

# DANMARKS NATIONALBANK

14. MARTS 2018 — NR. 3

## Monetære og finansielle tendenser – marts 2018

- Kronen har været stabil og ligget på den stærke side af centralkursen over for euro. Siden den seneste rapport fra september 2017 har der været flere store handler i valutamarkedet. Det til trods har Nationalbanken ikke intervenseret frem til udgangen af februar.
- I lighed med andre steder i verden steg de danske statsobligationsrenter mod slutningen af 2017 og i begyndelsen af 2018 som følge af bl.a. højere inflations- og vækst-udsigter i euroområdet og USA.
- Virksomheder og husholdninger har øget deres låntagning i et stabilt men afdæmpet tempo. Udlånvæksten drives af udlån fra realkreditinstitutter. Niveauet for den samlede kredit til husholdninger og virksomheder er fortsat højt.

### INDHOLD

- 2 VALUTAMARKEDET
- 4 PENGEPOLITIK I EURO-OMRÅDET OG USA
- 8 PENGEMARKEDET I DANMARK
- 9 KAPITALMARKEDER
- 12 PENGE OG KREDIT

#### Store handler i valutamarkedet

### Kronen

har været stabil og ligget på den stærke side af centralkursen over for euro

[Læs mere](#)

#### Normalisering af pengepolitik i vente?

### Renterne

steg mod slutningen af 2017 og i begyndelsen af 2018 på grund af højere inflations- og vækstudsigter

[Læs mere](#)

## Valutamarkedet

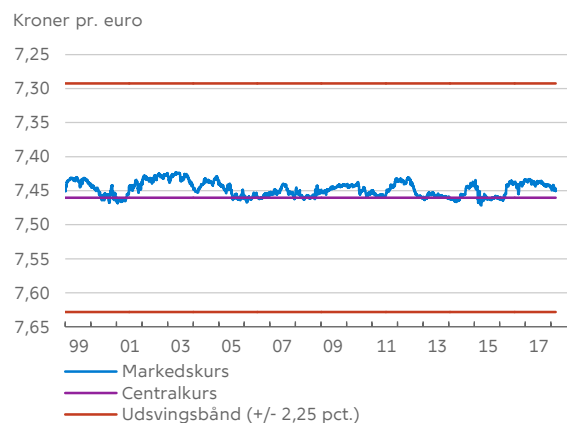
### Kronen har været stabil

De seneste seks måneder har kronens kurs over for euro været stabil og på den stærke side af centralkursen, jf. figur 1. Nationalbanken har ikke inter文neret i valutamarkedet i perioden. Valutareserven har været stort set uændret og udgjorde i slutningen af februar 2017 467 mia. kr. I perioden var der mindre bevægelser i kronekursen. I løbet af efteråret blev kronen let svækket, hvilket skal ses i lyset af, at pengemarkedsspændene til euroområdet blev mere negative, jf. afsnittet Pengemarkedet i Danmark. Derudover var der store transaktioner i kronemarkedet, som påvirkede kronens kurs beskedent, men påvirkningerne var midlertidige. Forsvaret afdækkede valutarisikoen på købet af nye kampfly, jf. boks 1. Kronen blev desuden påvirket i forbindelse med store virksomhedshandler, bl.a. en kapitalfonds overtagelse af Nets A/S.

Nationalbanken har holdt de pengepolitiske renter uændrede siden januar 2016. Det betyder, at indskudsbevisrenten fortsat er -0,65 pct. Rentspændet til ECB er -0,25 pct. og har været uændret siden marts 2016.

### Kronen har ligget på den stærke side af centralkursen

Figur 1



Anm.: Omvendt skala på venstre akse.  
 Kilde: Danmarks Nationalbank.

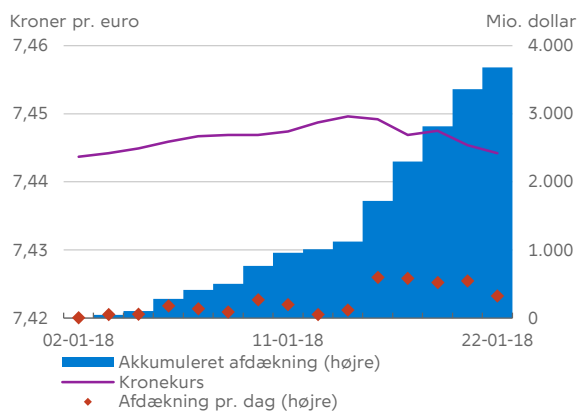
### Afdækning af valutakursrisiko i forbindelse med Forsvarets køb af kampfly

Boks 1

Nationalbanken kurssikrede i begyndelsen af januar 2018 Forsvarets betalinger på samlet 3,7 mia. dollar i forbindelse med købet af 27 nye kampfly, jf. figuren nedenfor. Det indebar et betydeligt køb af valuta. Når Nationalbanken, på vegne af staten, køber valuta, øger det udbuddet af danske kroner på valutamarkedet. Det vil trække i retning mod en svækkelse af kronen. Kronekursen udviste dog kun marginale udsving i forbindelse med handlerne.

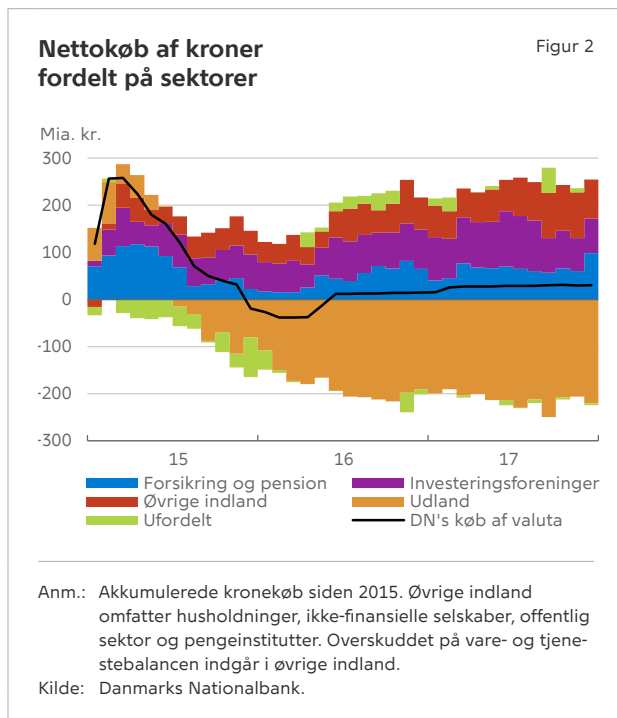
Forsvarets betalinger falder fra 2018 til og med 2027, og Nationalbanken afdækkede derfor betalingerne i terminkmarkedet i dollar. Det vil sige, at Nationalbanken købte dollar til levering i fremtiden til en kurs, der fastlåses ved indgåelse af handlen i dag.<sup>1</sup> Indledningsvist blev handlerne delt op i størrelsesordenen 50 mio. dollar. Senere blev handelsstørrelsen øget til 100 mio. dollar. For hver handel indhentede Nationalbanken bud fra minimum tre modparter for at sikre, at kurserne var konkurrencedygtige. Nationalbankens erfaringer fra handlerne var, at valutaterminsmarkedet mellem kroner og dollar er likvidt, men at markedslividiteten falder lidt for handler med termin om mere end seks år.

### Afdækning af Forsvarets valutarisici ved køb af nye kampfly



Kilde: Danmarks Nationalbank.

1. Kursen svarer til handelsdagens spotkurs korrigeret for terminsfradraget frem til leveringsdatoen.



**Neutral kroneefterspørgsel i 2017 overordnet set**  
 Indlændinge købte kroner i stort set samme omfang, som udlandet solgte kroner i 2017. Det fremgår af Nationalbankens opgørelse af sektorernes køb og salg af kroner, jf. boks 2. Kroneefterspørgslen fra de to grupper var dermed samlet set neutral over året, og Nationalbanken intervererede kun i begrænset omfang i valutamarkedet. Det skete i februar og marts 2017, hvor Nationalbanken intervererede i forbindelse med politisk usikkerhed i euroområdet. Den resterende del af året forløb uden interventioner i valutamarkedet. Fastkurspolitikken betyder, at Nationalbanken normalt i første omgang køber eller sælger kroner, hvis der er pres på kronekursen over for euro.<sup>1</sup> Det var fx situationen i de første måneder af 2015, hvor udlandet og forsikrings- og pensions-selskaber efterspurgte kroner, og Nationalbanken intervererede i valutamarkedet for betydelige beløb. Siden solgte udlandet kroner med indlændinge og Nationalbanken som modparter, jf. figur 2.

