låneomlægninger understøtter det private forbrug, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 16, september 2019.

⁵⁰ Højere indlånsrenter i Danmark end i euroområdet kan bl.a. ses i lyset af udlånsrelaterede indlån i Danmark samt lavere udlånsrenter i euroområdet.

for både husholdninger og virksomheder i 1. kvartal af 2025. Samtidig har pengeinstitutterne i løbet af 2. halvår 2024 lempet kreditstandarden lidt for husholdningerne og holdt dem omtrent uændret for virksomhederne. I 2. halvår af 2024 har virksomhederne samlet set optaget 73 mia. kr. i markedsbaseret finansiering, hvilket er relativt højt historisk set, jf. figur 33. Finansiering via aktieudstedelser har bidraget betydeligt, hvilket skal ses i lyset af DSV's opkøb af DB Schenker i 4. kvartal af 2024.

BOKS 4

Husholdningernes forventning til niveauforskellen imellem indlåns- og udlånsrenter flugter med den faktiske forskel

Den forventede realrente (efter skat) afspejler prisen på at fremrykke eller udskyde forbrug hos husholdningerne. For en husholdning uden gæld og med bankindsud af en vis størrelse er det indlånsrenten, der kan tænkes at have betydning for deres marginale forbrugs- og opsparingsbeslutninger. Omvendt er det udlånsrenten, der kan have betydning for husholdninger med gæld og begrænsede eller ingen indskud. For større forbrugs- og opsparingsbeslutninger kan afkastet eller renten på andre balanceelementer også have stor betydning, fx i forbindelse med køb og salg af bolig, hvor både det forventede afkast på finansielle aktiver samt realkreditrenter kan spille ind.

I Nationalbankens nye forventningsundersøgelse spørges husholdningerne ind til deres forventede marginale renter. Forventningsundersøgelsen er en månedlig spørgeskemabaseret undersøgelse af husholdningernes forventninger, der har været udsendt siden oktober 2024. Specifikt spørges de til, hvilken rente de forventer at henholdsvis modtage på bankindsud og betale på lån af et beløb, der svarer til en måneds indkomst i et år. Desuden spørges de om inflationsforventningerne til det kommende år, hvormed der kan konstrueres forventede realrenter på bankindsud og lån for hver enkelt deltager i undersøgelsen.¹

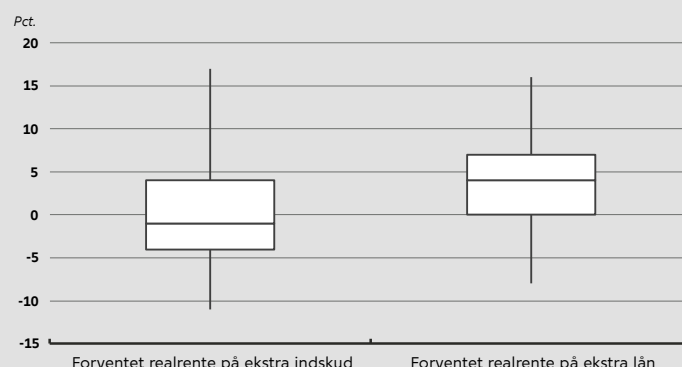
Resultaterne viser, at husholdningerne er bevidste om, at indlånsrenten er lavere end udlånsrenten jf. figur A. I 4. kvartal 2024 forventede medianhusholdningen, at realrenten før skat på bankindsud ville blive -1 pct. Samtidig forventede medianhusholdningen, at realrenten på lån ville blive 4 pct. Denne niveauforskelle er lidt større end den faktiske forskel på indlåns- og udlånsrenter observeret i data. Der er dog også stor variation på tværs af respondenter, i forhold til hvad de forventer af både nominelle renter og inflation, og derfor også i den relevante realrente for den enkeltes forbrugs- og opsparingsbeslutninger.

De senere år er husholdningernes indlån steget betydeligt, mens bankudlån har været omtrent uændrede, jf. figur B. I 2024 steg husholdningernes indlån i pengeinstitutter med 63 mia. til 1.200 mia. kr. I samme periode har husholdningernes banklån været stort set uændrede og udgjorde ved udgangen af 2024 400 mia. kr. Der kan være flere årsager til udviklingen, herunder tidligere beslutninger om forbrug og opsparing i opsparingsens favør. Som følge af det stigende indlån, må indlånsrenten nu alt andet lige ventes at have fået en højere vægt i husholdningernes forbrugs- og opsparingsbeslutninger end tidligere. Da den forventede realrente på indlån er lavere end på udlån, må det isoleret set antages at have bidraget til en lempelse i de finansielle betingelser for husholdningerne.

