



Danmarks  
Nationalbank

Kvartalsoversigt  
4. kvartal  
Del 1

D A N M A R K S  
N A T I O N A L  
B A N K 2 0 1 1



## KVARTALSOVERSIGT, 4. KVARTAL 2011

Det lille billede på forsiden viser Arne Jacobsens ur, "Banker's clock", der blev tegnet til Nationalbank-byggeriet.

Det er tilladt at kopiere fra publikationen, forudsat at Danmarks Nationalbank udtrykkeligt anføres som kilde. Det er ikke tilladt at ændre eller forvanske indholdet.

Kvartalsoversigten er tilgængelig på Nationalbankens websted: [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk) under publikationer. Kvartalsoversigten oversættes til engelsk.

Ansvarshavende redaktør: Per Callesen  
Redaktør: Niels Lynggård Hansen  
Redaktionen er afsluttet den 9. december 2011.

Kvartalsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til:

Danmarks Nationalbank,  
Kommunikation,  
Havnegade 5,  
1093 København K

Telefon 33 63 70 00 (direkte) eller 33 63 63 63  
Ekspeditionstider, mandag-fredag kl. 9.00-16.00  
E-mail: [kommunikation@nationalbanken.dk](mailto:kommunikation@nationalbanken.dk)  
[www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk)

---

# Indhold

---

Aktuelle økonomiske og monetære tendenser .....	1
Supplerende instrumenter i Nationalbankens likviditetsstyring .....	41
Nye lånemuligheder i Nationalbanken .....	43
Husholdningernes balancer og gæld – et internationalt landestudie	47
<p>Jacob Isaksen, Paul Lassenius Kramp, Louise Funch Sørensen og Søren Vester Sørensen, Økonomisk Afdeling</p> <p>I kvartalsoversigtens del 2 analyserer vi, hvilke faktorer er bestemmende for udviklingen i husholdningernes formue- og gældsbalancer og opsparing, og konsekvenserne for samfundsøkonomien af en høj bruttogæld hos husholdningerne. Denne oversigtsartikel giver en ikke-teknisk sammenfatning af hovedresultaterne. Analysen viser, at det lave opsparingsniveau i Danmark i forhold til ikke-nordiske OECD-lande kan forklares ved virksomhedernes høje opsparing, en større offentlig sektor, en bedre offentlig budgetsaldo og et højere niveau for det skattemæssige fradrag for renteudgifter. De danske husholdningers store finansielle balancer, med høj bruttogæld og store finansielle aktiver, skal ses ud fra, at det veludbyggede realkredit- og pensionssystem muliggør en balanceopbygning. Den kraftige stigning i de danske husholdningers bruttogæld modsvarer i vid udstrækning af store stigninger i husholdningernes pensionsformuer. En høj bruttogæld indebærer umiddelbart øget følsomhed for husholdningerne over for renteændringer og stød til økonomien. Resultaterne peger på, at der i lande med et højt bruttogældsniveau hos husholdningerne er større udsving i privatforbruget. De danske husholdningers restancer ligger meget lavt, og vi finder ikke en statistisk sammenhæng på tværs af lande mellem bruttogældsniveauet og husholdningernes restancer. Det tyder på, at de danske husholdningers høje bruttogæld modsvarer af aktiver i et omfang, så det ikke har medført større tab til den finansielle sektor på udlån direkte til husholdningerne.</p>	

**Dansk realkredit ..... 59**

Poul Gundersen, Handelsafdelingen, Stig Secher Hesselberg og Sean Hove, Kapitalmarkedsafdelingen

Danske realkreditobligationer har klaret sig godt både under den finansielle krise og gældskrisen. Danske realkreditobligationer har i de seneste måneder udvist egenskaber, som kendetegner aktiver, som betragtes som sikker havn under finansiell uro. Denne udvikling ville ikke have fundet sted, hvis danske realkreditobligationer ikke af investorer opfattes som blandt de mest sikre aktiver.

Danske realkreditobligationers lave kreditrisiko og høje likviditet understøttes af en lang række juridiske og institutionelle forhold, som beskrives i artiklen. De kan bidrage til at forstå, hvorfor danske realkreditobligationer skiller sig positivt ud i international sammenhæng. De særlige forhold omfatter den tætte sammenhæng mellem lån og obligationer, som medfører, at realkreditinstitutterne ikke påtager sig markedsrisici af betydning, den begrænsede kreditrisiko som realkreditinstitutter kan påtage sig, realkreditinstitutternes mulighed for at øge bidrag fra alle låntagere, adgang til hurtigt at realisere pantet på et misligholdt lån og investorernes klare fortrinsstilling i en evt. konkursituationen.

Realkreditsektoren står samtidig over for udfordringer, som er blevet synliggjort af krisen. Sektorens udfordringer og håndtering af disse beskrives ligeledes.

**Pengepolitiske strategier ved rentens nedre nulgrænse ..... 83**

Niels Blomquist, Niels Arne Dam og Morten Spange, Økonomisk Afdeling

En række centralbanker har som konsekvens af den økonomiske krise nedsat deres pengepolitiske renter til et niveau tæt ved nul. Dermed har de udtømt mulighederne for at stimulere økonomien gennem rentenedsættelser. Artiklen diskuterer, hvilke tiltag centralbankerne i stedet kan anvende i den nuværende situation. Tiltagene kan overordnet kategoriseres som kommunikation omkring den forventede renteutvikling, kvantitative lempelser, kreditlempelser og likviditetsstøtte. Federal Reserve, Bank of England og Den Europæiske Centralbank har alle gjort brug af et eller flere af disse tiltag. Det vurderes, at tiltagene har haft en gunstig virkning på realøkonomien.

**Formueindkomst fra udlandet ..... 99**

Robert Wederkinck, Statistisk Afdeling

Danmarks aktiver og passiver over for udlandet udgjorde 4.537 henholdsvis 4.356 mia. kr. ultimo 2010, dvs. Danmarks nettoformue var på 181 mia. kr. Sammenholdes denne med en formueindkomst på 42 mia. kr., giver det umiddelbart et simpelt afkast på 23 pct. For at forstå, hvordan denne indtægt er fremkommet, er det nødvendigt at se på, hvilke elementer der genererer formueindkomsten. Artiklen giver et overblik over, hvordan Danmarks formueindkomst skabes, og hvilke typer af investeringer der bidrager mest.

Nils Bernsteins tale på Finansrådets årsmøde 5. december 2011 .....	111
Pressemeddelelser .....	117
Tabelafsnit	



---

# Aktuelle økonomiske og monetære tendenser

---

## SAMMENFATNING

---

Fremgangen i verdensøkonomien er aftagende. Udviklingen i euroområdet statsgældskrise og manglende politisk enighed om finanspolitikken i USA indvirker negativt på husholdningernes og virksomhedernes tillid. Fremgangen i euroområdet har været afdæmpet de seneste kvartaler med væsentlige forskelle i væksten landene imellem. I USA er væksten bedret, men er fortsat moderat, og i de største vækstøkonomier er vækstattakterne aftagende.

Gældskrisen har øget usikkerheden om den europæiske banksektors styrke, særligt banker fra lande, der er direkte involveret i statsgældskrisen. Investorernes tilbageholdenhed hænger sammen med risikoen for, at en europæisk banksektor svækket af tab fra bl.a. statsgældskrisen i de udsatte lande medfører et fald i kreditgivningen, der yderligere svækker realøkonomien og de offentlige finanser.

Aktiviteten i dansk økonomi aftog i 3. kvartal efter solid fremgang kvartalet før. Faldet i BNP var ud over svag udvikling i det private forbrug og eksporten trukket af en nedgang i det offentlige forbrug.

Der er udsigt til, at den nuværende svage udvikling vil fortsætte ind i 2012, således at fornyet fremgang først manifesterer sig efter midten af næste år. For 2012 ventes en stigning i BNP i mængder på godt 1 pct., stigende til 1,6 pct. i 2013. Væksten ventes dermed at ligge lidt over euroområdet, der trækkes ned af lande med store gældsproblemer, men også fordi faldet i kølvandet på finanskrisen var større herhjemme end i de fleste andre lande som følge af overophedningen af dansk økonomi i årene 2006-08. Fremgangen i det offentlige forbrug skønnes at forblive lav de kommende år. Fremrykning af offentlige investeringer vil bidrage positivt til væksten næste år, men virke kontraktivt i 2013. Ledigheden vil de kommende kvartaler stige lidt. Herefter ventes et fald i arbejdsløsheden, som ved udgangen af 2013 skønnes at ligge tæt på sit strukturelle niveau.

Regeringen planlægger at fastholde en konsekvent finanspolitik med et mellemfristet sigte. Sammen med en afdæmpet lønstigningstakt understøtter det et lavt rentespænd over for de eurolande, der har den laveste rente.

## INTERNATIONAL ØKONOMI OG FINANSIELLE MARKEDER

### Konjunkturbilledet

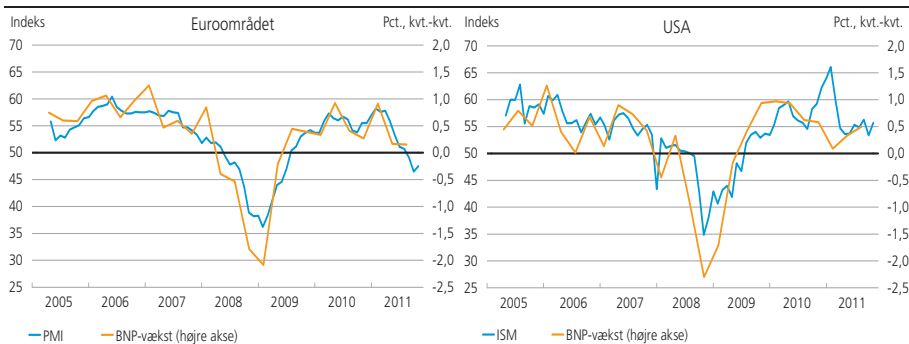
Fremgangen i den økonomiske aktivitet i Europa har været afdæmpet det seneste halve år og med store forskelle i den økonomiske vækst mellem landene. Samtidig er væksten tiltaget i USA gennem 2011, jf. figur 1, men er stadig på et begrænset niveau. Opsvingets styrke i de største vækstøkonomier er aftaget, bl.a. som resultat af en afdæmpning i verdenshandlen og pengepolitiske stramninger de senere år for at dæmme op for hastigt stigende forbrugerpriser.

Afdæmpningen i den globale økonomi afspejler flere forhold. For det første har spredningen af den europæiske statsgældskrise og usikkerheden om USA's mellemfristede finanspolitiske planer medført et mærkbart tillidsfald på de finansielle markeder og hos private aktører. For det andet konsoliderer husholdninger og virksomheder sig fortsat i en række vigtige økonomier, og husholdningernes formuer er reduceret af lavere aktiekurser og boligpriser. Endelig strammes finanspolitikken i mange lande.