Danmarks overskud på betalingsbalancens løbende poster i 2017 medførte, at Danmark samlet set øgede valutaeksponeringen over for udlandet. Det skete, primært ved at indlændinge (ekskl. National-

**Opgørelse af nettokøb af kroner fordelt på sektorer og instrumenter**

Boks 2

Nationalbanken har siden 2015 opgjort sektorernes nettokøb af kroner fordelt på instrumenter. Opgørelsen er baseret på indberetninger om handel med finansielle aktiver og passiver, valutaeksponering og -afdækning samt data for betaling for varer og tjenester og rente- og udbyttebetalinger.

Opgørelsen tager udgangspunkt i, at et overskud på betalingsbalancens løbende poster (inkl. kapitalposter) modsvares af, at indlandet erhverver en tilsvarende fordring på udlandet. Det kan enten være Nationalbanken, som køber aktiver fra udlandet og dermed øger valutareserven, eller indlændinge (alle indlændinge ekskl. Nationalbanken), som øger deres beholdning af udenlandske fordringer:<sup>1</sup>

$$\begin{aligned} &\text{Overskud på betalingsbalancens løbende poster}^2 \\ &= \text{Nationalbankens nettokøb af valuta} \\ &+ \text{Indlændinges nettokøb af aktiver fra udlandet} \end{aligned}$$

Lidt forenklet sagt vil kronen tendere mod at appreciere, hvis indlændinge ikke er villige (for en given kronekurs) til at holde nye fordringer i fremmed valuta på udlandet for et beløb svarende til overskuddet på betalingsbalancen. Hvis apprecieringen ikke medfører øget efterspørgsel efter fremmed valuta, vil Nationalbanken ifølge sit normale reaktionsmønster interverere og dermed påtage sig eksponeringen i fremmed valuta.

Hver enkelt sektors nettoefterspørgsel efter kroner svarer til dens bidrag til overskuddet på betalingsbalancens løbende poster fratrukket dens nettokøb af aktiver i fremmed valuta fra udlandet. I Nationalbankens opgørelse af kronekøb indgår betalingsbalancens løbende poster derfor isoleret set som efterspørgsel efter eller udbud af kroner. Det afspejler dog ikke nødvendigvis, at et overskud i sig selv i virkeligheden fører til nettokøb af kroner, eftersom mange virksomheders transaktioner afholdes i fremmed valuta, og deres valutaandtjening aldrig bliver omvekslet til kroner, før de fx bliver reinvesteret i aktiver i fremmed valuta.

1. Det er Nationalbankens samlede nettokøb af kroner, som indgår i opgørelsen, og ikke kun interventionskøb. Ud over Nationalbankens køb af valuta påvirkes valutareserven af værdireguleringer, som ikke indgår i opgørelsen af kronekøb. Der ses her bort fra værdireguleringerne.

2. Det er de faktiske betalinger knyttet til betalingsbalanceoverskuddet, som har betydning for kronekøbet. De faktiske betalinger omfatter ikke reinvesteret indtjening, påløbne renter og emissionskurstab, som indgår i betalingsbalanceopgørelsen. For at minimere støj i opgørelsen af kroneefterspørgslen ses der desuden bort fra virksomheder, som primært laver forretninger i dollar, hvilket i praksis omfatter olie- og shippingvirksomheder. Da disse virksomheder har et overskud i forhold til udlandet, er betalingsbalanceoverskuddet i kroneefterspørgslen mindre end det samlede betalingsbalanceoverskud. Disse virksomheders overskud giver på den anden side ikke anledning til nettoefterspørgsel efter kroner, da de placerer overskuddet i valutaaktiver.

1 Jf. M. Spange og M. Toftdahl, Fastkurspolitik i Danmark, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, 1. kvartal, 2014.

banken) øgede valutaeksponeringen ved at nedbringe gæld i valuta og købe udenlandske aktiver. Husholdninger og ikke-finansielle virksomheder nedbragte bl.a. deres obligationsbaserede lån i euro. Forsikrings- og pensionssektoren investerede i udenlandske aktiver.

Samlet set solgte udlandet kroner i 2017. Udenlandske investorer har i løbet af 2017 øget beholdningen af især danske realkreditobligationer. På samme tid har udlandet afdækket valutarisiko på nye eller eksisterende investeringer, hvilket har trukket kroneefterspørgslen i modsat retning. Derudover har betalinger af udbytter og renter i kroner til udlandet alt andet lige bidraget til de udenlandske investorers salg af kroner.

## Pengepolitik i euroområdet og USA

### ECB's opkøbsprogrammer fortsætter

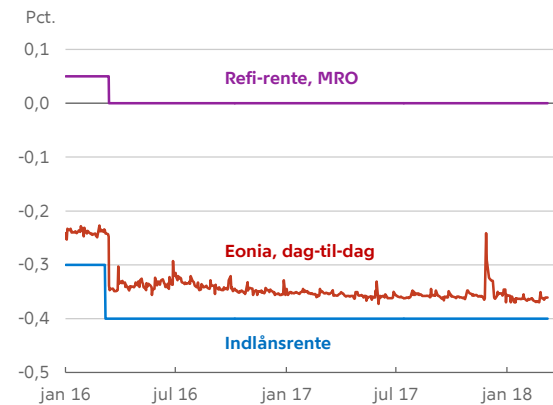
ECB's Styrelsesråd besluttede i oktober 2017 at forlænge det udvidede opkøbsprogram, APP, og reducere de månedlige nettoopkøb fra 60 mia. euro til 30 mia. euro fra januar 2018 til udgangen af september 2018. Styrelsesrådet har endnu ikke udmeldt den endelige strategi for opkøbsprogrammerne efter september 2018. Opkøbsprogrammet vil som udgangspunkt fortsætte, så længe Styrelsesrådet finder det nødvendigt for at opfylde ECB's målsætning for inflationen i euroområdet.

ECB har holdt de pengepolitiske renter uændrede ved de seneste rentemøder. ECB's indlånsrente er dermed fortsat -0,4 pct. ECB forventer, at renterne bliver på det nuværende niveau i en længere periode, dvs. i noget tid efter afslutningen på ECB's nettoopkøb af obligationer.

Den korte pengemarkedsrente i euroområdet, Eonia, har det seneste halve år fortsat oftest været tæt på ECB's indlånsrente, jf. figur 3. Det skyldes primært, at opkøbsprogrammerne har medført, at overskudsliquiditeten i banksektoren er steget betydeligt, jf. boks 3. I slutningen af november 2017 udviste Eonia midlertidige udsving, da renten steg mere end 10 basispoint for derefter gradvis at falde tilbage. Den lave omsætning bag Eonia-beregningen betyder, at selv mindre ændringer i handelsaktivet kan medføre betydelige ændringer i renten.

Lave og stabile pengemarkedsrenter i euroområdet

Figur 3



Kilde: Bloomberg.

ECB annoncerede den 21. september 2017, at de vil beregne og offentliggøre en dag til dag-referencerente. Renten skal efter hensigten supplere de eksisterende benchmarks og være et backstop for markedsinitiativer, hvis beregningsgrundlaget for de eksisterende benchmarks ikke er tilstrækkeligt. ([link](#))

ECB's dag til dag-rente skal ligesom Eonia baseres på transaktionsdata, som bankerne allerede leverer til ECB (MMSR-data), men hvor panelet af banker er større end for Eonia-beregningen. Den nye rente er efter planen klar før 2020 og er et element i mandattet for en nyligt nedsat arbejdsgruppe med fokus på risikofri eurorenter. Arbejdsgruppen har deltaget fra bl.a. private banker og Europa-Kommissionen. ([link](#))

### Markedsdeltagernes forventninger til tidspunktet for rentestigninger er rykket tættere på

Pengemarkedsrenten i euroområdet, målt ved 3-måneders Eonia-swaprenten, har ligget tæt på dag til dag-renten på et niveau omkring -0,35 pct. siden begyndelsen af 2016, jf. figur 4. Den svage hældning på forwardkurven for pengemarkedsrenterne frem til slutningen af 2018 indikerer, at markedsdeltagere kun forventer en beskedent stigning i de korte pengemarkedsrenter det næste års tid. Fra 2019 og fremad indikerer markedspriser, at stigningerne i de korte pengemarkedsrenter tiltager, og at renterne forventes at blive positive i efteråret 2019.