¹ I empiriske studier baseret på andre lande end Danmark findes der evidens for, at inflationsforventninger isoleret set kan påvirke investeringer og forbrug. Det indikerer, at den reale rente er relevant for forbrugs- og investeringsbeslutninger. Effekten fra inflationsforventninger er dog mindre for forbrug end investeringer, da husholdninger kan have en tendens til at fokusere på nominelle renter. Se J.F. Adolfsen, M. Bess og J. Pedersen, Realrenter påvirkes af inflationsforventninger, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 19, oktober 2020.

FIGUR A

Husholdningerne er bevidste om, at udlånsrenter er højere end indlånsrenter

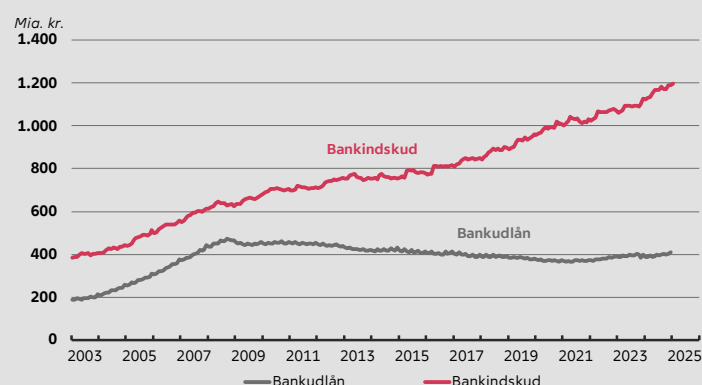


Anm.: Figuren viser 10-pct., 25-pct., 50-pct., 75-pct. og 90-pct. percentiler af husholdningernes forventede realrente på henholdsvis indskud og af en måneds indkomst. De forventede nominelle renter er fratrasket inflationsforventningen det kommende år på respondentniveau. Der er lidt over 3.000 besvarelser i opgørelserne indhentet i fjerde kvartal 2024.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

FIGUR B

Husholdningernes indlån stiger, mens deres banklån er omtrent uændret

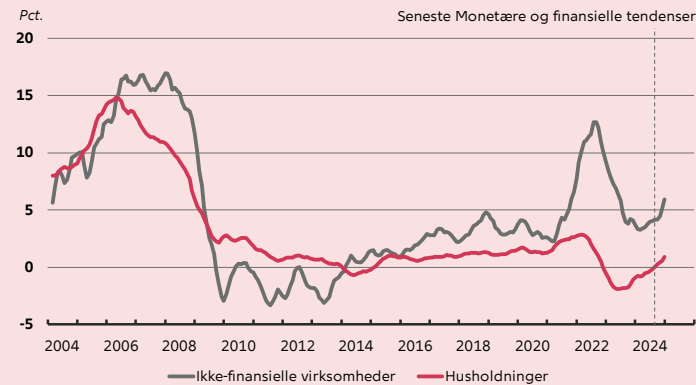


Anm.: Figuren viser den nominelle værdi af danske privatkunders (lønmodtagere, pensionister, mv.) samlede banklån samt indskud i pengeinstitutter.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

FIGUR 32

Kreditvæksten for danske husholdninger og virksomheder er steget siden september

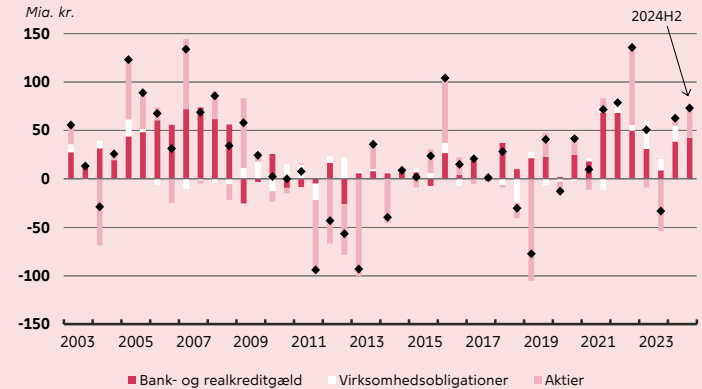


Anm.: 3 måneders glidende gennemsnit. Seneste datapunkt i figuren er januar 2025.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

FIGUR 33

Virksomhedernes optag af markedsbaseret finansiering var relativt højt i 2. halvår af 2024



Anm.: Danske ikke-finansielle virksomheders nettolåntagning via banker og realkreditinstitutter samt nettoudstedelser af virksomhedsobligationer og aktier. Seneste datapunkt er 2. halvår 2024.