De positive takter på arbejdsmarkedene i euroområdet tidligere på året synes ophørt. Ledigheden i euroområdet er steget de seneste måneder efter at have ligget relativt stabilt omkring 10 pct. siden slutningen af 2009, jf. figur 2. Udviklingen varierer meget blandt landene, og ledigheden spændte i oktober fra 4,1 pct. i Østrig til 22,8 pct. af arbejdsstyrken i Spanien. I Tyskland er ledigheden aftaget støt siden midten af 2009 i stærk modsætning til fx Spanien og Grækenland, hvor ledigheden er steget kraftigt. Opgjort ekskl. Tyskland har ledigheden i euroområdet

PMI/ISM OG BNP-VÆKST I EUROOMRÅDET OG USA, 2005-11

Figur 1



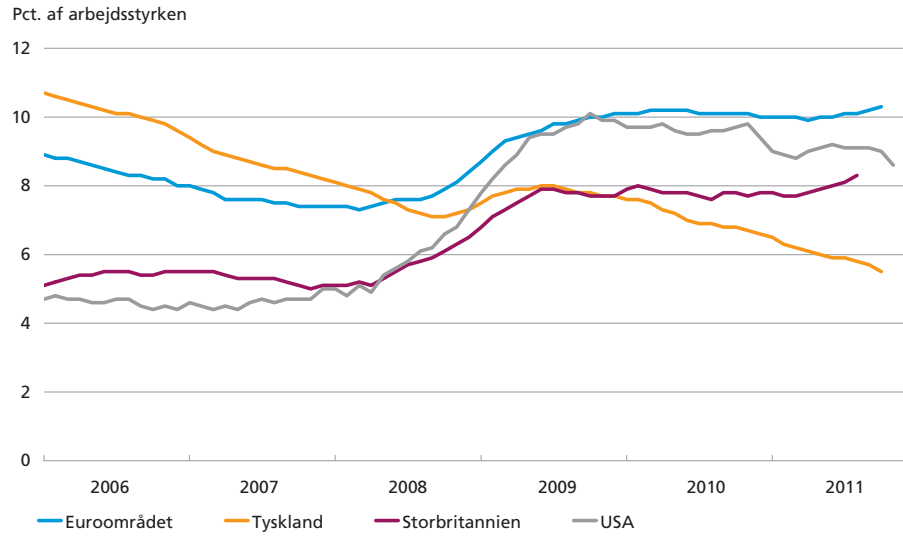
Anm.: Den anvendte indikator er for euroområdet Purchasing Managers Index's, PMI, sammensatte indikator for fremstilling og service. For USA anvendes et vægtet gennemsnit af ISM for hhv. fremstillingssektoren og servicesektoren baseret på sektorernes andel af værditilvæksten i 2010. Indikatorerne bygger begge på en spørgeskemaundersøgelse, hvor erhvervsledere vurderer den nuværende situation i forhold til den forudgående måned. En værdi over (under) 50 angiver forventning om økonomisk ekspansion (kontraktion). Seneste observationer for PMI/ISM er november, mens BNP er offentliggjort frem til 3. kvartal 2011.

Kilde: Bloomberg og Reuters EcoWin.



LEDIGHEDSPROCENT I UDVALGTE LANDE, 2006-2011

Figur 2



Anm.: Ledighed som opgjort i Arbejdskraftundersøgelsen for Europa.  
Kilde: Eurostat og Reuters EcoWin.

været svagt stigende siden 2010. I USA har antallet af ledige i forhold til arbejdsstyrken ligget omkring 9 pct. gennem 2011, indtil den i november aftog til 8,6 pct.

Inflationen er høj, når den ledige kapacitet tages i betragtning. De seneste forbrugerprisstigninger på 3,5 pct. i USA og 3,0 pct. i euroområdet er væsentligt over gennemsnittet i de seneste årtier. Den kraftige stigning i inflationen fra august til september på 0,5 procentpoint i euroområdet skyldes dels højere priser på energi og dels effekterne af en metodeændring.<sup>1</sup> Energiprisstigningerne frem til sommeren spiller en væsentlig rolle i forklaringen på den høje inflationstakt. Efterhånden som effekterne herfra klinger af, vil inflationen i de avancerede økonomier isoleret set aftage fra de aktuelt høje niveauer.

Den realøkonomiske udvikling blandt Danmarks vigtigste samhandelspartnere varierede noget i 3. kvartal. Euroområdets BNP voksede uændret 0,2 pct. i 3. kvartal. Det dækkede over betydelige forskelle eurolandene imellem. I en række lande, herunder Holland, Grækenland og Portugal, faldt BNP, mens væksten tiltog i bl.a. Frankrig og Tyskland til henholdsvis 0,4 pct. og 0,5 pct. primært som følge af fremgang i privat

<sup>1</sup> Metodeændringen, der blev indført fra 2011, dæmpede inflationen i juli og august med ca. 0,2 procentpoint, jf. Eurostat. Dermed blev stigningen i årsstigningstakten fra august til september ekstraordinær stor. Ændringen vedrører opgørelsen af prisudviklingen for sæsonbetonede varer fx frugt og beklædningsgenstande, der tidligere ikke indgik ensartet i opgørelsen af HICP i de enkelte lande. For nogle lande har harmoniseringen stor betydning fx Spanien, Italien, Luxembourg, Portugal og Grækenland, mens andre landes tidligere opgørelsesmetode lå tæt op ad de nu gældende regler. Data for 2011 er opgjort efter de hidtidige landespecifikke metoder undtagen i Spanien, jf. ECB's Månedsoversigt april 2011 samt Eurostat.

forbrug og investeringer. I Storbritannien voksede BNP 0,5 pct. i 3. kvartal efter flere kvartaler med svag vækst, og i Sverige tiltog BNP-væksten i 3. kvartal overraskende til 1,6 pct. fra 1,0 pct. i 2. kvartal. I USA har væksten været moderat om end stigende gennem 2011. I 3. kvartal voksede BNP 0,5 pct., hvilket dog ikke er tilstrækkeligt til mærkbart at nedbringe ledigheden. I de europæiske lande, der er i vanskeligheder, er væksten svag eller negativ.

### De finansielle markeder og den europæiske statsgældskrise

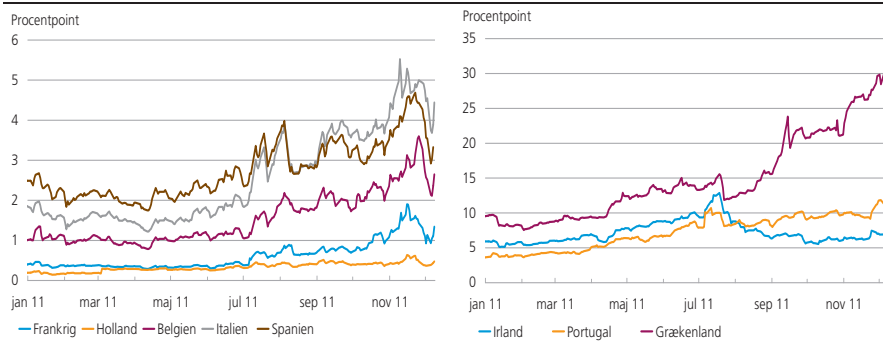
Kapitalmarkederne var fortsat præget af uro gennem efteråret, efter at den europæiske statsgældskrise spredte sig til flere lande. Krisen er vokset fra at omfatte enkelte mindre europæiske økonomier til også at omfatte nogle af euroområdet store lande. Det er sket på trods af gentagne forsøg på at inddæmme de høje rentespænd til Tyskland.

På topmøderne i oktober og december vedtog stats- og regeringscheferne for dels eurolandene og dels EU's 27 lande flere tiltag i forsøg på at bremse de stigende rentespænd og problemerne i euroområdet banksektor, jf. boks 1. Risikovilligheden på aktie- og obligationsmarkederne steg op til møderne i oktober, men i november skabte uklarhed om aftalerne med Grækenland, usikkerhed om den italienske regerings vilje til at gennemføre den nødvendige finanspolitiske konsolidering samt uafklarende spørgsmål om det konkrete indhold i topmødebeslutningerne tvivl i markederne om resultaternes tilstrækkelighed. Alvoren i begivenhederne understreges af, at de siddende regeringer er blevet erstattet i både Grækenland, Italien og Spanien.

Forskellen i eurolandenes statsrentespænd til Tyskland er stor rækkende fra ca. 0,5 procentpoint i Holland og Finland til 33 procentpoint i Grækenland for statspapirer med 10-årig løbetid, jf. figur 3. Renterne på

RENTESPÆND FOR UDVALGTE EUROLANDE

Figur 3

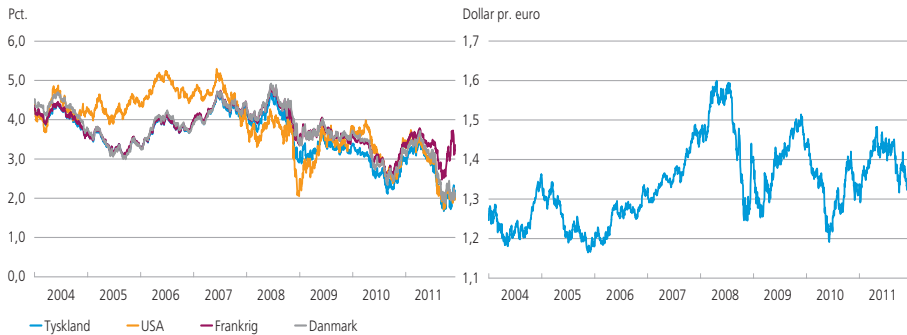


Anm.: Figurene viser rentespændet i forhold til Tyskland på statsobligationer med 10-årig løbetid. På grund af databrud i Irlands 10-årige benchmarkobligation approksimeres denne med en 9-årig benchmarkobligation. Seneste observation er 8. december 2011.

Kilde: Bloomberg.

## 10-ÅRIGE STATS OblIGATIONSRENTER (VENSTRE) OG VALUTAKURS MELLEM DOLLAR OG EURO, 2004-11 (HØJRE)

Figur 4



Anm.: Seneste observationer er 8. december 2011. Højre: Figuren viser udviklingen i prisen på euro målt i dollar. En stigning angiver styrkelse af euro over for dollar.

Kilde: Bloomberg og Danmarks Nationalbank.

græske, italienske, spanske og belgiske 10-årige statspapirer steg betydeligt frem til midten af november, og spændet til Tyskland blev udvidet. Rentspændene er dog efterfølgende aftaget mærkbart bortset fra i Grækenland. Rentspændene til Tyskland for Irland og Portugal – de to lande med IMF/EU låneprogrammer ud over Grækenland – har ligget relativt stabilt siden midten af september.

I USA og Tyskland var der gennem efteråret store udsving i renten på 10-årige statspapirer. Efter at have svinget mellem 1,7 pct. og 2,4 pct. i oktober og november var den amerikanske og tyske rente i begyndelsen af december ca. 2,0 pct., jf. figur 4 venstre. I Frankrig steg renten på et 10-årigt statspapir derimod næsten uafbrudt frem til slutningen af november, hvor den med 3,7 pct. tangerede niveauet, inden gældskrisen for alvor bredte sig. I begyndelsen af december var den franske statspapirrente aftaget til 3,4 pct.

Højere statsobligationsrenter i de udsatte lande betyder større udgifter på ny gæld udstedt til den højere rente. Hvor meget gæld, der forfalder på kort sigt, størrelsen af det løbende underskud og eventuelle likvide beholdninger afgør, hvor stort udstedelsesbehovet er. Stiliserede beregninger fra OECD, der tager højde for løbetiden af Italiens, Spaniens og Belgiens offentlige gæld viser, at det i 2020 vil kræve yderligere konsolidering i størrelsesordenen 2-3 pct. af BNP for at neutralisere konsekvenserne af en permanent rentestigning på 3,5 procentpoint i forhold til et grundforløb på landenes gældsniveau.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Estimerne angiver renteeffekten på konsolideringsbehovet af en permanent 3,5 procentpoint forøgelse af statsrenten i forhold til grundforløbet i 2011-13 i OECDs Economic Outlook fra november 2011 og for perioden frem til 2020 det langsigtede scenario fremstillet i OECDs Economic Outlook no. 89, maj 2011.