## Overskudslikviditeten i euroområdet har skabt rekordhøje Target2-balancer

Boks 3

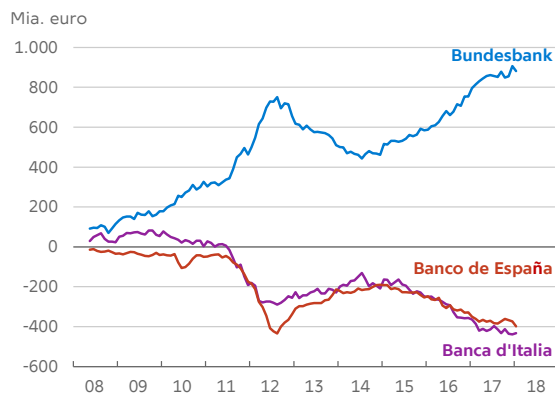
ECB's opkøb af obligationer tilfører likviditet til banksektoren i euroområdet.<sup>1</sup> ECB's likviditetstilførsel har medført, at overskudslikviditeten er vokset betydeligt siden 2015. Overskudslikviditeten er bankernes samlede indestående i centralbanken ud over summen af de enkelte bankers minimumskrav, de såkaldte reservekrav.<sup>2</sup> Overskudslikviditeten ligger nu på et niveau omkring 1.900 mia. euro. Koncentration af overskudslikviditet i enkelte lande i euroområdet har skabt baggrund for voksende Target2-balancer siden 2015, jf. figuren nedenfor.<sup>3</sup>

De voksende Target2-balancer er ifølge ECB et resultat af den decentraliserede implementering af ECB's opkøbsprogram og den finansielle struktur i euroområdet. ECB's opkøbsprogrammer påvirker Target2-balancerne. Det skyldes den decentrale implementering af ECB's opkøbsprogram, som fører til overførsler af centralbankreserver på tværs af landegrænser. Når Banca d'Italia fx køber italienske statsobligationer fra modparter i Tyskland, vil centralbanken opbygge en forpligtelse over for ECB. Den sælgende bank i Tyskland vil deponere pengene i Bundesbank, som dermed får et tilsvarende krav.

Eurosystemets Target2-balancer er steget siden begyndelsen af 2015 og overstiger nu niveauet under statsgældskrisen i 2012. Target2-balancerne er bl.a. steget for den tyske centralbank, som samlet har opbygget et stort krav over for ECB, mens især centralbankerne i Spanien og Italien omvendt har opbygget negative balancer og dermed har forpligtelser over for ECB, jf. figuren nedenfor. Ifølge ECB foretages 80 pct. af de nationale centralbankers opkøb af obligationer via udenlandske modparter, og 50 pct. sker igennem modparter uden for euroområdet, som benytter sig af korrespondentbanker i de finansielle centre i euroområdet i fx Tyskland, Holland eller Luxembourg.

Target2-balancerne stiger, fordi likviditetstilførslen fra eurosystemets opkøb af obligationer bliver koncentreret i få lande. Under statsgældskrisen i 2012 steg Target2-balancerne, fordi banksektoren i enkelte eurolande blev afhængig af lån fra de nationale centralbanker som følge af kapitalflugt mod lande, hvor banksektoren blev opfattet som mere robust. Men hvor de voksende Target2-balancer frem mod 2012 primært skyldtes usikkerhed omkring banksektoren i nogle lande, stammer de nuværende balancer i høj grad fra eurosystemets likviditetsindsprøjtninger fra ECB's opkøbsprogram.

### Target2-balancerne er steget



Kilde: ECB.

1. Jf. *ECB Economic Bulletin*, Issue 3, 2017 – Boxes, The ECB's asset purchase programme and Target balances: monetary policy implementation and beyond.
2. Reservekravet er den mængde likviditet, som hver bank i euroområdet skal holde på sin konto i den nationale centralbank i gennemsnit over en fastsat periode, også kaldet reservekravsperioden.
3. Target2 er eurosystemets interne system til afvikling af betalinger i euro mellem banker på tværs af landegrænser. Target2-balancer opstår mellem ECB og de nationale centralbanker, når der sker betalinger mellem banker på tværs af landegrænser. Balancerne afspejler de nationale centralbankers krav (positive) eller forpligtelser (negative) over for ECB og fremgår som en separat post på centralbankernes balancer.

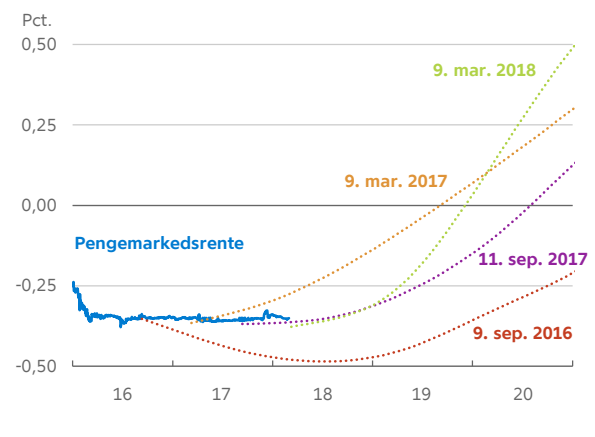
Den stejle hældning på forwardkurven i forhold til de seneste år afspejler, at markedsdeltagerne generelt forventer, at ECB kan påbegynde en normalisering af pengepolitikken hurtigere end tidligere forventet. Det skyldes bl.a., at inflations- og vækstforventninger i euroområdet er stigende. ECB opjusterede vækstudsigterne for euroområdet på Styrelsesrådets møde i december 2017 og marts 2018. ECB's spørgeskemaundersøgelse, Survey of Professional Forecasters, bekræfter forbedringen. Spørgeskemaundersøgelsen tyder også på, at inflationsforventninger er svagt stigende, hvilket bakkes op af inflationsindekserede finansielle produkter.

### Renteforhøjelser fortsætter i USA

Den amerikanske centralbank, Federal Reserve, har sat målet for den pengepolitiske rente, Federal Funds Target Rate, op fem gange siden december 2015 fra 0,00-0,25 pct. til 1,25-1,50 pct. Den seneste renteforhøjelse kom i december 2017. Centralbanken lægger op til tre rentestigninger i 2018 og to i 2019. Den påbegyndte i oktober 2017 en gradvis nedbringelse af sin balance, der steg kraftigt efter finanskrisen som følge af opkøb af obligationer. Udformningen af pengepolitikken i USA har været debatteret på baggrund af den lange periode med meget lave renter. Blandt andet har den tidligere formand for Federal Reserve, Ben Bernanke, foreslået at supplere centralbankens inflationsmål med et mål for prisniveauet, når de pengepolitiske renter har ramt en nedre grænse, jf. boks 4.

Stabile pengemarkedsrenter, men forventning om en hurtigere stigning fra 2019

Figur 4



Anm.: 3-måneders Eonia-swaprente. De stiplede kurver angiver 3-månedersforwardrenter på de angivne datoer.  
 Kilde: RIO Scanrate.

### Midlertidig price-level targeting – en mulig løsning af problemet med en nedre grænse for de pengepolitiske renter

Boks 4

Fortsættes

Kombinationen af lave nominelle renter, lav inflation og en lavere naturlig realrente er udfordrende for udførelsen af pengepolitikken.<sup>1</sup> Hvis centralbanken ønsker at stimulere aktiviteten i økonomien og dermed øge inflationen, så skal den faktiske realrente være lavere end den naturlige realrente. Hvis den naturlige realrente er lav, så øges risikoen for at ramme den effektive nedre grænse for de pengepolitiske renter. Det reducerer centralbankens mulighed for at bruge konventionel pengepolitik, dvs. ændringer af de korte pengepolitiske renter, til at opnå sine målsætninger.<sup>2</sup> En konsekvens er fx, at det siden finanskrisen har været en udfordring for de store centralbanker at nå deres inflationsmål.

Denne problemstilling har motiveret en diskussion om udformningen af det pengepolitiske regime i USA. Det nuværende regime er baseret på en såkaldt inflationsmålsætning, hvor centralbanken udfører pengepolitikken efter en

inflationsmålsætning på 2 pct. Et forslag er, at centralbanker midlertidigt sigter mod et prisniveau, når den pengepolitiske rente har ramt den effektive nedre grænse.<sup>3</sup> Prisniveauet kan vokse over tid, så der er overensstemmelse med en gennemsnitlig inflation på 2 pct. Forslaget benævnes *midlertidig price-level targeting*.

#### Midlertidig price-level targeting

##### – et kompromis mellem to pengepolitiske ideer

Under price-level targeting styrer centralbanken mod at ramme et mål for prisniveauet. Målet for prisniveauet kan vokse over tid i overensstemmelse med en inflation på 2 pct. p.a., jf. figur A. Inflationen i en række lande har siden finanskrisen systematisk ligget under 2 pct., jf. figur B. Den lave inflation har medført en væsentlig akkumuleret afvigelse mellem det faktiske prisindeks og prisindekset, hvis inflationen havde været 2 pct. i gennemsnit i perioden, jf. figur A.