Kilde: Danmarks Nationalbank og Danmarks Statistik.

Modelestimer indikerer, at pengepolitikken nærmer sig neutralt territorie

Modelestimer indikerer, at de pengepolitiske renter i 2025 vil bevæge sig mod et niveau, som er foreneligt med en pengepolitik, der er neutral for økonomisk aktivitet i 2025, jf. figur 34. Det er baseret på markedsforventninger til de pengepolitiske renter samt modelestimer for den neutrale rente i Danmark. Det står i kontrast til 2023 og 2024, hvor modellerne indikerede en restriktiv pengepolitik. Modelestimerne indikerer samtidig, at den neutrale rente kan være steget i perioden 2020-2024.⁵¹ En stigning i niveauet for den neutrale rente betyder, alt andet lige, at pengepolitikken vil ramme et neutralt niveau hurtigere, når pengepolitikken lempes fra det restriktive territorie. Udviklingen i estimerne for den neutrale rente flugter med lignende estimer fra ECB, jf. afsnittet *Global finansiell markedsudvikling*.

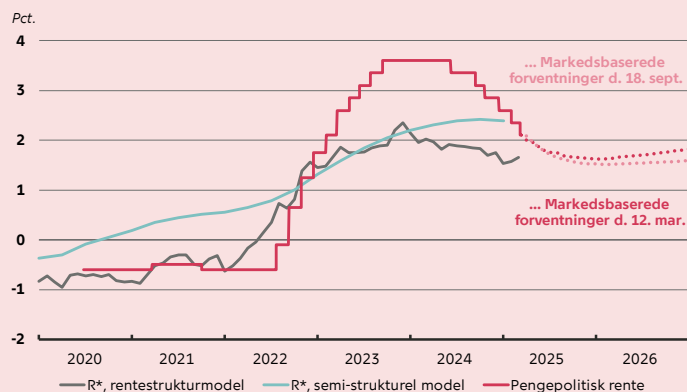
Den neutrale rente kan ikke observeres og estimeres derfor på baggrund af modeller. Der er stor usikkerhed forbundet med estimerne, som er modelafhængige. Samtidig er den neutrale rente et forsimplet mål, da det pengepolitiske ståsted ikke kun afhænger af niveauet for den pengepolitiske rente. Det pengepolitiske ståsted påvirkes også af de *aktuelle* makrofinansielle forhold i økonomien. Pengepolitikken indvirkning på de makrofinansielle forhold kan ændre sig over tid og er konjunkturafhæng. Det skyldes bl.a., at risikopræmier, opsparingstilbøjelighed og kreditforhold ændrer sig over tid, og desuden påvirkes disse generelt anderledes i Danmark end i andre lande, bl.a. som følge af særegenskaberne ved det danske realkreditsystem som diskuteret tidligere. Estimer for den neutrale rente tager ikke højde for aktuelle udsving i disse forhold. De indikerer i stedet den pengepolitiske rente, som på mellemlangt sigt og renset for midlertidige forhold er neutral for økonomisk aktivitet. Sammenligningen af den aktuelle pengepolitiske rente med et estimat for det neutrale niveau kan derfor ikke stå alene, men indgår dog alligevel som

⁵¹ Stigningen i estimer for den neutrale rente gennem de seneste par år kan bl.a. skyldes nogle af de forstyrrelser af forsyningskæder, som har fundet sted siden covid-19-pandemien og Ruslands krig i Ukraine samt en tendens til et større behov for udstedelse af offentlig gæld i flere store lande, bl.a. som følge af øgede forsvarsudgifter. Se bl.a. 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, samt boks 4 i Danmarks Nationalbank, Renterne er sat ned men pengepolitikken er fortsat stram, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 13, september 2024.