**TOPMØDEBESLUTNINGER OM GÆLDSKRISEN OG DET ØKONOMISKE  
SAMARBEJDE I EU**

Boks 1

På møder gennem efteråret tog EU-landene og eurolandene en række beslutninger i forsøg på at inddæmme statsgældskrisen. Beslutningerne omhandlede bl.a. rekapitalisering af de europæiske banker, initiativer vedrørende eurolandenes finansieringsfaciliteter, øget økonomisk samarbejde samt nye tiltag over for Grækenland.

På EU-møder i slutningen af oktober og november blev der enighed om en bankpakke, der består af to dele. Første del vedrører krav om rekapitaliseringer i de 71 største europæiske banker. Den anden del af bankpakken vedrører fælles tilgang til statsgarantier for bankerne. Baggrunden er, at mange banker siden sommer ikke har haft adgang til normal funding i markederne, og at der derfor er risiko for en regulær kredittklemme. Denne risiko kan forstærkes af skærpede, men nødvendige, kapitalkrav.

Stats- og regeringscheferne har fastslået, at kapitalen først og fremmest skal komme fra private indskud eller via restrukturering af kapitalbasen. Hvis det ikke er muligt, skal der være mulighed for statslige kapitalindskud. Endelig vil eurolande, der ikke selv har mulighed for at yde den fornødne støtte, få mulighed for støtte via eurolandenes midlertidige finansieringsfacilitet, European Financial Stability Facility, EFSF.

For begge dele af bankpakken gælder, at der fortsat er en række uafklarede spørgsmål om den konkrete udformning, som der arbejdes på at konkretisere og implementere.

Eurolandene blev desuden enige om en række tiltag til at udvide EFSF's handlemuligheder. For det første blev det besluttet at give EFSF mulighed for at stille begrænsede tabsgarantier til investorer i de primære statspapirmarkeder svarende til 20-30 pct. af obligationernes nominelle værdi. For det andet kan der under EFSF oprettes en eller flere særlige fonde, der på baggrund af indskud fra private og offentlige indskydere vil kunne opkøbe eurolandes statspapirer.

Endelig blev der enighed om en justering af den hjælpepakke til Grækenland, der blev aftalt i juli. Samlet set vil den nye pakke udgøre 130 mia. euro. Endvidere indgik man med repræsentanter for de største banker en frivillig aftale om at halvere den nominelle værdi af banksektorens beholdning af græsk statsgæld. Det indebærer, at den græske gæld sandsynligvis vil begrænses til 120 pct. af BNP i 2020. Grækenland modtog i begyndelsen af december den sjette låneudbetaling fra landets første lånepakke med IMF og EU, da landet efter et langt og kompliceret forløb besluttede at leve op til betingelserne for lånet.

På mødet i Det Europæiske Råd den 8.-9. december blev det besluttet at skærpe de finanspolitiske regler for eurolandene og de øvrige EU-lande, der vælger at deltage, samt en styrkelse af kapaciteten til at hjælpe lande i vanskeligheder.

Det styrkede økonomiske samarbejde sker i en finanspolitisk aftale, hvor landene bl.a. forpligter sig til at sikre, at den offentlige sektors saldo er i balance eller udviser overskud. Denne finanspolitiske regel skal indskrives i den nationale lovgivning på grundlovsniveau el.lign., sammen med en automatisk mekanisme til at korrigere eventuelle overskridelser. Ligeledes automatiseres sanktionsmulighederne i EU's budgetunderskudsprocedure.

Stats- og regeringscheferne for eurolandene besluttede endvidere at fremrykke ikrafttrædelsen af den permanente lånemekanisme, European Stability Mechanism, ESM, der skal have en effektiv lånekapacitet på 500 mia. euro, til juli 2012. En revur-

FORTSAT	Boks 1
<p>dering af ESM's lånekapacitet skal ske i marts 2012. Eurolandene og en række andre EU-lande gav derudover foreløbig støtte til, at de gennem bilaterale lån vil tilføre op til 200 mia. euro til den Internationale Valutafond, IMF, for at sikre fonden tilstrækkelige midler til at håndtere krisen. Fra dansk side blev det tilkendegivet, at Nationalbanken er parat til at bidrage med et lån til IMF på 40 mia. kr., svarende til Danmarks andel.</p>	

Trods forhøjet volatilitet på aktiemarkedene, især i euroområdet, steg de toneangivende amerikanske og europæiske aktieindeks i ugerne op til topmøderne i EU og euroområdet i slutningen af oktober og igen op mod topmøderne i december. Aktiekurserne i euroområdet og USA var i begyndelsen af december steget hhv. 6 pct. og 13 pct. i forhold til niveauet ved indgangen til oktober, men er fortsat betragteligt under niveauet i sommer. Efter betydelige udsving de senere år blev euroens kurs over for dollar styrket gennem oktober. Euroen er dog siden deprecieret 6 pct. over for dollar, jf. figur 4 højre, og 3 pct. over for britiske pund. Mens schweizerfrancens kurs over for euro var relativt stabil i perioden, ledte bevægelser over mod mere sikre aktiver til yderligere apreciering af japanske yen, og den japanske centralbank, Bank of Japan, intervenerede i valutamarkedet i forsøg på at modgå markedstendensen.

Gældskrisen har øget usikkerheden om den europæiske banksektors styrke, særligt vedrørende banker i lande, der er direkte omfattet af statsgældskrisen. Påvirkningen sker ad flere kanaler. For det første er konjunkturudsigterne væsentligt forværrede, og det har mindsket forventningerne til bankernes indtjening. For det andet kan store kursfald på statspapirer eller et såkaldt haircut som led i en restruktureringsmedføre væsentlige tab for bankerne. Bankerne har ofte store beholdninger af hjemlandets statspapirer, og banker med hjemland i de hårdest ramte lande er derfor mest udsatte. Derudover har særligt tyske og franske banker større beholdninger af statspapirer fra de mest udsatte lande.<sup>1</sup> For det tredje er forventningen til flere landes kapacitet til at støtte problemtruede banker svækket i takt med svækkelsen af de offentlige finanser. Der er på de finansielle markeder en frygt for en negativ spiral i Europa, hvor en svækket banksektor, der i euroområdet spiller en vigtig rolle, fører til fald i kreditgivningen, der yderligere svækker realøkonomien og de offentlige finanser.

<sup>1</sup> Typisk er hovedparten af disse beholdninger i bankernes regnskab behandlet som almindelige bankudlån og værdiansættelsen højere end den aktuelle kursværdi. Blot en mindre del, der vedrører bankernes handelsbeholdning, er opgjort til markedsværdi. Danske banker skiller sig i den forbindelse ud ved, at hovedparten af statspapirer indgår i handelsbeholdningen og er opgjort til markedsværdi. I øvrigt er danske bankers eksponeringer mod de ramte statspapirer yderst begrænset.

EU's stats- og regeringschefer blev den 26. oktober 2011 enige om en række punkter, der skal sikre en rekapitalisering af de europæiske banker, jf. boks 1. De største banker i EU-landene skal inden juli 2012 have en egentlig kernekapital<sup>1</sup> på 9 pct.. For at sikre at bankerne opbygger en sådan stødpude, iværksatte Den Europæiske Banktilsynsmyndighed, EBA, i samarbejde med de nationale myndigheder i slutningen af oktober en kapitaltest af de europæiske banker. I opgørelsen af den egentlige kernekapital forudsættes fuld medregning af statseksporeringer til markedsværdi, så der tages højde for stedfundne tab på papirerne.

Amerikanske pengemarkedsfonde, der er store långivere i den finansielle sektor, har de seneste seks måneder nedbragt deres udlån til europæiske banker. Udlånene er nu på det laveste niveau siden 2006, og udlån til banker i flere lande, herunder Grækenland, Portugal, Italien og Spanien, er lukket ned, mens udlånet fra fondene til franske banker er mere end halveret siden august. Det har tvunget de europæiske banker til at skaffe dollarfunding gennem andre kanaler og bevirket, at prisen på dollarfinansiering via FX swaps er steget i forhold til direkte lån i dollar, dvs. afvigelsen fra den dækkede renteparitet mellem dollar og euro er øget, jf. figur 5 (venstre).

ECB har afholdt dollarauktioner med ugentlig løbetid og dollarauktioner med tre måneders løbetid i samarbejde med andre centralbanker. Budene i de ugentlige auktioner har været begrænsede både i antallet af deltagende institutter og omfanget af lånene. For at lette likviditetssituationen og afbøde effekterne på kreditgivningen til husholdninger og erhverv nedsatte centralbankerne i seks lande (Canada, Storbritannien, Japan, Schweiz, USA og euroområdet) den 30. november den rentemargin, som bankerne på auktionerne kan låne dollar til, fra 100 basispoint til 50 basispoint. Auktionen efter blev der udlånt for ca. 51 mia. dollar.

Usikkerhed om modparternes kreditværdighed og egen likviditetssituation har endvidere betydet, at bankerne siden sommeren har været tilbageholdende med at låne ud på pengemarkedet. Det har trods rigelig likviditet fra ECB givet anledning til forhøjede rentespænd mellem usikrede og sikrede lån, jf. figur 5, (venstre).

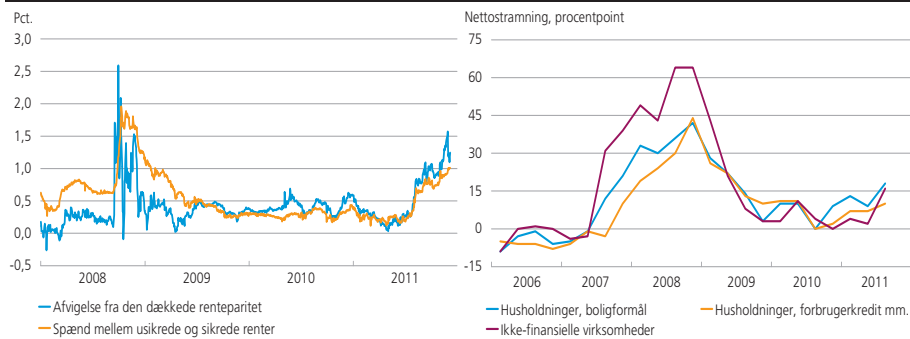
De europæiske banker har strammet kreditvilkårene over for husholdninger og ikke-finansielle virksomheder betydeligt i 3. kvartal 2011, jf. figur 5, (højre). Pengeinstitutternes udlån er fortsat voksende til virksomheder, mens udlån til husholdningers lån til boligformål aftog i oktober. De forværrede finansielle forhold siden sommer, herunder

---

<sup>1</sup> EBA's kapitaltest indregner endvidere statslig hybridkapital og nyudstedelser af konverterbare instrumenter, der lever op til strenge krav fastsat af EBA.