## Midlertidig price-level targeting – en mulig løsning af problemet med en nedre grænse for de pengepolitiske renter

Boks 4  
 Fortsættes

Der er en væsentlig forskel mellem price-level targeting og det nuværende pengepolitiske regime i USA:

- Under en inflationsmålsætning har historiske afvigelser fra målet ikke nogen effekt på fastsættelsen af pengepolitikken i dag. Centralbanken stopper med at lempe eller stramme pengepolitikken, når inflationen har ramt målet.
- Under price-level targeting vil den akkumulerede forskel skulle indhentes. En lempelig eller stram pengepolitik skal fortsætte og lade inflationen være henholdsvis højere eller lavere, indtil målet for prisniveauet er ramt; den gennemsnitlige inflation i perioden skal være 2 pct.

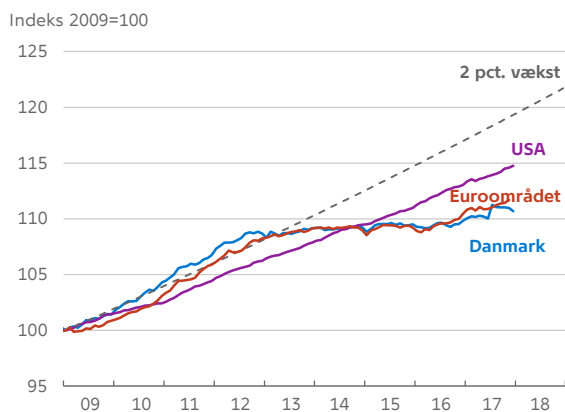
Denne forskel er vigtig. I den nuværende situation vil price-level targeting medføre en forventning om, at pengepolitikken fremadrettet skal være mere lempelig. Hvis politikken

er troværdig, så øger den inflationsforventningerne og reducerer hermed realrenten, da den er lig den nominelle rente fratrukket inflationsforventningerne. Det stimulerer efterspørgslen og øger det inflationære pres i økonomien.

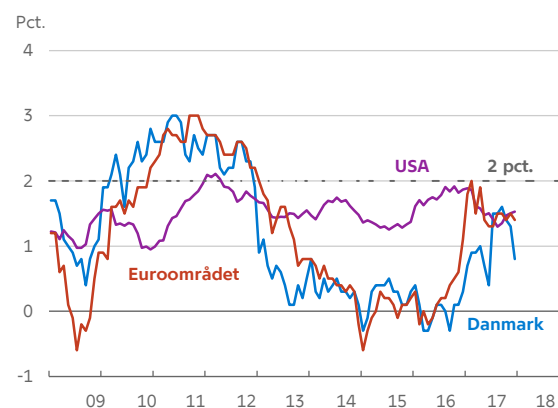
Herudover betyder price-level targeting, at pengepolitikken fx skal være mere lempelig i forhold til inflationsmålsætningen i længere tid, hvis inflationen eksempelvis har været lavere end målet.<sup>4</sup> Fremadskuende husholdninger og virksomheder vil foregribe den lempeligere fremtidige pengepolitik, og derfor vil de ønske højere løn- og prisstigninger allerede på det tidspunkt, hvor inflationen er begyndt at afvige fra målet. Derfor vil inflationen falde mindre end under en inflationsmålsætning.

### Siden finanskrisens begyndelse har inflationen i USA og euroområdet ligget under inflationsmålet

Figur A



Figur B



Anm.: I figur A er vist prisindeks for USA (PCE), euroområdet (HICP) og Danmark (HICP) sammen med et mål for prisindeksene ved en inflation på 2 pct. pr. år. I figur B er vist udviklingen i disse indeks.

Kilde: Datastream og egne beregninger.

### Price-level targeting kan være ekstra nyttigt i den nedre effektive grænse for de pengepolitiske renter

Price-level targeting er særligt interessant i en situation, hvor den nedre grænse for de pengepolitiske renter begrænser centralbankens råderum, fordi det kan bidrage til at øge inflationsforventningerne og reducere realrenterne. Med midlertidig price-level targeting lover centralbanken at lade inflationen overstige målet, netop når den nedre grænse for den pengepolitiske rente er ramt.<sup>5</sup> Det kan forkorte den periode, hvor centralbanken er begrænset af den nedre grænse for de pengepolitiske renter, da inflationsforventningerne øges, og realrenten dermed mindskes.

### At gøre price-level targeting midlertidig kan afhjælpe et kendt problem ved politikken

Under price-level targeting medfører kontraktive udbudsstød, dvs. højere priser og lavere produktion, at centralbanken skal hæve renten. Når renten hæves, mindskes efterspørgslen i en situation, hvor aktivitetsniveauet allerede er under pres. Det er en væsentlig uhensigtsmæssighed ved price-level targeting.<sup>6</sup> Under en inflationsmålsætning er det samme gældende, men en vigtig forskel er, at pengepolitikken her lempes med det samme, når inflationen rammer 2 pct. Under price-level targeting skal pengepolitikken derimod være strammere i en længere periode, idet inflationen efter en periode med høj inflation i den efterfølgende periode skal være under 2 pct., for at det ønskede prisniveau nås. Dermed bliver perioden med lav økonomisk aktivitet forlænget.

## Midlertidig price-level targeting – en mulig løsning af problemet med en nedre grænse for de pengepolitiske renter

Boks 4  
 Fortsat

Fordelen ved *midlertidig* price-level targeting er, at centralbanken fører pengepolitik som i dag efter et inflationsmål, når den nedre grænse for de pengepolitiske renter ikke er bindende. Centralbanken skifter kun til price-level targeting, når den effektive nedre grænse for de korte pengepolitiske renter er ramt.

### Midlertidig price-level targeting er heller ikke uden udfordringer

Midlertidig price-level targeting forudsætter en høj grad af troværdighed fra centralbankens side. For det første er der spørgsmålet om troværdigheden ved at skifte til price-level targeting: Hvordan kan Federal Reserve overbevise husholdninger, virksomheder og de finansielle markeder om, at

de rent faktisk vil og kan opnå det ønskede prisniveau? Og hvordan tolker markedet skiftet? Hvis markedet ikke er overbevist om troværdigheden eller misforstår centralbankens handlinger, kan et skifte til price-level targeting, selv om det er midlertidigt, opfattes som et signal om, at økonomien er i dyb krise. For det andet er der spørgsmålet om, hvorvidt centralbanken alligevel vil øge renten, inden det lovede prisniveau er ramt, og inflationen når over 2 pct. Herudover kan der være en risiko for, at inflationsforventningerne kan stige og miste deres forankring, hvis der kræves en relativt høj inflation i lang tid for at nå det ønskede niveau for prisindekset. Og endelig er der betydningen for den finansielle stabilitet ved at holde den pengepolitiske rente lav i lang tid.<sup>7</sup>

1. Den naturlige realrente defineres som den reale rente, der lukker produktionsgab og sikrer, at inflationen er på centralbankens mål, jf. fx M. Woodford, *Interest and Prices*. Princeton University Press, kapitel 4, 2003.
2. Kiley og Roberts analyserer lave naturlige realrenters betydning for sandsynligheden for at ramme den nedre nulgrænse. Forfatterne finder, at lave naturlige realrenter og en inflationsmålsætning kan medføre mere volatil realøkonomisk aktivitet og inflation. Perioder, hvor den pengepolitiske rente befinder sig i sin effektive nedre grænse, er længere og mere hyppige end perioder, hvor den naturlige realrente er højere. Jf. M.T. Kiley og J.M. Roberts, *Monetary Policy in a Low Interest Rate World*, *Brookings Papers on Economic Activity*, pp. 317-396, forår 2017.
3. Jf. Ben Bernanke, *Monetary Policy in a New Era*, Peterson Institute for International Economics, oktober 2017.
4. Her antages det, at under inflationsmålsætning fører centralbanken pengepolitik efter en såkaldt Taylor-regel, hvor den pengepolitiske rente i hver periode ændres ud fra bevægelser i inflation og real aktivitet.
5. Krugman betegner dette som et løfte om at være "uansvarlig", jf. P. Krugman, *It's baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap*, *Brookings Papers on Economic Activity*, pp. 137-205, 1998.
6. Jf. Ben Bernanke, *Monetary Policy in a New Era*, Peterson Institute for International Economics, oktober 2017.
7. Denne bekymring deler bl.a. Leal Brainard: "the combination of low interest rates and low unemployment that would prevail during the inflation overshooting period could well spark capital markets to overextend, leading to financial imbalances". Paneldebat på konference 12. oktober 2017, *Rethinking Macroeconomic Policy*, Peterson Institute for International Economics. *FRBSF Economic Letter*, 8. maj 2017.