et vigtigt konceptuelt begreb for flere centralbanker inkl. Federal Reserve, ECB og Nationalbanken. Det skyldes, at det kan fungere som et udgangspunkt i en bredere vurdering af pengepolitikens virkning på økonomien.⁵²

FIGUR 34

Modelestimer indikerer, at pengepolitikken nærmer sig neutralt territorie

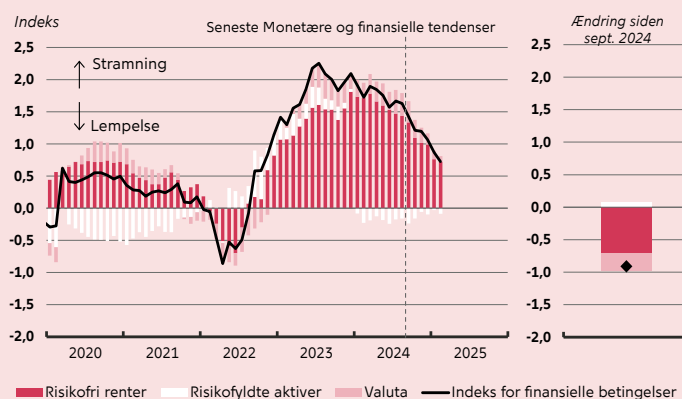


Anm.: Figuren viser Nationalbankens foliorente (rød) samt markedsdeltagernes forventninger til ESTR fratrukket det aktuelle pengepolitiske rentespænd mellem euroområdet og Danmark (stiplet). Estimerne for den neutrale pengepolitiske rente er baseret på to forskellige modeller, som er beskrevet i bilaget i S.T. Hetland, M.M. Ingholt, R.B. Larsen og M. Spange, Realrenter i lyset af inflation og højere offentlig gæld, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 2, februar 2023. Estimerne er behæftet med betydelig usikkerhed. Seneste datapunkt er februar 2025 for rentestrukturmodel, 4. kvartal for semi-strukturel model og 12. marts for pengepolitisk rente.

Kilde: LSEG Workspace, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

FIGUR 35

Lempelse i de samlede finansielle forhold i Danmark er drevet af fald i risikofri renter



Anm.: Udviklingen i indeks for finansielle betingelser vist som gennemsnit over den givne måned. "Risikofri renter" er den første principale komponent af swaprenter med løbetid fra 3 måneder til 10 år fratrukket 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 fratrukket en 10-årig swaprente, 3) optionsjusteret rentespænd på realkreditobligationer og 4) implicit rentevolatilitet fra 1Y10Y swaptioner og 3-måneders Cibo-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 februar 2025.

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

Indeks for de samlede finansielle forhold i Danmark viser en lempelse siden september

Et samlet indeks for danske finansielle forhold peger på, at de finansielle forhold for husholdningerne og virksomhederne er blevet lempet siden september, jf. figur 35. Indekset er en måde at opgøre et samlet mål for de finansielle forhold, som tager højde for tidsvarierende faktorer, der kan have betydning for transmissionen af pengepolitikken. Indekset sammenvægter derfor, hvordan den risikofrie rentekurve, risikofyldte aktiver og valutakursen påvirker de finansielle forhold for husholdninger og virksomheder i Danmark baseret på deres historiske effekt på inflationen. Indekset giver indikationer på ændringen i de samlede finansielle forhold, mens det er vanskeligt at fortolke på niveauet.

Lempelsen i de samlede finansielle forhold i Danmark siden september har primært været drevet af fald i de risikofri renter, som i denne model dækker over

⁵² For at vurdere det aktuelle pengepolitiske ståsted er det derfor vigtigt at tage højde for de midlertidige og tidsvarierende makrofinansielle forhold, som enkeltvis er gennemgået ovenfor. Se mere omkring usikkerhed af estimerne i boks 4, Monetære og finansielle tendenser, september 2024, samt i C. Brand, N. Lisack and F. Mazelis, Natural rate estimates for the euro area: insights, uncertainties and shortcomings, *ECB Economic bulletin box*, februar 2025.

den risikofri rentekurve fra 3 måneder til 10 år. Det er særligt fald i de kortere renter, der har drevet denne udvikling, jf. tidligere, mens en stærkere dollarkurs også har bidraget til denne tendens, jf. kapitlet *Global finansiell markedsudvikling*. Omvendt har dyrere egenkapitalfinansiering isoleret set bidraget til lidt strammere finansielle betingelser i Danmark, illustreret ved bidraget fra "Risikofyldte aktiver".