**AFVIGELSE FRA DEN DÆKKEDE RENTEPARITET MELLEM EURO OG DOLLAR  
SAMT SPÆND MELLEM USIKREDE OG SIKREDE PENGEMARKEDSRENTER I  
EUROOMRÅDET (VENSTRE) OG KREDITVILKÅR I EUROOMRÅDET (HØJRE)**

Figur 5



Anm.: *Venstre*: Afvigelsen fra den dækkede renteparitet udtrykker forskellen mellem omkostningerne ved at låne i euro kombineret med FX swaps fra euro til dollar og direkte låntagning i dollar. Seneste observation er 8. december. *Højre*: Lånevilkår ifølge ECBs Bank Lending Survey. Figuren viser nettostrømningen i lånestandarderne fra de adspurgte institutter opgjort som procentdelen af pengeinstitutter, der har strammet en del eller strammet lidt fratrukket procentdelen af pengeinstitutter, der har lempet lidt eller lempet en del. Positive værdier angiver, at kreditvilkårene strammes, mens en negativ værdi angiver lempeligere kreditforhold.

Kilde: Reuters EcoWin og Bloomberg.

strammere kreditvilkår og formueeffekter af lavere aktivpriser kan medvirke til at mindske væksten. Modsat vil lave renter i nogle lande understøtte aktivitetsfremgangen. Ifølge beregninger fra OECD<sup>1</sup> leder den finansielle udvikling siden sommer isoleret set til en reduktion af BNP-væksten i euroområdet og USA med hhv. 1 og 0,5 procentpoint i 2012 og 0,5 og 0,25 procentpoint i 2013.

Lave pengepolitiske renter i de avancerede økonomier har tvunget centralbankerne til at benytte andre instrumenter end renteinstrumentet, jf. artiklen "Pengepolitiske strategier ved rentens nedre nulgrænse" i denne kvartaloversigt. Brugen af de øvrige instrumenter har udvidet centralbankernes balancer samtidig med, at de pengepolitiske renter er holdt lave og for Den Europæiske Centralbanks (ECBs) vedkommende sat ned med 0,25 basispoint i både november og december, jf. figur 6.

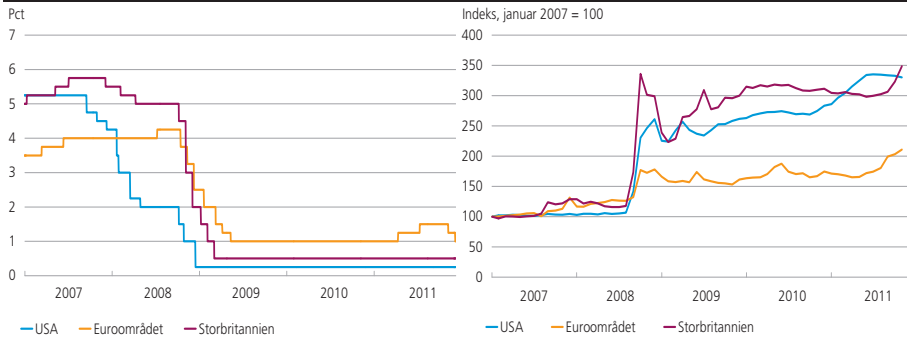
### Vækstudsigter

De seneste internationale vækstprognoser indeholder et moderat opsving i USA, mens euroområdets BNP-vækst ifølge OECD vil være negativ omkring årsskiftet. Der er dog betydelige landeforskelle internt i euroområdet med hensyn til forventningerne til væksten i prognoseårene, jf. tabel 1. I lande, hvor væksten i årene før finanskrisen var uholdbart høj og bidrog til store boligprisstigninger, tab af konkurrenceevne og voksende betalingsbalanceunderskud, skal ubalancerne nedbringes og de offentlige finanser konsolideres, hvilket begrænser aktiviteten. Omvendt

<sup>1</sup> OECD Economic Outlook no. 90, november 2011.

**PENGPOLITISKE RENTER (VENSTRE) OG CENTRALBANK BALANCER (HØJRE)  
I UDVALGTE LANDE, 2007-11**

Figur 6



Anm.: Venstre: USA's Federal Reserve (Fed) opererer med et målinterval for politikrenten på 0,0-0,25 pct. I figuren vises det øvre bånd af Feds målinterval. Seneste observation i figuren er 8. december 2011.

Kilde: Reuters EcoWin.

er vækstpotentialet større i lande, der ikke har oparbejdet store betalingsbalanceunderskud, og hvor boligmarkedet ikke har været overopledet. Det finanspolitiske fokus i Europa har været på opfyldelse af stabilitets- og vækstpagtens 3-pct.-grænse og sikring af mellemfristet holdbarhed af de offentlige finanser. Der føres dermed udbredt medcyklisk finanspolitik i mange avancerede økonomier, men alternativet i form af højere renter er værre, også for realøkonomien. I USA vil et svagt boligmarked samt en fortsat afdæmpet beskæftigelsesudvikling lægge en dæmper på fremgangen i det private forbrug. Ligeledes er der et behov for at stramme finanspolitikken. Den superkomite, der var nedsat til at finde et kompromis om konsolidering af de amerikanske offentlige finanser, opgav i november at nå til enighed, og med mindre kongressen kan indgå et kompromis i løbet af 2012, vil automatiske generelle besparelser træde i kraft fra 2013.

INTERNATIONALE ORGANISATIONERS SKØN FOR BNP-VÆKST

Tabel 1

Pct.	2010	OECD				Europa-Kommissionen		
		2011	2012	2013	2011	2012	2013	
USA .....	3,0	1,7	2,0	2,5	1,6	1,5	1,3	
Euroområdet .....	1,8	1,6	0,2	1,4	1,5	0,5	1,3	
Tyskland .....	3,6	3,0	0,6	1,9	2,9	0,8	1,5	
Frankrig .....	1,4	1,6	0,3	1,4	1,6	0,6	1,4	
Italien .....	1,5	0,7	-0,5	0,5	0,5	0,1	0,7	
Spanien .....	-0,1	0,7	0,3	1,3	0,7	0,7	1,4	
Storbritannien .....	1,8	0,9	0,5	1,8	0,7	0,6	1,5	
Sverige .....	5,4	4,1	1,3	2,3	4,0	1,4	2,1	
Japan .....	4,1	-0,3	2,0	1,6	-0,4	1,8	1,0	
Kina .....	10,4	9,3	8,5	9,5	9,2	8,6	8,2	

Kilde: OECD, *Economic Outlook* nr. 90, november 2011 og Europa-Kommissionens Efterårsprognose, november 2011.

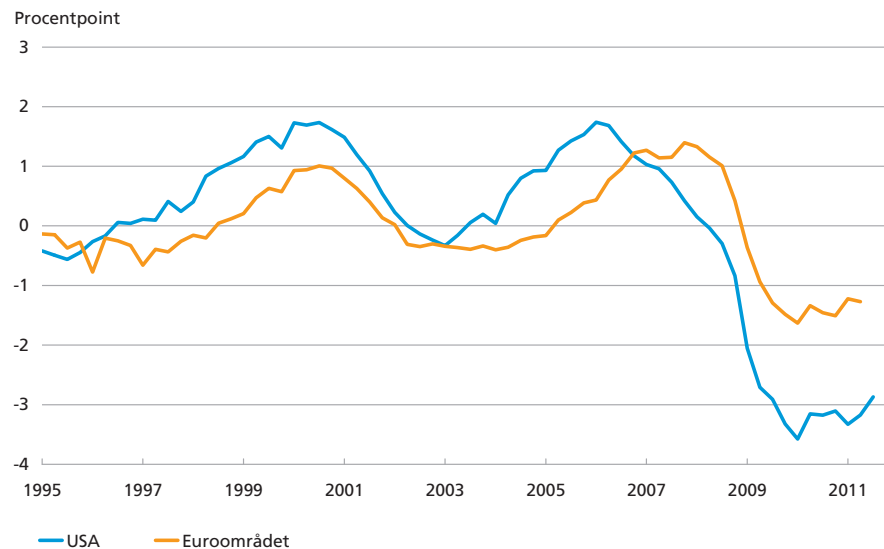


Usikkerheden er ekstraordinær stor, og væksthvudskrivningerne afhænger i udbredt grad af statsgældskrisens udvikling, men også af USA's finanspolitik de kommende år, hvor væsentlige beslutninger udestår. En betydelig forværring af statsgældskrisen og følgerne deraf, kan ifølge OECD trække 2-4 procentpoint fra BNP-væksten i 2012-13 i USA og euroområdet. Omvendt kan en effektiv håndtering af krisen, som markant nedbringer statsrentespændene, øge væksten 1-2 procentpoint i 2012-13 i de to økonomier.

Virksomhederne har haft en pæn indtjening, men har været tilbageholdende med deres investeringer. Det har betydet, at investeringskvoterne i USA og euroområdet er en del under de seneste 15 års gennemsnit, jf. figur 7. En tilbagevendende til tidligere investeringstakter kunne medvirke til at understøtte væksten. I lande, der fortsat ses som såkaldte sikre havne, understøttes aktiviteten af meget lave renter. De store tillidsfald siden sommer er endvidere sket i en periode med allerede lav efterspørgsel i den private sektor. Olie, der i begyndelsen af december blev handlet omkring 108 dollar per tønde, er kommet en smule ned fra de høje niveauer i foråret. Faldene har dog indtil videre været moderate trods de mere afdæmpede vækstudsigter i verdensøkonomien. Yderligere prisfald kunne understøtte fremgangen i realindkomsterne.

INVESTERINGSKVOTE FOR USA OG EUROOMRÅDET, AFVIGELSE FRA GENNEMSNIET, 1995-2011

Figur 7



Anm.: Investeringskvote målt som afvigelse fra gennemsnittet i perioden 1995-2011.

Kilde: Reuters EcoWin.

### Økonomisk-politiske udfordringer

Der er i EU taget en række politiske initiativer for at inddæmme statsgældskrisen, senest i forbindelse med topmøderne i oktober og december, jf. boks 1. Hidtil har disse initiativer ikke været tilstrækkelige til at genskabe markedernes tillid til statslige udstedelser fra de gældsplagede lande i Europa. Det kan tage tid at bringe statsrentespændene mærkbart ned, men det er afgørende, at renterne holdes under de niveauer, hvor finanspolitikken bliver uholdbar.

Den Internationale Valutafond, IMF, spiller en væsentlig rolle i form af lån til særligt gældsplagede lande som Grækenland, Irland og Portugal, der har problemer med at opfylde deres internationale betalingsforpligtelser. Ved at inddrage IMF i løsningen af udsatte landes gældsproblemer sikres, at lånetilsagnene tildeles samtidigt med, at de involverede lande forpligter sig til at gennemføre nødvendige finanspolitiske tilpasninger og strukturreformer. For nylig har IMF foretaget tilpasninger til sine kriseforebyggende låneinstrumenter, som skal gøre adgang til IMF-resurser mere fleksibel for lande med forbigående pres på betalingsbalancen.

IMF's udlånskapacitet var i oktober ca. 275 mia. euro. Med aftalen mellem eurolandene og en række andre EU-lande, herunder Danmark, jf. boks 1, er der lagt op til, at dette beløb øges med 200 mia. euro i form af bilaterale lån fra EU-landene. IMF's styrende organ, IMFC, har gjort det til en prioritet at vurdere tilstrækkeligheden af resurserne inden foråret 2012 med henblik på at bidrage til at inddæmme statsgældskrisen. G20 stats- og regeringscheferne forpligtede sig desuden ved Cannes-topmødet i begyndelsen af november til at mobilisere ekstra resurser til IMF om nødvendigt.