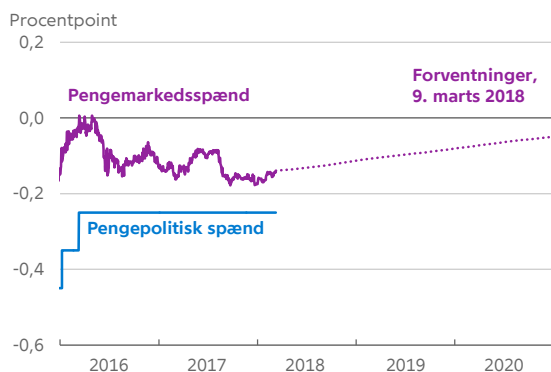
## Pengemarkedet i Danmark

### Pengemarkedsspændet er blevet lidt mere negativt

Det negative spænd mellem pengemarkedsrenter i Danmark og euroområdet er udvidet en anelse. Spændet mellem 3-måneders Cita- og Eonia-swaps er gået fra omkring -0,10 procentpoint i midten af 2017 til -0,15 procentpoint, jf. figur 5. Udvidelsen afspejler primært lavere danske pengemarkedsrenter drevet af lavere T/N-fixinger. Op til årsskiftet var der en mindre, midlertidig indsnævring af spændet. Det skyldtes, at markedsdeltagerne forventede, at pengemarkedet ville være mere påvirket af ultimo-

Pengemarkedsspændet er faldet

Figur 5



Anm.: Pengemarkedsspændet er mellem 3-måneders OIS-swapsrenter (Cita-Eonia). Det pengepolitiske spænd er mellem indskudsbevisrenten og ECB's deposit facility rate. Forventninger er den implicite forventning for markedsdeltagere udledt af pengemarkedsforwardkurver.

Kilde: Rio Scanrate, Thomson Reuters Datastream og Danmarks Nationalbank.



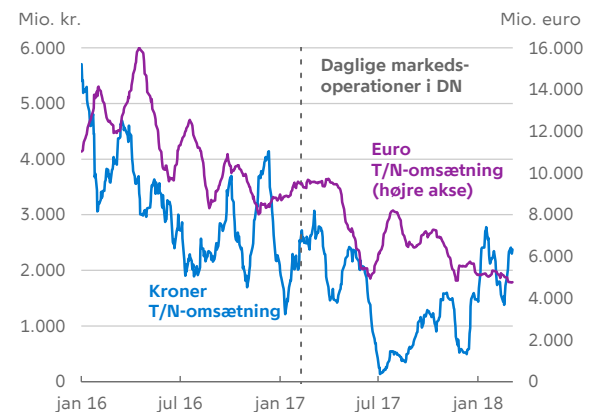
effekter<sup>2</sup> i Danmark end i euroområdet, dvs. at dag til dag-renterne i Danmark over årsskiftet ville stige mere end i euroområdet – de såkaldte ultimoeffekter.<sup>3</sup>

Det toneangivende pengepolitiske spænd til euroområdet har været uændret på -0,25 procentpoint.

Den meget lave og faldende omsætning på pengemarkedet i begyndelsen af 2017 blev afløst af stigende omsætning i slutningen af året og i begyndelsen af 2018, jf. figur 6. Omsætningen er tilbage på niveauet fra før introduktionen af daglige markedsoperationer i februar 2017. Den generelt lave omsætning skyldes bl.a., at bankernes beholdning af likviditet i Nationalbanken er betydelig, jf. figur 7. Der er ikke tegn på, at indførelsen af de daglige markedsoperationer har påvirket pengemarkedsomsætningen nævneværdigt.

Omsætningen på det danske T/N- marked er steget

Figur 6



Anm.: 21 dages glidende gennemsnit.  
 Kilde: Bloomberg og Danmarks Nationalbank.

## Kapitalmarkeder

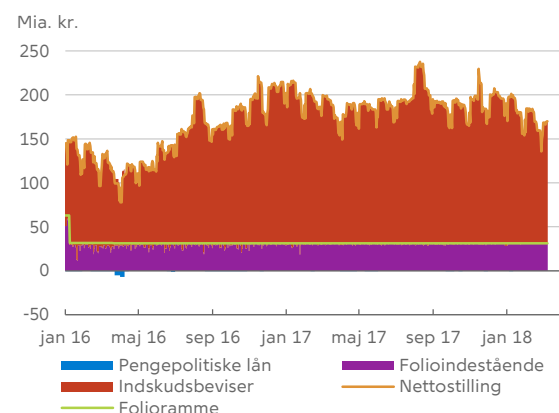
### Statsobligationsrenterne steg i december 2017 og januar 2018

I slutningen af 2017 og begyndelsen af 2018 steg statsobligationsrenterne i euroområdet, jf. figur 8. Stigningen afspejler bl.a. forventninger blandt markedsdeltagerne om en hurtigere normalisering af pengepolitikken i euroområdet, jf. afsnittet Pengepolitik i euroområdet og USA. I et længere perspektiv ligger renterne i euroområdet dog fortsat på et meget lavt niveau.

Den implicitte volatilitet udledt af optioner på tyske 10-årige statsobligationer steg lidt i begyndelsen af 2018 i forbindelse med rentestigningen og den generelle nervøsitet i de finansielle markeder. Den realiserede volatilitet på prisen på obligationer forblev afdæmpet. Både den realiserede og den implicitte volatilitet er lav i en historisk sammenligning.

Nettostillingen viser stort likviditetsoverskud

Figur 7



Kilde: Danmarks Nationalbank.

2 Jf. fx J. Christensen, P. Mindested og L. Risbjerg, Seneste tendenser på pengemarkedet, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, 4. kvartal, 2014.

3 T/N-renten over årsskiftet var 15 basispoint, hvilket var godt 70 basispoint mere end i dagene op til. Eonia var stort set uændret over årsskiftet i forhold til dagene op til.

ECB's obligationsopkøbsprogram har været i gang i mere end to år og påvirker stadig obligationsmarkederne. ECB's beholdninger af obligationer er betydelige i forhold til størrelsen af markederne for euroobligationer. Det lægger i sig selv et nedadgående pres på renterne.<sup>4</sup> Nedsættelsen af det månedlige nettoopkøb til 30 mia. euro betyder omvendt, at den umiddelbare effekt på renterne fra nye opkøb er lavere end tidligere. Ud over nettokøbet geninvesterer eurosystemet løbende hovedstolen på de forfaldne obligationer.<sup>5</sup> ECB har meddelt, at geninvesteringerne vil fortsætte i en længere periode, efter nettoopkøbene stopper. Samlet set er ECB's pengepolitik fortsat meget lempelig og bidrager til at holde renterne på statsobligationer på et lavt niveau.

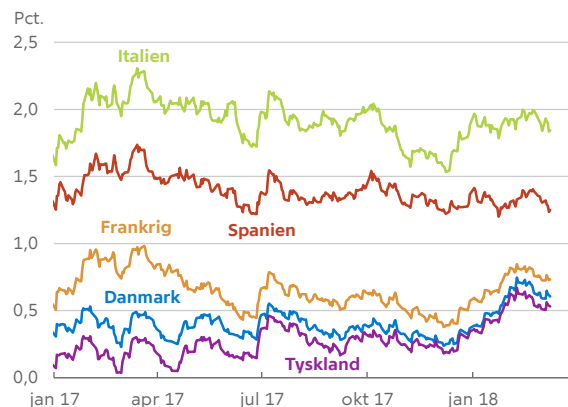
### Rentspændet på obligationer med lavere kreditvurdering er fortsat nedad

De seneste seks måneder er renterne på andre obligationstyper end statsobligationer faldet og har dermed fortsat tendensen fra de seneste år, jf. figur 9. Fx er rentespændet mellem virksomhedsobligationer og statsobligationer faldet til det laveste niveau siden før udbruddet af den finansielle krise i 2007.<sup>6</sup> Faldet skal ses i lyset af, at ECB som en del af sit opkøbsprogram opkøber realkredit- og virksomhedsobligationer (CSPP og CBPP3). ECB opkøber aktiver med høj kreditværdighed og presser dermed renterne på dem ned.<sup>7</sup> Nogle investorer placerer deres penge i andre aktiver med højere risici for at opnå et højere forventet afkast. Det afspejles i, at spændindsnævringen har været større for de mere risikable obligationsklasser, også selvom de ikke indgår i ECB's opkøbsprogram.

Forbedringen af økonomien medfører højere kreditværdighed for fx virksomheder og husholdninger og dermed lavere kreditrisiko på deres lån. Det har bidraget til indsnævringen i rentespændene. Den

Stigende statsobligationsrenter omkring årsskiftet

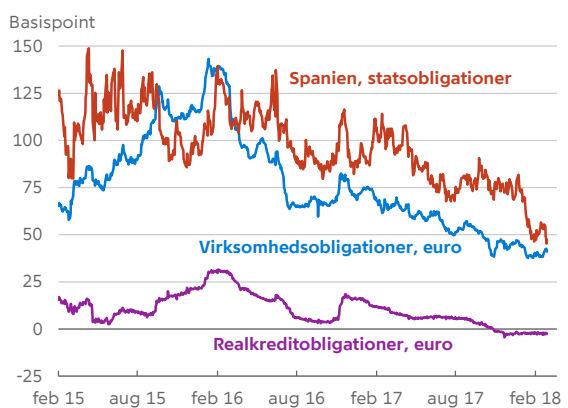
Figur 8



Anm.: Af hensyn til sammenlignelighed mellem landene er her vist 9-årige parrenter.  
 Kilde: Nordea Analytics.