Modelestimater indikerer, at pengepolitikken siden 2022 samlet set har en neutral effekt på den økonomiske aktivitet i 2025

Den pengepolitiske opstramning siden 2022 har isoleret set dæmpet dansk BNP i 2022-2024. Det viser modelberegninger fra Nationalbankens DSGE-model, jf. figur 36.⁵³ Den fulde effekt af de pengepolitiske stramninger er indtrådt med en vis forsinkelse.⁵⁴ De forsinkede effekter bør også tages i betragtning i vurderingen af bidraget fra pengepolitikken til økonomisk aktivitet i et givent år. DSGE-modellen kan netop belyse timingen af det pengepolitiske gennemslag, og derfor også den samlede effekt på økonomien, når både renteforhøjelser i 2022-2023, rentenedsættelser i 2024-2025 samt markedsdeltagernes forventninger til fremtidige pengepolitiske renter medregnes. Modelresultaterne viser, at opstramningen særligt har påvirket økonomisk aktivitet i 2023-2024, selvom størstedelen af opstramningen fandt sted i 2022, og at pengepolitikken i 2025 vil have en effekt på økonomisk aktivitet, som vil være omtrent neutral. Da figur 36 viser det isolerede bidrag fra den akkumulerede pengepolitik siden 2022 til BNP-niveauet i et givent år, kan estimaterne fortolkes som en pengepolitisk pendant til en flerårig finanseffekt, jf. boks 5.⁵⁵

Pengepolitikken og de samlede finansielle forhold forventes gradvist at blive neutrale i 2025

Nationalbanken vurderer, at pengepolitikken og de samlede finansielle forhold nærmer sig neutralt territorie, og at effekten på økonomisk aktivitet i 2025 vil være omtrent neutral. Vurderingen baseres på det samlede billede af forskellige indikatorer inkl. udviklingen i finansielle forhold og en sammenligning mellem den pengepolitiske rente og estimater for det neutrale renteniveau samt en modelbaseret analyse af transmissionen af tidligere pengepolitiske stramninger.

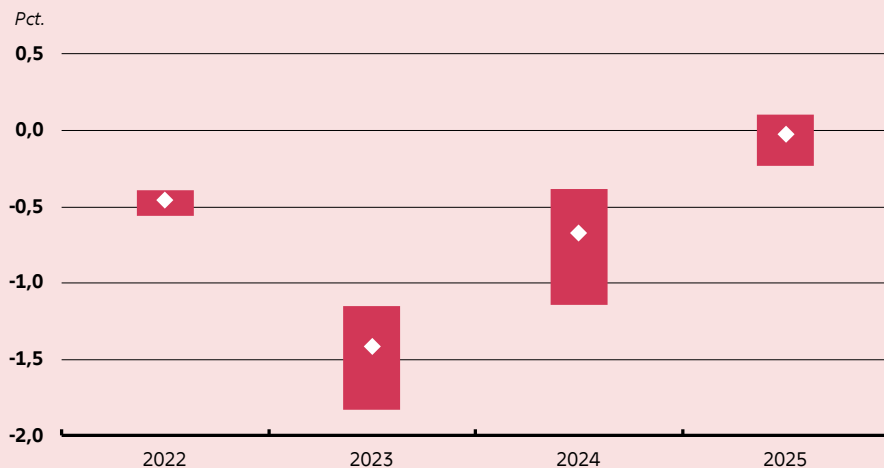
⁵³ DSGE-model står for *Dynamic Stochastic General Equilibrium*-model. Det er en makroøkonomisk model med fremadskuende og adfærdsoptimerende husholdninger og virksomheder.

⁵⁴ Empiriske studier viser, at den fulde effekt af pengepolitiske renteændringer materialiserer sig med forsinkelse. Se fx S. Miranda-Agrippino og G. Ricco, The Transmission of Monetary Policy Shocks, *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 13, nr. 3, 2021, eller M.D. Bauer og E.T. Swanson, A Reassessment of Monetary Policy Surprises and High-Frequency Identification, *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 37, 2023.

⁵⁵ Effekten i 2025 er robust over for alternative rentescenarier, fx med lidt højere eller lavere pengepolitiske renter ift. de nuværende markedsforventninger. Det skyldes, at de store effekter fra de pengepolitiske renteforhøjelser i 2022-2023 dominerer resultaterne.