Ud over lån fra IMF er handlemulighederne for eurolandenes midlertidige lånefacilitet, European Financial Stability Facility, EFSF, øget, og ikrafttrædelsen af den permanente lånemekanisme, European Stability Mechanism, ESM, er fremrykket til 2012. Ved topmødet i oktober blev det besluttet at give EFSF mulighed for at stille begrænsede tabsgarantier til investorer i de primære statspapirmarkeder og oprette en eller flere særlige fonde under EFSF, der på baggrund af indskud fra private og offentlige indskydere vil kunne opkøbe trængte statspapirer.

En tredje mulighed, der har været omtalt, er at lette presset på de gældsplagede lande ved at lade ECB fortsætte sine opkøb af statspapirer under det såkaldte Securities Market Programme, SMP. ECB's hidtidige opkøb af gældsplagede medlemsstaters statspapirer under SMP har været begrundet med hensynet til at sikre den pengepolitiske transmissionsmekanisme ved at gribe ind i vigtige dele af markedet, som på grund af krisen ikke fungerede. En ændring af ECB's rolle til at omfatte en

egentlig "lender of last resort" for euro-medlemsstaterne vil være et brud med ECB's rolle og funktion, som er fastlagt i EU-traktaten.<sup>1</sup> Hertil kommer, at det kan føre til moral hazard problemer og dermed en svækket fiskal disciplin i medlemslandene.

For alle de her beskrevne modeller gælder, at de hver for sig eller sammen formentlig kun kan afbøde virkningerne af statsgældskrisen. Styrken ved IMF-programmer til udsatte lande er i den sammenhæng, at lånetilsagn gives i kombination med krav om gennemførelse af nødvendige budgetmæssige tilpasninger. Fælles for stort set alle andre forslag til finansiel hjælp til de udsatte lande er, at de ikke rummer en sådan direkte håndtering af tilpasningerne i de udsatte lande. Af samme grund foretrækkes sådanne alternativer af de udsatte lande frem for IMF-programmer. Modsat er de bidragende lande ikke parate til at give lån uden betingelser.

Genskabelse af markedernes tillid og sikring af en holdbar udvikling i de udsatte lande fordrer finanspolitiske tilpasninger, der har effekt på kort sigt, og strukturreformer, som på længere sigt styrker konkurrenceevnen og vækstpotentialet. Politisk beslutningskapacitet sikrer en vis styring af tilpasningsprocessen, som ikke vil være mulig ved en markedsdrevet tilpasning. Jo længere de krævede tilpasninger udsættes, desto mere skal der formentlig til for at overbevise markederne om holdbarheden af de førte politikker.

## **PENGE- OG VALUTAFORHOLD**

---

Kronen blev styrket i september i forbindelse med uroen på de internationale finansielle markeder og trods en indsnævring af spændet mellem de korte pengemarkedsrenter i Danmark og euroområdet. I slutningen af november og begyndelsen af december blev kronen styrket yderligere, jf. figur 8.

Nationalbanken købte i september og november valuta for henholdsvis 14,0 og 10,7 mia. kr. ved intervention. I oktober intervererede Nationalbanken ikke i valutamarkedet. Valutareserveren var ultimo november 467,7 mia. kr.

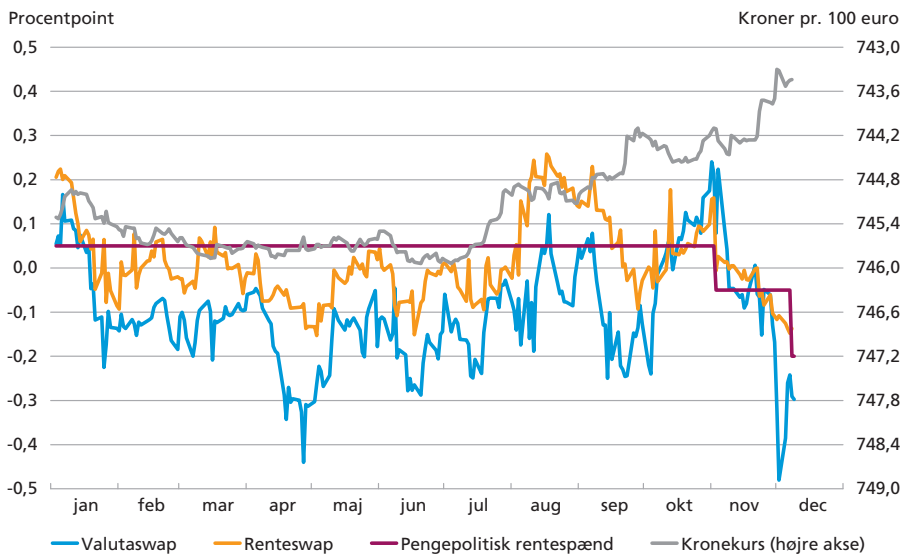
I euroområdet har der i de seneste måneder været flere tegn på spændinger i pengemarkederne, jf. afsnittet om international økonomi. ECB annoncerede i oktober, at proceduren med fuld likviditetstildeling til fast rente ved de primære markedsoperationer vil fortsætte, så længe det er nødvendigt, og i hvert fald indtil 10. juli 2012. Samtidig annonce-

---

<sup>1</sup> Jf. blandt andet artikel 123 i Traktaten om den Europæiske Unions Funktionsmåde og artikel 2 og 21 i Statutten for Det Europæiske System af Centralbanker og ECB.

RENTESPÆND MELLEML DANMARK OG EUROOMRÅDET I 2011

Figur 8



Anm.: 1 måneds løbetid for valutaswaps og renteswaps. Renteswaps er spændet mellem Cita og Eonia. Det pengepolitiske spænd er forskellen mellem Nationalbankens udlånsrente og ECB's rente ved de ugentlige primære markedsoperationer. Ændringer i de pengepolitiske renter indgår fra annonceringsdatoen. Seneste observation er 9. december 2011.

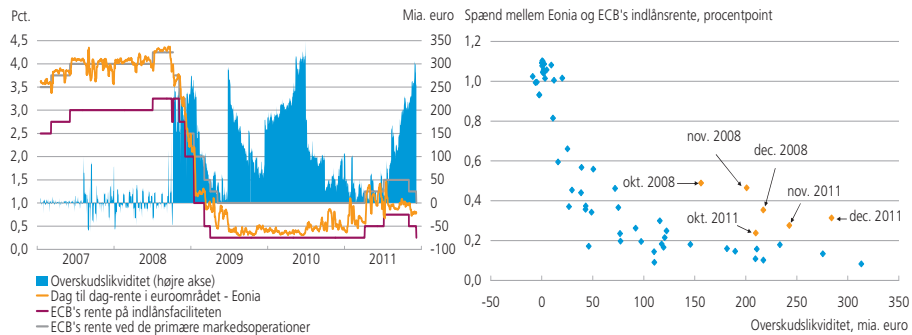
Kilde: Bloomberg og Danmarks Nationalbank.

rede ECB en 12- og 13-måneders langfristet markedsoperation i henholdsvis oktober og december samt seks 3-måneders operationer med fuld tildeling i løbet af næste år. Ifølge ECB's opgørelse har der i de seneste måneder blandt euroområdet banker som helhed været overskud af likviditet, jf. figur 9, venstre. Spændet mellem den korte pengemarkedsrente, Eonia, og renten på ECB's indlånsfacilitet var højere end i de forudgående perioder med tilsvarende niveau for overskudslikviditeten, men dog lavere end i efteråret 2008, jf. figur 9, højre. Det relativt høje niveau for Eonia tyder på, at selv om den samlede overskudslikviditet var høj, var likviditetsudvekslingen mellem bankerne træg, og nogle banker i euroområdet havde sværere ved at opnå likviditet på pengemarkedet. Bankerne anvendte i højere grad end i de forudgående måneder ECB's dag til dag-facilitet til at skaffe likviditet, hvor renten var omkring 1 procentpoint højere end Eonia.

Spændingerne på pengemarkedet viste sig også i Danmark i oktober og begyndelsen af november, hvor de korte pengemarkedsrenter steg med udvidelse af spændet til euroområdet til følge. Pengemarkedsrenterne er bestemmende for kronekursen. For at understøtte fastkurspolitikken supplerer Nationalbanken sine pengepolitiske instrumenter med likviditetsjusterende ind- og udlånsoperationer i kroner, der kan anvendes på tidspunkter og i det omfang, der er behov for. Renten og løbeti-

## SAMMENHÆNG MELLEM OVERSKUDSLIKVIDITETEN OG DAG TIL DAG-RENTEN I EUROOMRÅDET

Figur 9



Anm.: Overskudslikviditeten er mængden af likviditet, der ligger over ECB's opgørelse af bankernes behov for likviditet. Behovet er givet ved ECB's reservekrav til bankerne og de autonome faktorer såsom seddelomløb og de offentlige indlån i bankerne. Dag til dag-renten i euroområdet er Eonia. Ændringer i de pengepolitiske renter indgår fra annonceringsdatoen. Figuren til venstre er 5-dages glidende gennemsnit af dagsobservationer. Figuren til højre er månedsgennemsnit. Seneste observation er 8. december 2011.

Kilde: Reuters EcoWin og ECB.

den på operationerne vil afspejle markedsforholdene. For en nærmere beskrivelse, se artiklen Supplerende instrumenter i Nationalbankens likviditetsstyring i denne Kvartaloversigt.

Da ECB den 4. november annoncerede, at de pengepolitiske renter ville blive nedsat med 0,25 procentpoint, fulgte Nationalbanken efter og nedsatte indskudsbevis-, udlåns- og foliorenten med 0,35 procentpoint til henholdsvis 0,65, 1,20 og 0,55 pct. Diskontoen blev nedsat med 0,25 procentpoint til 1,00 pct. Den danske rentenedsættelse skete med baggrund i, at Nationalbanken forinden havde købt valuta i markedet. Efter rentenedsættelsen faldt spændet mellem de korte danske og europæiske pengemarkedsrenter betydeligt, jf. figur 8.

ECB nedsatte 8. december igen de pengepolitiske renter med 0,25 procentpoint og annoncerede fire tiltag, der skal lette bankernes likviditetssituation og sikre kreditgivningen til husholdninger og erhverv. Tiltagene var at udvide bankernes adgang til sikkerhedsstillelse, sænke reservekravene, stoppe de finjusterende operationer ved slutningen af hver reservekravsperiode samt at gennemføre to langfristede markedsoperationer med en løbetid på 3 år i henholdsvis december 2011 og februar 2012. Nationalbanken nedsatte med virkning fra 9. december udlånsrenten med 0,4 procentpoint til 0,80 pct. og indskudsbevisrenten, foliorenten og diskontoen med 0,25 procentpoint til henholdsvis 0,40, 0,30 og 0,75 pct. Spændet mellem udlånsrenten og indskudsbevisrenten blev indsnævret for at reducere muligheden for udsving i de korte pengemarkedsrenter. Samtidig med ECB indførte Nationalbanken også mulighed for at optage lån med 3 års løbetid mod sikkerhed.