Faldende rentespænd i euroområdet

Figur 9



Anm.: Spænd til Euribor-swaps. Virksomhedsobligationer er for ikke-finansielle virksomheder.  
 Kilde: Thomson Reuters Eikon.

4 Jf. fx P. Praet: Maintaining price stability with unconventional monetary policy, januar 2018. ([link](#))  
 5 I 2018 skal ECB geninvestere for omkring 12 mia. euro i gennemsnit om måneden mod ca. 4 mia. euro i 2017. Geninvesteringerne stiger, da obligationer opkøbt under ECB's Public Sector Purchasing Programme (PSPP) begynder at udløbe i mere betydeligt omfang.  
 6 Rentspændet for statsobligationer udstedt af eurolandene med en lavere kreditvurdering er også faldende  
 7 Jf. ECB Economic Bulletin, Issue 4, 2017 – Boxes, The ECB's corporate sector purchase programme: its implementation and impact.

øgede finansielle volatilitet i begyndelsen af 2018 påvirkede ikke rentespændene i betydeligt omfang.

### Renterne på statsobligationer steg også i Danmark

Fra slutningen af 2017 steg renterne på danske statsobligationer på tværs af rentekurven i tråd med udviklingen i euroområdet, jf. figur 10. Renterne på korte danske statsobligationer er fortsat negative, mens renterne på obligationer med længere løbetid steg til det højeste niveau i to år. De er dog fortsat lave i en længere kontekst.

Rentspændet til Tyskland har været faldende siden begyndelsen af 2016 og er tæt på nul, jf. figur 11. At rentspændet for statsobligationer er så lavt, på trods af at ECB igennem to år har opkøbt bl.a. tyske statsobligationer, afspejler, at danske og tyske statsobligationer er tætte substitutter. Fastkurspolitikken betyder, at valutakursrisikoen er lille.<sup>8</sup>

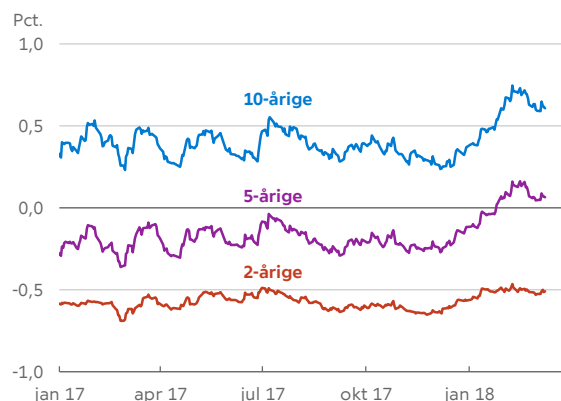
Indsnævringen af spændet i efteråret 2017 er primært en følge af stigende udenlandsk interesse for danske obligationer og en forbedret markedslividitet for danske statsobligationer som følge af statens nye primary dealer-ordning.<sup>9</sup> Rentspændet steg lidt i de to første måneder af 2018. Det kan skyldes, at nogle investorer har solgt danske statsobligationer med lang løbetid for at modgå den stigning i varigheden på deres beholdning af danske realkreditobligationer, der stammede fra den generelle rentestigning. Varigheden, og dermed renterisikoen, på konverterbare danske realkreditobligationer steg kraftigt i forbindelse med rentestigningen i begyndelsen af 2018. Andelen af fastforrentede realkreditlån er øget de senere år og udgør 36 pct. af alle udlån. Det har medført, at det samlede marked for fastforrentede realkreditobligationer siden slutningen af 2014 er større end det samlede marked for danske statsobligationer.

### Realkreditrentespændet faldt, men renterne steg

Gennem 2017 var der i tråd med udviklingen i euroområdet en indsnævring af rents pændet mellem realkredit- og statsobligationsrenter. Udenlandske

Længere danske statsobligationsrenter på højeste niveau i to år

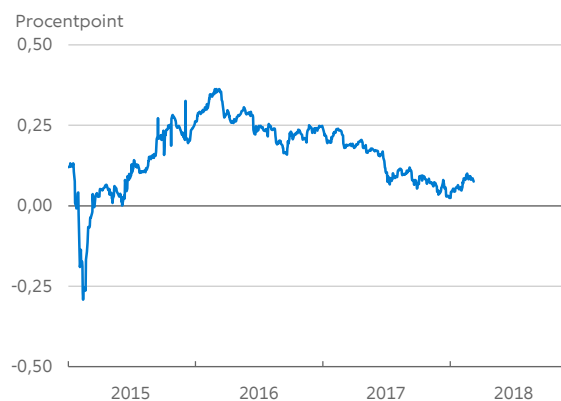
Figur 10



Anm.: Parrenter. Den 10-årige rente er udledt som den 9-årige parrente.  
 Kilde: Nordea Analytics.

Rentspændet til Tyskland er faldet i det 10-årige løbetidssegment

Figur 11



Anm.: Parrenter. Af hensyn til sammenlignelighed mellem landene er her vist 9-årige parrenter.  
 Kilde: Nordea Analytics.

<sup>8</sup> Jf. Jensen, Mikkelsen og Spange, The ECB's unconventional monetary policy and the role of exchange rate regimes in cross-country spillovers, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 119, oktober 2017.

<sup>9</sup> Jf. Danmarks Nationalbank, Statens låntagning og gæld 2017, *Danmarks Nationalbank Rapport*, nr. 1, januar 2018.

investorer har øget deres efterspørgsel efter danske realkreditobligationer og ejer mere end 25 pct. af det samlede udestående. Renterne på de danske realkreditobligationer steg i begyndelsen af 2018. Stigningen skyldes dels den generelle rentestigning, og dels at spændet mellem realkreditobligationer og statsobligationer blev udvidet lidt igen.

### Aktiekurserne faldt, og volatiliteten steg

Det danske aktiemarked, OMX C20, er faldet med 1 pct. over de seneste seks måneder, jf. figur 12. Faldet i november 2017 var del af et europæisk fænomen og var for Danmark særligt udpræget pga. betydelige kursfald for udvalgte selskaber. Det kraftige fald i februar 2018 var et globalt fænomen, der blev udløst af, at investorer blev nervøse for hastigheden af en forestående normalisering af pengepolitikken. Faldet afløste en lang periode med meget lav volatilitet på aktiemarkederne. Den implicitte volatilitet udledt af optioner på det tyske aktiemarked steg kraftigt i begyndelsen af 2018. Volatiliteten steg mere på aktiemarkedet end på obligationsmarkedet. Volatiliteten aftog imod slutningen af februar, og aktiemarkederne steg lidt.

## Penge og kredit

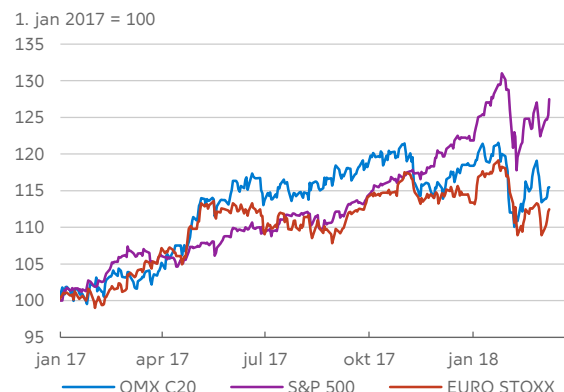
### Øget udlånsvækst, men faldende gældsbyrde

Kreditgivning til husholdninger og virksomheder er steget moderat det seneste halve år og udgør 163 pct. af BNP, jf. figur 13. Udlån fra realkreditinstitutter er steget godt 3 pct. over det seneste år. Derimod har bankernes udlån til husholdninger fortsat været aftagende, og udlånet til virksomheder har været stort set uændret i 2017 efter en stigning i 2016. Overordnet set har kreditvæksten i begyndelsen af det nuværende opsving været afdæmpet. Den er fortsat lavere end væksten i BNP, så det samlede udlån i forhold til BNP er aftaget.

Den moderate kreditvækst skal ses i lyset af, at udgangspunktet for det nuværende opsving er et markant højere gældsniveau end forud for tidligere opsving. Årene før finanskrisen var præget af en kraftig og uholdbar kreditvækst.