FIGUR 36

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



Anm.: Figuren viser akkumulerede effekter af ECB's renteændringer siden 2022 på dansk BNP-niveau ifølge Nationalbankens DSGE-model. Hvide markeringer er middelestimer, mens de røde områder angiver 90-procents konfidensintervaller.

Kilde: Egne beregninger.

BOKS 5

Flerårig effekt af pengepolitikken siden 2022 på dansk BNP er neutral i 2025

Ifølge modelberegninger har de pengepolitiske renteforhøjelser fra ECB siden 2022 haft en negativ effekt på den økonomiske aktivitet i Danmark frem til 2024, jf. figur 36. Effekterne skal fortolkes som den akkumulerede flerårige effekt af pengepolitikken siden 2022 på BNP-niveauet i de enkelte år. I 2025 er aktivitetseffekterne omtrent nul, afhængigt af antagelserne for den naturlige realrente, som angiver det langsigtede, strukturelle niveau for realrenten. Beregningerne er foretaget vha. Danmarks Nationalbanks DSGE-model.¹

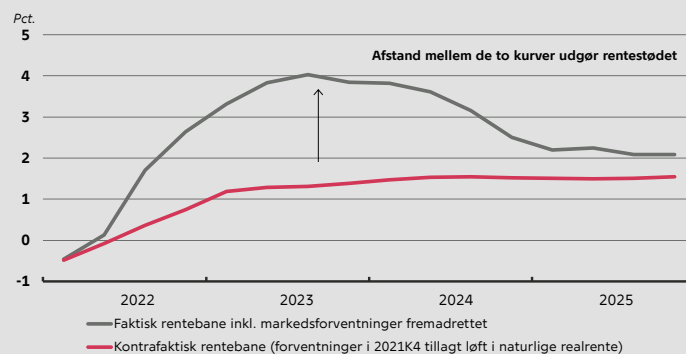
I analysen modelleres renteændringerne ved at øge ECB's pengepolitiske rente med den faktiske udvikling i den korte pengemarkedsrente siden 1. kvartal 2022 samt markedsforventninger fremadrettet relativt til markedsforventningerne i 4. kvartal 2021, jf. figur A.² Renteændringerne modelleres som uventede stød til ECB's pengepolitiske regel (dvs. Taylor-reglen i modellen).³ Analysen ser derfor bort fra de bagvedliggende drivkræfter, som har forårsaget ECB's pengepolitiske reaktion. Estimerne fanger dermed de isolerede effekter på dansk økonomi fra ECB's renteændringer siden 2022 samt den dertilhørende afmatning af europæisk økonomi. Beregningerne er lavet under antagelse af, at den naturlige realrente er steget i perioden siden 2022. Specifikt antages der i modelberegningen en stigning på 1,5 procentpoint i tråd med estimer for den naturlige realrente i figur 34. Estimer for den naturlige realrente i Danmark fra Nationalbankens modeller indikerer en stigning siden 2022, hvilket også er i tråd med estimer fra ECB, om end niveauet for punktestimerne er forbundet med stor usikkerhed.⁴ Hvis der antages en helt flad naturlig realrente siden 2022, viser modellen en svagt kontraktiv effekt i 2025, men profilen forbliver omtrent uændret.

Den fulde effekt af en renteændring på BNP sker med forsinkelse, jf. figur 36 i hovedteksten.⁵ Det ses ved, at modelestimaterne viser begrænsede effekter i 2022, selvom omtrent halvdelen af de samlede renteforhøjelser indtraf inden for dette år. Derfor viser estimerne også, at der er størst effekt på BNP i 2023. Efterfølgende vender BNP gradvist tilbage mod sit strukturelle niveau frem mod 2025. Dette skyldes ikke kun nedsættelser af den pengepolitiske rente påbegyndt i 2024, men også at kontraktive effekter fra tidligere renteforhøjelser gradvist bortfalder.⁶

Fortsættes ...

FIGUR A

Modelberegninger benytter ændringer i renteforventninger siden 2022



Anm.: Figuren viser den korte pengemarkedsrente inkl. markedsforventninger fremadrettet (grå kurve) samt markedsforventninger pr. 4. kvartal 2021 (rød kurve) tillagt en gradvis stigning i den naturlige realrente på 1,5 procentpoint gennem 2022.

Kilde: LSEG Workspace og egne beregninger.