## Kapitalmarkedet

Nationalbanken udvidede med virkning fra 1. oktober 2011 sikkerhedsgrundlaget med pengeinstitutternes udlån af god kvalitet med henblik på at supplere institutternes adgang til likviditet og lette overgangen, når de individuelle statsgarantier udløber i 2012-13. Pengeinstitutterne kan inden for visse grænser medregne låneadgangen i Nationalbanken til deres likviditet, jf. § 152 i lov om finansiel virksomhed, uden at lånene er pantsat til Nationalbanken. Ved samme lejlighed indførte Nationalbanken en 6-måneders facilitet, hvor de pengepolitiske modparter kan optage lån mod sikkerhed. Som nævnt indførte Nationalbanken desuden 8. december en 3-årig udlånsfacilitet. Som ved de ugentlige markedsoperationer anvendes der ved de lange lån et åbent vindue. Det vil sige, at Nationalbanken fastsætter renten på udlånet, hvorefter modparterne selv frit kan bestemme mængden af lån. Renten på udlånene er variabel i lånets løbetid fastsat til Nationalbankens 7-dages udlånsrente ved de ugentlige markedsoperationer. 6-måneders faciliteten er åben sidste fredag i hver måned. Første gang faciliteten kunne anvendes, var 28. oktober 2011. 3-års faciliteten vil blive tilrettelagt efter drøftelse med penge- og realkreditinstitutterne. De nye låneordninger og udvidelsen af sikkerhedsgrundlaget er nærmere beskrevet i artiklen Nye lånemuligheder i Nationalbanken i denne Kvartaloversigt.

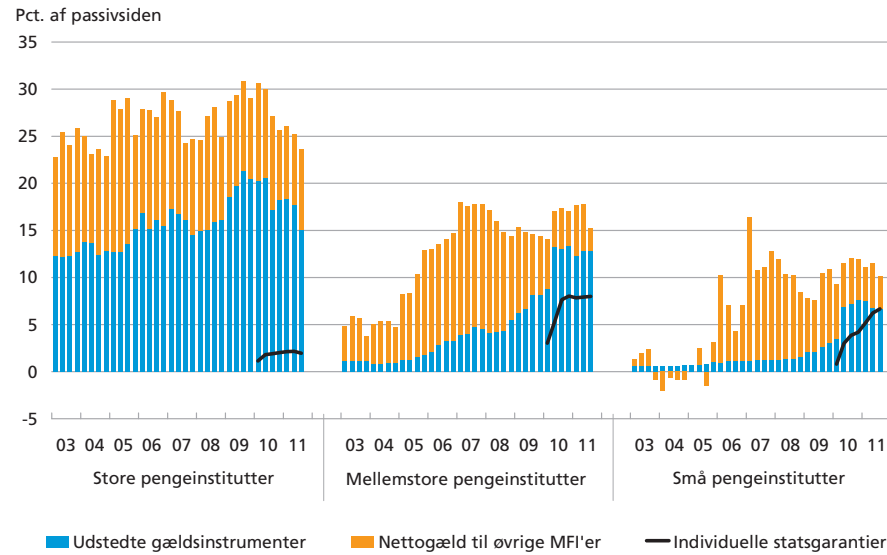
Pengeinstitutterne reducerede fra ultimo 2. til ultimo 3. kvartal 2011 deres indlånsunderskud med 44 mia. kr. til 224 mia. kr. Indlånsunderskuddet er mere end halveret siden ultimo 2008.<sup>1</sup> I 2009 skete nedbringelsen hovedsageligt ved et fald i udlånet, mens det seneste halvandet års udvikling primært kan tilskrives en stigning i indlånet. Det er primært de store pengeinstitutter, der driver udviklingen i indlånsunderskuddet, men de mellemstore og små pengeinstitutter har også reduceret deres. Indlånsunderskuddet finansieres overvejende gennem låntagning hos andre MFI'er og ved at udstede gældsinstrumenter. En betydelig del af finansieringen, især for de mellemstore og små pengeinstitutters vedkommende, er med individuel statsgaranti, jf. figur 10. Selv om pengeinstitutterne under ét har et indlånsunderskud, er der stor forskel mellem institutterne, jf. figur 11. Nogle har et indlånsunderskud, mens andre har et indlånsoverskud.

Max Bank A/S indgav 10. oktober 2011 konkursbegæring. Det skete efter, at Finanstilsynet ved sin ordinære undersøgelse af banken vurderede, at der var behov for at foretage yderligere nedskrivninger af bankens arrangementer og for at forhøje solvenskravet. Max Bank kunne ikke tilvejebringe den nødvendige kapital inden for den fastsatte tids-

<sup>1</sup> Opgørelsen er ekskl. institutter under Finansiell Stabilitet.

## PENGEINSTITUTTERNES FINANSIERING

Figur 10

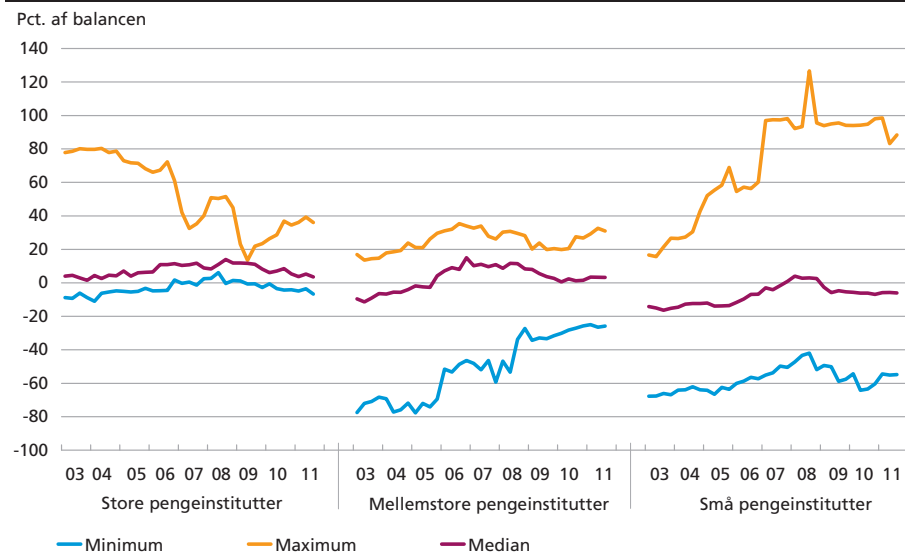


Anm.: Konsolideret med udenlandske filialer. Størrelsesgrupperingen følger Finanstilsynets grupper 1, 2 og 3, ekskl. institutter under Finansiell Stabilitet. Seneste observation er 3. kvartal 2011.

Kilde: Finansiell Stabilitet og Danmarks Nationalbank.

## SPREDNINGEN MELLEML PENGEINSTITUTTERNES INDLÅNSUNDERSKUD

Figur 11



Anm.: Konsolideret med udenlandske filialer. Store, mellemstore og små pengeinstitutter følger Finanstilsynets størrelsesgrupper 1, 2 og 3, ekskl. institutter under Finansiell Stabilitet. Minimum og maksimum er for hver periode det institut med det mindste indlånsunderskud som andel af balancen og det institut med det største indlånsunderskud som andel af balancen. Seneste observation er 3. kvartal 2011.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

frist, og den overdrog med virkning fra 8. oktober alle aktiver og passiver med undtagelse af efterstillet kapital til en ny bank under Finansiell Stabilitet, som samtidigt solgte den sunde del af banken til Sparekassen Sjælland. Sparekassen Sjælland overtog alle privatkunder og visse erhvervsengagementer, hvilket samlet set svarede til indlån på 3,8 mia. kr. og udlån på 3,0 mia. kr. Overdragelsen af Max Bank skete under den medgiftsordning, der var en del af den politiske aftale om Bankpakke 4. Det var første gang, reglerne kom i anvendelse. Ved denne løsning led ingen simple kreditorer tab, heller ikke kreditorer, hvis indskud oversteg indskydergarantiens loft på 100.000 euro, svarende til ca. 750.000 kr. Finansiell Stabilitet meddelte ved overdragelsen af Max Bank, at aktionærer og kreditorer med efterstillet kapital med stor sandsynlighed må anse deres investering som tabt.

Den Europæiske Banktilsynsmyndighed, EBA, har gennemført en kapitaltest af de europæiske banker på baggrund af data for 3. kvartal 2011, jf. afsnittet om international økonomi. Fra Danmark deltog Danske Bank, Jyske Bank, Sydbank og Nykredit. Resultaterne viste, at de danske institutters eksponering over for de sårbare stater i Sydeuropa er begrænset, både hvad angår direkte eksponering mod statsobligationer og indirekte i form af CDS-kontrakter på statsobligationer. Testresultaterne viste også, at de deltagende danske institutter er velkapitaliserede med egentlige kernekapitalprocenter mellem 12,34 og 14,04 ved fuld indregning af statseksponeringer til markedsværdi, dvs. væsentligt over grænsen på 9 pct.

I den europæiske rekapitaliseringsplan, som stats- og regeringscheferne i EU blev enige om 26. oktober 2011, indgår der en mulighed for, at landene kan indføre frivillige statslige garantiordninger til bankerne på ensartede vilkår, jf. afsnittet om international økonomi. For Danmarks vedkommende udløb den generelle statsgaranti i form af Bankpakke 1 ved udgangen af september 2010, men der er stadig en bred statslig involvering i den danske banksektor med de statslige indskud af hybrid kernekapital og de individuelle statsgarantier, som udløber i 2012 og 2013. De danske pengeinstitutter er velkapitaliserede og bør generelt set kunne klare overgangen til en situation uden statsgarantier. Det udelukker ikke, at der kan være enkelte institutter, der får sværere ved at skaffe den fornødne finansiering inden for den givne tidsramme. I den aktuelle situation er løsningen ikke at indføre en ny generel statsgaranti, som den europæiske rekapitaliseringsplan giver mulighed for.

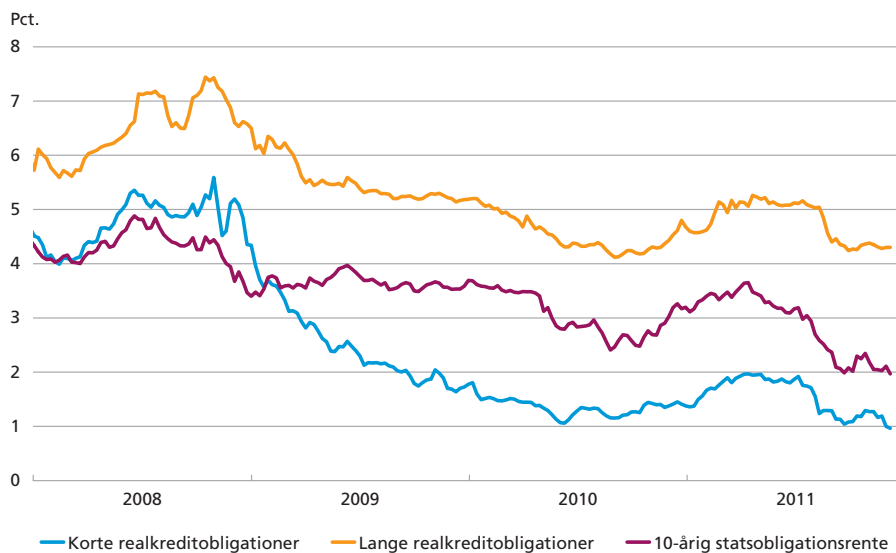
### **Penge- og realkreditinstitutternes renter og kreditudviklingen**

Renten på både korte og lange realkreditobligationer faldt betydeligt fra primo juli til ultimo september, hvorefter der har været mindre ud-



**RENTER PÅ DANSKE REALKREDITOBLIGATIONER OG DEN 10-ÅRIGE  
STATSOBLIGATIONSRENTE**

Figur 12



Anm.: Den korte rente er den 1-årige rente på rentetilpasningsobligationer. Den lange rente er en gennemsnitlig effektiv rente baseret på 30-årige fastforrentede konverterbare realkreditobligationer. Seneste observation er uge 49.  
Kilde: Nordea Analytics, Realkreditrådet og Danmarks Nationalbank.