### Kraftige kursfald på aktiemarkederne i 2018

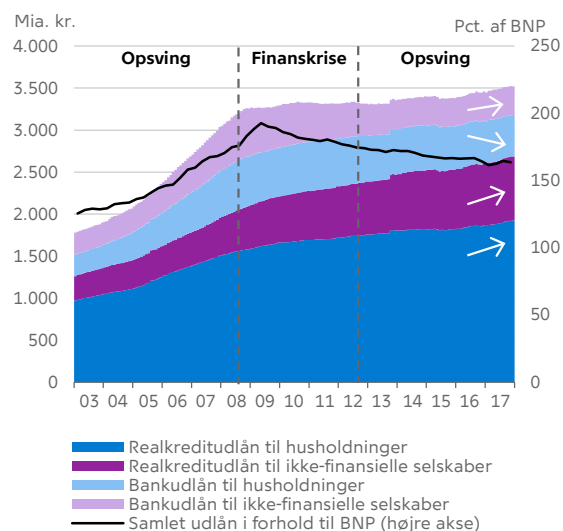
Figur 12



Anm.: Indeks 100 er 1. januar 2017. Der benyttes totalafkastindeks (dvs. inkl. dividender).  
 Kilde: Thomson Reuters Datastream.

### Stabil, men afdæmpet udvikling i udlån fra penge- og realkreditinstitutter

Figur 13



Anm.: Sæsonkorrigerede udlån i alle valutaer til husholdninger og ikke-finansielle selskaber, som er hjemmehørende i Danmark. Det samlede udlån er defineret som summen af de fire underkategorier vist i figuren. Den lodrette streg i 4. kvartal 2008 angiver det tidspunkt under finanskrisen, hvor udlånsvæksten aftog. Den lodrette streg i 4. kvartal 2012 indikerer starttidspunktet for reduktionen af det daværende negative produktionsgab. Pilene indikerer trenden i udlånene målt som den gennemsnitlige år til år-vækst over de seneste 6 måneder.  
 Kilde: Danmarks Nationalbank.

### Virksomheder finansierer investeringer via opsparede midler

Virksomhederne har været i stand til at dække store dele af deres finansieringsbehov med egne midler. Siden midten af 2016 har virksomhederne på netbasis nedbragt deres beholdning af likvide aktiver, jf. figur 14. Det er sket på baggrund af et øget investeringsomfang. Udviklingen har således fulgt det normale mønster, hvor virksomheder anvender intern finansiering til at finansiere investeringerne i første del af et opsving.

Konsolideringen af virksomhedernes balancer i årene efter finanskrisen gav anledning til et betydeligt positivt opsparingsoverskud (nettofordrings erhvervelse). Virksomhederne brugte overskuddet til at nedbringe gæld og opsparere likvide aktiver. Dermed er mange virksomheder blevet mere modstandsdygtige over for midlertidige fald i indtjeningen. Den forbedrede kreditkvalitet understøtter et balanceret opsving.

### Renterne på banklån faldt, i takt med at kreditstandarderne blev lempet

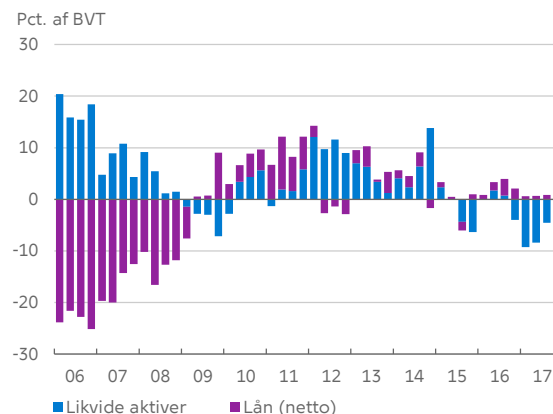
En stigende andel af husholdningernes og erhvervenes gæld er optaget i realkreditinstitutter. En medvirkende årsag hertil er, at bankernes krav til sikkerhedsstillelse er strammere end op til den finansielle krise. Desuden er den gennemsnitlige rente på realkreditlån faldet relativt mere end på banklån siden før finanskrisen, jf. figur 15. Forskellen mellem renterne på realkreditlån og banklån til erhverv har dog været faldende over de seneste år, i takt med at pengeinstitutterne har lempet kreditstandarderne over for erhverv. Det har understøttet pengeinstitutternes udlån til virksomheder i de seneste to år.

Penge- og realkreditinstitutterne har fortsat den gradvise lempelse af kreditstandarderne og har nu lempet lidt de fleste kvartaler siden 2014, jf. figur 16. Lempelserne er særligt udtalte for de mellemstore pengeinstitutter og har især været gennemført som prisnedsættelser (rentemarginaler og gebyrer). Desuden er risikovilligheden i bankernes udlån øget.<sup>10</sup>

Især de mest kreditværdige virksomheder har fået lempet både kreditstandarder og priser. Det fremgår af institutternes kommentarer til besvarelsene

### Virksomhederne har nedbragt deres likvide aktiver

Figur 14

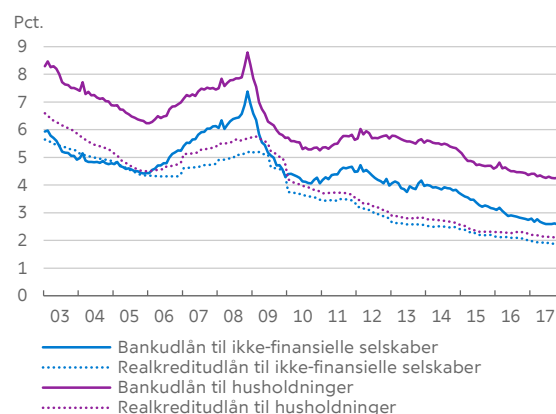


Anm.: Figuren viser transaktioner. 4 kvartalers glidende gennemsnit af finansielle transaktioner og bruttoværditilvækst, BVT, for ikke-finansielle selskaber i nationalregnskabet. Likvide aktiver er kontanter, indskud, obligationer, porteføljeaktier mv. Lån er opgjort netto, og negative tal indikerer derfor en stigning i virksomhedernes lån. Grundet overgang til ny nationalregnskabsmanual (ESA2010) er der databrud i 4. kvartal 2012. Data for tidligere perioder er opgjort ifølge ESA95-manualen.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

### Udlånsrenter falder fortsat

Figur 15



Anm.: Gennemsnitlige renter på udestående udlån. Realkreditudlån er inklusive bidrag.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

<sup>10</sup> Jf. Danmarks Nationalbank, Risici er under opbygning i den finansielle sektor, *Danmarks Nationalbank Analyse (Finansiel Stabilitet)*, nr. 23, november 2017.

i Nationalbankens udlånsundersøgelse, hvor lempelserne begrundes med øget konkurrence mellem institutterne, specielt om de bedste kunder. En analyse af data bag Danmarks Statistiks konjunkturbarometre bekræfter, at kreditværdige virksomheder fortsat har gode muligheder for at opnå lånefinansiering. Virksomheder med dårlige nøgletal har derimod vanskeligere herved, jf. boks 5. Det indikerer samlet set en sundere kreditpolitik end i perioden op til finanskrisen.

Udlånsundersøgelsen indikerer endvidere, at virksomhedernes efterspørgsel efter realkreditlån er steget svagt siden 2012. Omvendt er låneefterspørgslen fra pengeinstitutternes eksisterende erhvervs-kunder faldet, jf. figur 16. Efterspørgslen fra nye kunder er steget i de fleste kvartaler siden 2012, men denne gruppe udgør en mindre kundegruppe end eksisterende kunder.

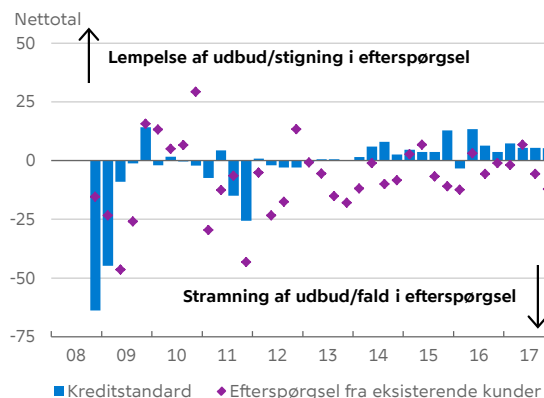
Det Systemiske Risikoråd vurderede i forbindelse med sit seneste møde i december 2017, at risici i det finansielle system er under opbygning. Rådet henstillede derfor til erhvervsministeren, at den kontracykliske kapitalbuffer bør aktiveres. Det vedvarende lave renteniveau kombineret med en tiltagende konjunkturfremgang og stigende ejendomspriser danner grobund for en hurtig forøgelse af kreditrisici.<sup>11</sup>

### Lav kontantefterspørgsel trods lave renter

Bankernes rente på indlån har for nogle grupper af erhvervs-kunder været negativ i omkring tre år. Det er særligt tilfældet for de store kunder. Der er dog ingen tegn på, at det har fået efterspørgslen efter kontanter til værdiopbevaringsformål til at stige ekstraordinært, jf. figur 17. Både det samlede seddelomløb og omløbet af 500- og 1000-kronesedler har været omtrent uændret siden 2016. Det kan bl.a. skyldes, at husholdningernes bankinds-kud fortsat ikke forrentes negativt. Omløbet af mindre sedler (50, 100 og 200) har været stort set uændret siden 2015 på knap 13 mia. kr. Kun 23 pct. af danske husholdningers betalinger i fysiske forretninger foretages med kontanter. I euroområdet er det 79 pct.<sup>12</sup> Den lave andel af betalinger med kontanter skal bl.a. ses i lyset af, at elektroniske betalingsmidler typisk er billigere og nemmere for både banker, forretningsdrivende og forbrugere end kontanter.