... fortsat

Modelestimaterne er behæftet med usikkerhed. Parameterusikkerhed medfører, at estimaterne er tilknyttet statistisk usikkerhed, hvilket er illustreret ved konfidensbåndene i figur 36. Derudover har antagelser om forventningsdannelse betydning for modelestimaterne. I analysen modelleres renteændringer som uventede stød, hvilket betyder, at husholdninger og virksomheder forventer, at renten gradvist vender tilbage mod sit naturlige niveau efter en renteændring. Det står i kontrast til det faktiske forløb, hvor markedsforventninger til den fremtidige korte pengemarkedsrente gradvist løftede sig gennem 2022. I det omfang fremtidige renteændringer har været ventet af husholdninger og virksomheder, vil det fremskynde deres adfærd og derved også BNP-effekterne. Det vil trække i retning af, at renteændringerne siden 2022 muligvis har haft en hurtigere effekt på BNP og dermed kan have lidt større ekspansive effekter fra 2025.

Pengepolitik kan påvirke økonomien gennem en række transmissionskanaler.⁷ DSGE-modellens teoretiske struktur medfører dog, at ECB's pengepolitik primært påvirker husholdninger ved at ændre incitamentet til opsparing via realrenten (den intertemporale substitutionskanal), mens faldet i europæisk aktivitet svækker dansk eksport. I andre modeltyper kan andre transmissionskanaler, som fx nettorentebetalingskanalen, have større relativ betydning i den samlede transmission. Dette vil dog ikke nødvendigvis have nævneværdig betydning for den samlede effekt af pengepolitiske stød.⁸

¹ DSGE står for *dynamic stochastic general equilibrium*. Modellen er en reestimeret udgave af DSGE-modellen udviklet i J. Pedersen og S.H. Ravn, *What Drives the Business Cycle in a Small Open Economy? Evidence from an Estimated DSGE Model of the Danish Economy*, *Danmarks Nationalbank Working Papers*, nr. 88, 2013. Den reestimerede udgave er estimeret på data fra 1995-2022 og udvidet med blandt andet et modul til modellering af euroområdet økonomi vha. en mellemstor DSGE-model, jf. F. Smets og R. Wouters, *Shocks and Frictions in US Business Cycles: A Bayesian DSGE Approach*, *American Economic Review*, vol. 97, nr. 3, 2007.

² Fremgangsmåden i analysen svarer til ECB's fremgangsmåde i lignende analyser. ECB's analyser medregner dog effekterne fra afviklingen af opkøbsprogrammer, da ECB's opkøbsprogrammer også har påvirket økonomisk aktivitet i euroområdet. Se fx P.R. Lane, *The 2021-2022 inflation surges and the monetary policy response through the lens of macroeconomic models*, *SUERF Marjolin Lecture*, november 2024.

³ Det antages, at der er fuldt gennemslag fra ECB's renter til Nationalbankens renter i modellen. Udvidelsen af det pengepolitiske spænd på 30 basispoint siden starten af 2022 vurderes ikke at have nævneværdige effekter.

⁴ Se C. Brand, N. Lisack og F. Mazelis, *Natural rate estimates for the euro area: insights, uncertainties and shortcomings*, *ECB Economic Bulletin*, Issue 1, 2025.

⁵ I modellen tager det knapt et år, før et ECB-rentestød har maksimal effekt på BNP-niveauet i Danmark. Forsinkelsen er konsistent med estimatet fra R.B. Larsen og C.J. Weissert, *Monetary policy transmission in Denmark*, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 198, januar 2024.

⁶ Pengepolitik er neutral på lang sigt. Derfor vil realt BNP stige efter det indledende fald ved en rentestigning.

⁷ De forskellige pengepolitiske transmissionskanaler diskuteres i Danmarks Nationalbank, *Effekter af pengepolitiske renteforhøjelser*, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 5, marts 2024.

⁸ Se fx A. Auclert, M. Rognlie og L. Straub, *Fiscal and Monetary Policy with Heterogeneous Agents*, *NBER Working Paper*, nr. 32991, 2024.

Publikationer



NYT

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



STATISTIKNYHED

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



RAPPORT

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



ANALYSE

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



ECONOMIC MEMO

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



WORKING PAPER

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

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

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

Redaktionen er afsluttet 12. marts 2025



**DANMARKS
NATIONALBANK**