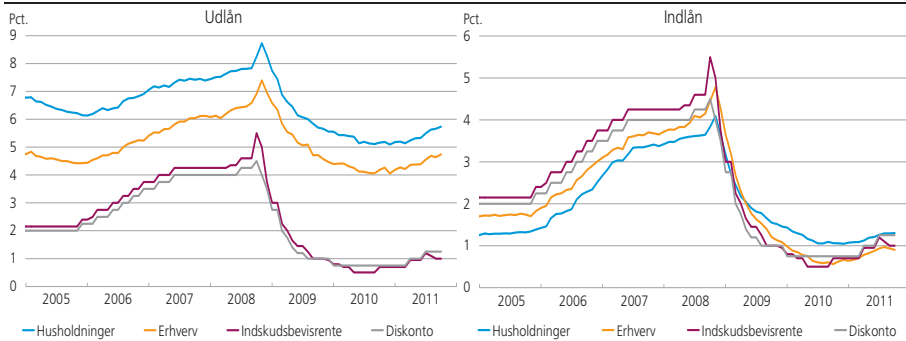
sving. Renten på 1-årige rentetilpasningsobligationer var i begyndelsen af december 1,0 pct., mens den lange rente var 4,3 pct. For både korte og lange renter svarer det cirka til niveauet for halvandet år siden, jf. figur 12. Auktionerne for refinansiering af rentetilpasningslån strakte sig i år fra 21. november til 14. december. Realkreditinstitutterne annoncerede på forhånd, at de forventede at skulle refinansiere omkring 510 mia. kr., hvor omkring 130 mia. kr. var i euro. Det samlede refinansieringsbehov var lidt mindre end sidste år. Det afspejler realkreditinstitutternes bestræbelser på at sprede auktionerne ud over året for at mindske refinansieringsrisikoen.

Spredningen af statsgældskrisen inden for euroområdet har ført til en ekstraordinært høj efterspørgsel efter højt-ratede statspapirer fra lande uden for euroområdet, herunder Danmark. I slutningen af november faldt rentespændet til Tyskland brat, og spændet er nu negativt for alle løbetidssegmenter. Den 10-årige statsobligationsrente faldt de første dage i december til under 2 pct., jf. figur 12. Det er et historisk lavt niveau.

Høj efterspørgsel efter danske statspapirer og ønsket om at reducere refinansieringsrisikoen betød, at staten i 2011 påbegyndte finansieringen af lånebehovet i 2012. Oversalget af statspapirer bidrog til et højt indestående på statens konto i Nationalbanken. Det høje indestående

PENGEINSTITUTTERNES UD- OG INDLÅNSRENTER OVER FOR HUSHOLDNINGER OG ERHVERV OG NATIONALBANKENS INDSKUDSBEVISRENTE OG DISKONTOEN

Figur 13



Anm.: Gennemsnitlig effektiv rente af udestående forretninger. Seneste observation er oktober 2011.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

gør statsgældspolitikken mere robust i en periode med stor usikkerhed på kapitalmarkederne.

Pengeinstitutternes rente på udlån til husholdninger og erhverv steg henholdsvis 0,4 og 0,3 procentpoint fra ultimo juni til ultimo oktober. I samme periode var indlånsrenterne stort set uændrede. Set over året har institutternes renter overordnet fulgt udviklingen i de pengepolitiske renter, jf. figur 13.

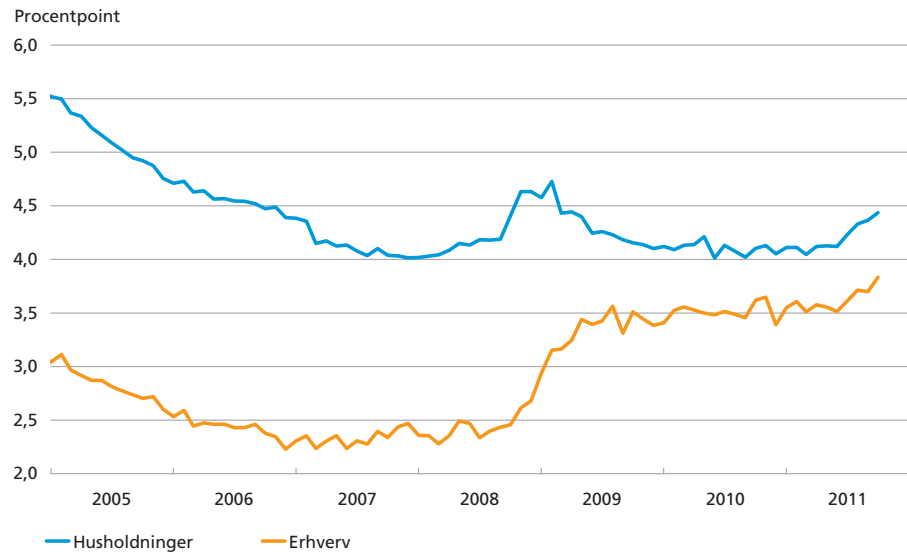
Fra ultimo juni til ultimo oktober steg pengeinstitutternes rentemarginal, dvs. forskellen mellem udlåns- og indlånsrente, over for husholdninger og erhverv med 0,3 procentpoint efter at have været nogenlunde uændret siden udgangen af 2009, jf. figur 14. At pengeinstitutterne øger rentemarginalen, er en naturlig og i nuværende situation nødvendig måde for dem at øge indtjeningen på, idet det er blevet vanskeligere og dyrere for institutterne at finansiere sig.

Der er en betydelig forskel i niveauet på de store og de mellemstore pengeinstitutters rentemarginaler. Især over for husholdninger har de mellemstore institutters rentemarginal været betydeligt højere end de stores siden efteråret 2008. Forskellen i rentemarginalen skyldes primært, at de mellemstores udlånsrenter er højere end de store institutters. På erhvervsiden er den gennemsnitlige indlånsrente dog også højere i de mellemstore institutter. Forskellen i pengeinstitutternes rentemarginal skal ses i lyset af, at der kan være produkt- og kundeforskelle på de store og de mellemstore institutters forretninger.

Penge- og realkreditinstitutternes samlede udlån til husholdninger og erhverv har været nogenlunde konstant siden udgangen af 2008. Der er sket en forskydning, især af erhvervsudlånet, fra pengeinstitutterne til realkreditinstitutterne, jf. figur 15. Fra ultimo august til ultimo oktober

**PENGEINSTITUTTERNES RENTEMARGINAL OVER FOR HUSHOLDNINGER OG ERHVERV**

Figur 14

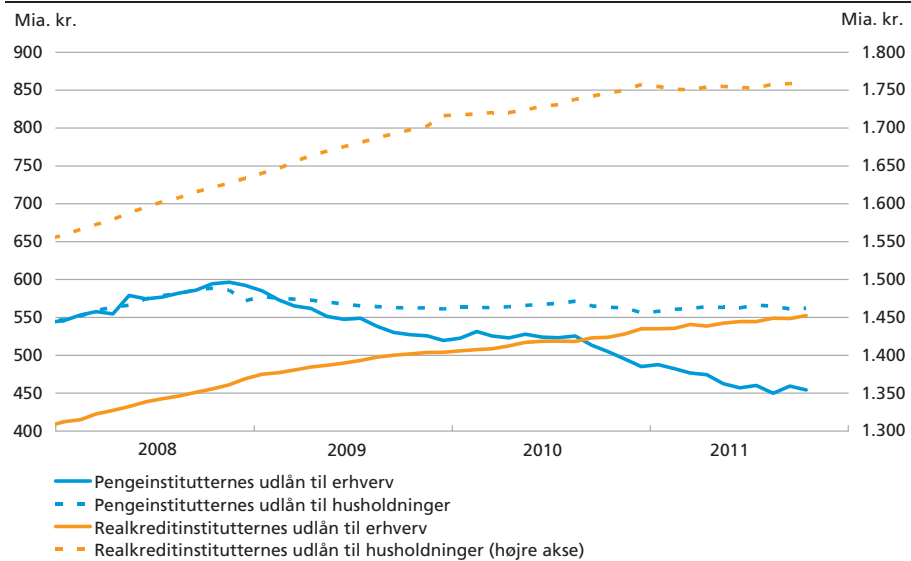


Anm.: Seneste observation er oktober 2011.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

**PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN TIL HUSHOLDNINGER OG ERHVERV**

Figur 15

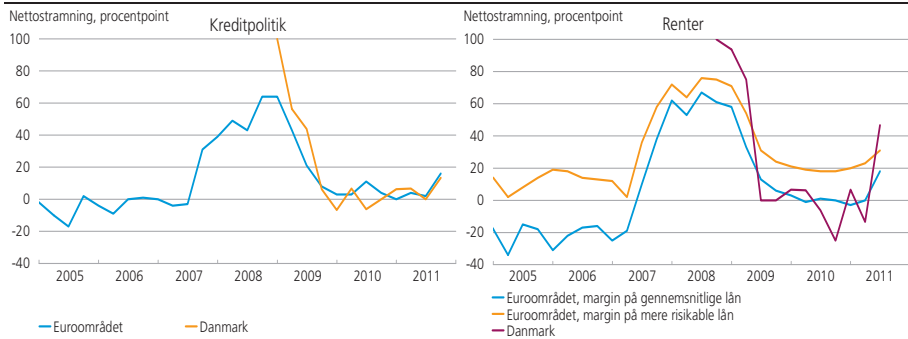


Anm.: Sæsonkorrigeret udlån. En stor del af det seneste års fald i pengeinstitutternes udlån til erhverv kan tilskrives særlige forhold, herunder Finansiell Stabilitets koncernstrukturændring, et par institutters flytning af forretninger til udlandet samt realiserede tab på udlån. Seneste observation er oktober 2011.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

**PENGEINSTITUTTERNES ÆNDRINGER I KREDITPOLITIK SAMT RENTER OVER FOR ERHVERVSKUNDER I EUROOMRÅDET OG DANMARK**

Figur 16



Anm.: Nettostramningen er opgjort som procentdelen af pengeinstitutter, der har strammet en del eller strammet lidt fratrukket procentdelen af pengeinstitutter, der har lempet lidt eller lempet en del. For euroområdet er stramninger gennem prisen specificeret som en stigning i forhold til den rente, institutterne selv betaler for finansiering og opdelt på virksomhedslån i gennemsnit og risikable lån.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

2011 steg det samlede udlån til husholdninger 1 mia. kr. til 2.324 mia. kr., mens det samlede udlån til erhverv steg 8 mia. kr. til 1.007 mia. kr.

Penge- og realkreditinstitutterne angav i Nationalbankens udlånsundersøgelse, at de har strammet deres kreditpolitik lidt i 3. kvartal 2011 både over for erhverv og private. Ifølge deres svar er stramningen sket gennem prisen, altså via rentestigninger, jf. figur 16. Bankerne i euroområdet har ligeledes strammet kreditpolitikken i 3. kvartal, jf. afsnittet om international økonomi. Her er stramningen sket ved at øge kravene til sikkerhedsstillelse og ved at øge rentemarginen over for kunderne.