### Lempelser i bankernes kreditstandarder og afdæmpet efterspørgsel efter banklån over de seneste år

Figur 16

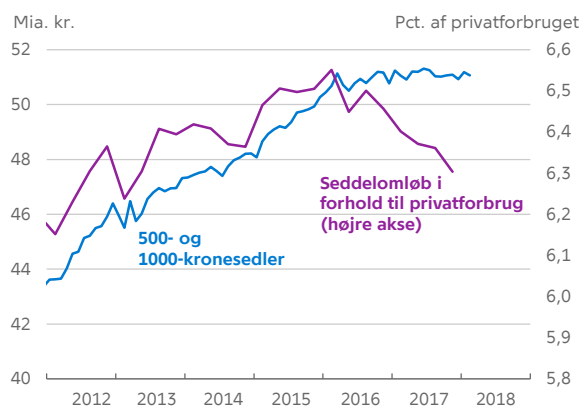


Anm.: Ændringer i bankernes kreditstandarder for erhvervs-virksomheder og ændring i erhvervsvirksomhedernes låneefterspørgsel i bankerne, begge ifølge Nationalbankens udlånsundersøgelse. Spørgsmålene i udlånsundersøgelsen har fem svarmuligheder, som hver har en numerisk værdi: -100 (strammet/faldet en del), -50 (strammet/faldet lidt), 0 (uændret), +50 (lempet/steget lidt), +100 (lempet/steget en del). Svarene vægtes sammen til et nettotal efter institutternes andel af det samlede udlån.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

### Ingen tegn på ekstraordinær stigning i kontantefterspørgslen

Figur 17



Anm.: Seddelbrøken er defineret som værdien af alle sedler i omløb delt med privatforbruget i løbende priser. Begge serier er sæsonkorrigeret.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

11 Jf. Pressemeddelelse, Møde i Det Systemiske Risikoråd, 20. december 2017. ([link](#))

12 Jf. V.G. Smestad, Danske husholdninger fravælger kontantbetalinger, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 24, december 2017.

## Kreditstandarder over for erhverv lempes – men er ikke på førkriseniveau

Boks 5

Penge- og realkreditinstitutter foretog under finanskrisen en tiltrængt opstramning af kreditstandarderne over for erhvervsvirksomheder. Resultater fra en spørgeskemaundersøgelse viste, at stort set alle låneansøgninger blev imødekommet i årene før finanskrisen uden hensyntagen til virksomhedernes nøgletal. Undersøgelsen blev gentaget i 2009/10 og 2014, og her viste resultaterne en tydeligere sammenhæng mellem virksomhedernes nøgletal og sandsynligheden for at få godkendt en låneansøgning.<sup>1</sup> De meget lave afslagsprocenter på lån og en stor kreditefterspørgsel gav grobund for en kraftig stigning i virksomhedernes gæld i perioden op til finanskrisen. Det bidrog i et vist omfang til at øge dybden af den efterfølgende lavkonjunktur.<sup>2</sup>

En sund kreditpolitik indebærer, at en vis andel af virksomhederne får afslag på deres ønsker om lånefinansiering. Afslagsprocenter alene er dog ikke et tilstrækkeligt grundlag for at vurdere kreditstandarderne, da et kreditinstituts afslagsprocent i en given periode afhænger af karakteristika ved de virksomheder, der søger om lån. En supplerende indikator er derfor virksomhedernes egen vurdering af, hvorvidt adgang til finansiering er en begrænsende faktor

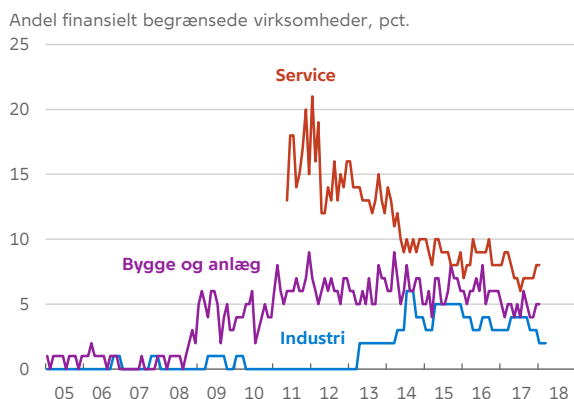
for produktionen. Omkring 5 pct. af virksomhederne angiver finansielle begrænsninger som årsag til produktionsbegrænsninger i Danmarks Statistiks konjunkturbarometre, jf. figur A. I perioden op til finanskrisen var der stort set ingen virksomheder, der angav finansielle begrænsninger.

En nærmere analyse af datagrundlaget bag konjunkturbarometrene indikerer en øget differentiering i kreditstandarderne. Eksempelvis har en betydeligt større andel af bygge- og anlægsvirksomheder med lav overskudsgrad over de senere år angivet finansielle begrænsninger sammenlignet med øvrige virksomheder i branchen, jf. figur B. Blandt virksomheder med dårlige nøgletal er andelen, der er finansielt begrænset, fortsat på et noget højere niveau end før finanskrisen. Ligeledes kan størstedelen af stigningen i andelen af finansielt begrænsede industrivirksomheder siden 2012 tilskrives et stigende omfang af finansielle begrænsninger blandt mindre kreditværdige virksomheder.

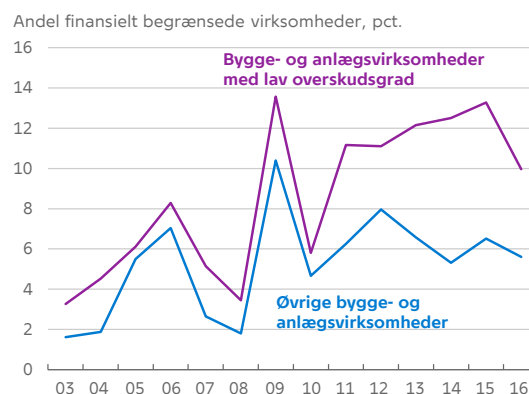
Samlet set er kreditstandarderne strammere end i årene før finanskrisen, men kreditværdige virksomheder har fortsat gode muligheder for at opnå lånefinansiering.

## Flere virksomheder er finansielt begrænsede end før finanskrisen – og særligt de mindre kreditværdige

Figur A



Figur B



Anm.: Figur A: I 1. og 2. kvartal 2013 er spørgeskemaerne ændret, hvilket har medvirket til, at besvarelserne "ingen begrænsninger" er faldet til fordel for svarmuligheder med begrænsninger. Data for industri er kvartalsvise, mens data for øvrige brancher er månedsvise. Figur B: Finansielt begrænsede virksomheder er defineret som virksomheder, der i mindst tre måneder i det pågældende år i Danmarks Statistiks konjunkturbarometer har angivet finansielle begrænsninger som værende begrænsende for produktionen. Overskudsgraden er defineret som årets resultat før ekstraordinære poster i forhold til omsætning, målt i foregående regnskabsår. Virksomheder med lav overskudsgrad er virksomheder, der i et givet år har en overskudsgrad i den laveste fjerdedel.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger på virksomhedsdata fra Danmarks Statistik.

1. Jf. S.G. Andersen og A. Kuchler, Credit standards and capital allocation in a low interest-rate environment, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 107, juni 2016.  
 2. Se S.J. Hviid og A. Kuchler, Consumption and savings in a low-interest rate environment, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 116, juni 2017.

## OM RAPPORT



Rapporter er tilbagevendende beretninger om Nationalbankens virke.

Rapporter omfatter bl.a. Nationalbankens årsrapport og den halvårige rapport om monetære og finansielle tendenser.

---

DANMARKS NATIONALBANK  
HAVNEGADE 5  
1093 KØBENHAVN K  
WWW.NATIONALBANKEN.DK

Redaktionen er afsluttet  
9. marts 2018



**DANMARKS  
NATIONALBANK**