Ifølge de danske penge- og realkreditinstitutter var erhvervsvirksomhedernes efterspørgsel efter lån omtrent uændret i 3. kvartal 2011, men set over det seneste år har de store pengeinstitutter og realkreditinstitutterne oplevet faldende låneefterspørgsel fra erhverv, især fra eksisterende kunder. Låneefterspørgslen fra private faldt samlet set i 3. kvartal 2011.

## DANSK ØKONOMI

### BNP og efterspørgselskomponenter

Aktiviteten faldt med 0,8 pct. i 3. kvartal efter solid fremgang på 1,2 pct. kvartalet før, jf. tabel 2. Faldet i BNP var ud over svag udvikling i privatforbrug og eksport trukket af et fald i det offentlige forbrug. Generelt har væksten fra kvartal til kvartal i dansk økonomi været meget ujævn de seneste år.

Trods moderat fremgang i de disponible indkomster gik det private forbrug tilbage i 3. kvartal med fald i både detailsalg og husholdninger-

CENTRALE ØKONOMISKE STØRRELSER					Tabel 2		
Realvækst i forhold til perioden før, pct.	2010	2011	2012	2013	2011		
					1. kv.	2. kv.	3. kv.
BNP .....	1,3	1,0	1,1	1,6	-0,1	1,2	-0,8
Privat forbrug .....	1,9	-0,7	1,1	1,7	-0,4	-0,4	-0,3
Offentligt forbrug .....	0,3	-0,1	0,8	0,4	-0,2	1,2	-1,6
Boliginvesteringer .....	-7,4	9,7	2,0	2,6	3,2	2,2	0,9
Offentlige investeringer .....	8,5	6,6	10,0	-22,5	-12,7	22,5	-3,7
Erhvervsinvesteringer .....	-4,4	-5,0	4,8	6,8	-6,0	1,1	1,0
Lagerinvesteringer <sup>1</sup> .....	1,0	0,4	0,2	0,0	-0,9	1,0	0,1
Eksport .....	3,2	7,3	1,8	3,3	4,5	0,8	0,4
Industrieksport .....	4,6	7,6	3,1	5,3	3,4	7,1	-0,5
Import .....	3,5	6,1	3,5	3,0	1,0	2,2	1,3
Beskæftigelse, 1.000 personer	2.751	2.737	2.733	2.745	2.745	2.742	2.730
Ledighed, brutto, 1.000 pers. ...	165	164	170	162	163	161	164
Ledighed, netto, 1.000 pers. ...	114	110	119	114	109	107	110
Betalingsbalance, pct. af BNP .	5,5	6,6	5,5	5,3	7,1	6,7	6,4
Offentlig saldo, pct. af BNP ....	-2,7	-3,8	-5,7	-2,9	-2,8	-3,7	-3,3
Kontantpriser, pct. år-år .....	2,8	-2,4	0,2	2,1	0,6	-1,3	-4,0
Forbrugerpriser, pct. år-år .....	2,2	2,7	2,2	1,7	2,6	2,9	2,6
Timeløn, pct. år-år .....	2,6	2,1	2,5	2,8	2,3	2,1	2,2

Anm: Nationalregnskabstal til og med 3. kvartal 2011, herefter Nationalbankens prognose.

<sup>1</sup> Bidrag til BNP-vækst.

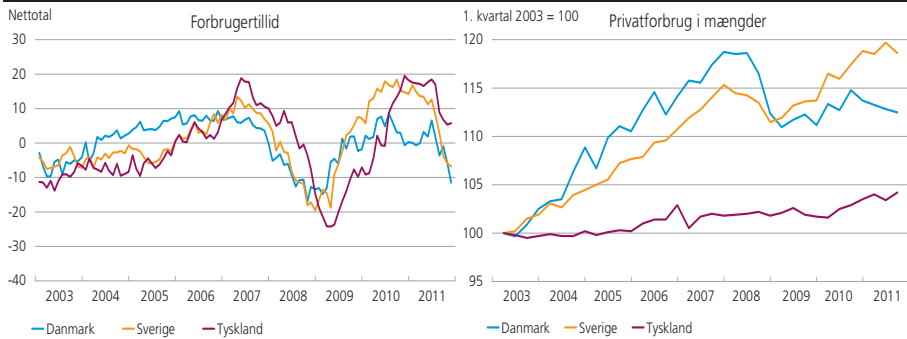
nes bilkøb. Mens bilkøbet fortsat ligger på et højt niveau, er detailsalget nu tilbage, hvor det var i slutningen af 2004. Forbrugertilliden er forværret markant hen over efteråret, hvor synet på både landets og familiens egen økonomi er blevet mere negativt.

Forbrugertilliden er også forværret i Tyskland og Sverige, jf. figur 17, venstre. Disse to lande har de seneste år haft en stærkere økonomisk vækst end Danmark. Hvor fremgangen i Tyskland først og fremmest har haft baggrund i stigende eksport og investeringer, har det private forbrug i højere grad været med til at trække væksten i Sverige, jf. figur 17, højre. Sverige oplevede ikke i samme grad som Danmark en overophedning af økonomien op til finanskrisen i efteråret 2008, men i de senere år har stigningen i det private forbrug og boligpriserne været kraftig, stimuleret af et lavt svensk renteniveau. Det tyske private forbrug er kun vokset svagt siden 2003, men der har været lidt stærkere fremgang de seneste par år. Det danske forbrug har ikke kunnet følge med siden finanskrisen, men set over hele perioden har det ikke udviklet sig så dårligt.

Den svage forbrugsudvikling de senere år afspejler, at husholdningerne konsoliderer sig, og opsparingskvoten er steget til samme høje niveau som i 2002, jf. figur 18. Det skal ses i lyset af formuetab på ejerbo-

**PRIVAT FORBRUG OG FORBRUGERTILLID I DANMARK, SVERIGE OG TYSKLAND**

Figur 17

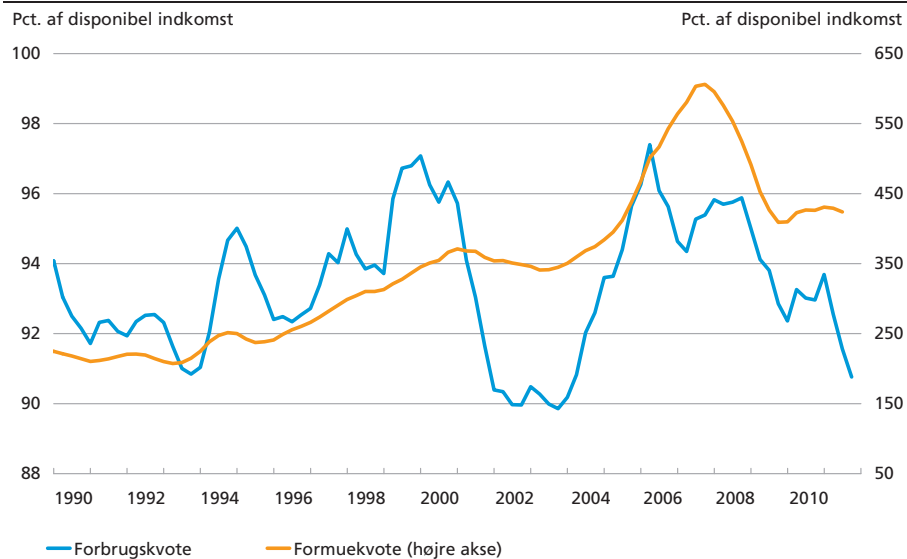


Kilde: EcoWin-databasen.

liger og værdipapirer, ligesom husholdningernes betydelige følsomhed over for fremtidige rentestigninger kan have tilskyndet til øget forsigtighed. Nettolåntagningen er i 2011 faldet yderligere og er nu på det laveste niveau i over ti år. Arbejdsmarkedet bedres næppe meget det kommende år, og det høje opsparingsniveau forventes fastholdt frem til 2013. Det medfører en behersket forbrugsudvikling, hvor forbrugskvoten kun langsomt løfter sig fra det nuværende lave niveau.

**HUSHOLDNINGERNES FORBRUGS- OG FORMUEKVOTE**

Figur 18



Anm.: Fire kvartalers glidende gennemsnit. Den disponible indkomst er inkl. indbetalinger på pension. Seneste observation er delvis skønnet. Formuen er opgjort ekskl. byggegrunde, landbrugsjord og forretningsejendomme samt efter skat på pensionsformuen.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Der var fortsat stigning i boligbyggeriet i 3. kvartal, især inden for alment byggeri. Samtidig steg erhvervsinvesteringerne, men fra et meget lavt niveau. Det skyldes bl.a., at den betydelige ledige kapacitet, der opstod efter tilbageslaget, er mindsket. Danmarks Statistiks halvårslige investeringsundersøgelse viser, at industrivirksomhederne har planer om at øge investeringerne i 2012. På den baggrund ventes investeringerne fremadrettet gradvist at bidrage til væksten i efterspørgslen.

Eksporten af varer og tjenester steg beskedent i 3. kvartal. Nedjusteringerne af forventningerne til aktiviteten i euroområdet og andre af Danmarks handelspartnere betyder, at eksportmarkederne kun vokser svagt næste år, jf. appendiks 1. Det rammer dansk eksport fremadrettet. Effekten modereres af, at store dele af den danske industri- og landbrugseksport ikke er så følsom over for konjunkturudsving, således at de danske markedsandele typisk udvikler sig gunstigt, når konjunkturerne svækkes i udlandet.

Der har været en forholdsvis stor stigning i importen, især i betragtning af den moderate udvikling i efterspørgslen. Importkvoten er øget til omtrent samme niveau som i 2007-08. Det afspejler givetvis genoptagelsen af mange af de produktionskæder på tværs af lande, der blev afbrudt i forbindelse med det store fald i den globale efterspørgsel i efteråret 2008. Importkvoten øges yderligere de kommende år, og importen ventes at vokse mere end eksporten næste år, hvilket bidrager til at mindske overskuddet på betalingsbalancen.

Der er udsigt til, at den svage udvikling i økonomien i indeværende halvår vil fortsætte også efter årsskiftet, således at fornyet fremgang først manifesterer sig efter midten af 2012<sup>1</sup>. BNP-væksten skønnes på den baggrund at blive omkring 1 pct. både i år og næste år for så at stige til 1,6 pct. i 2013. De offentlige investeringer vil bidrage positivt til væksten næste år og negativt året efter. Lukningen af det negative produktionsgab ventes først for alvor at ske i 2013. Trods den beskedne vækst ventes fremgangen næste år at blive lidt stærkere herhjemme end i euroområdet, hvor høj gæld og store statsunderskud nødvendiggør kraftige finanspolitiske opstramninger.

Den uafklarede situation omkring gældskrisen i Europa gør, sammen med at forbrugerforventninger kan skifte ganske hurtigt, at usikkerheden i prognosen over udviklingen i dansk økonomi de næste par år er stor, jf. boks 2.

---

<sup>1</sup> Beregningerne er baseret på statistisk information til og med 6. december 2011.

## ALTERNATIVE SCENARIER

Boks 2

Den aktuelle forværring af de økonomiske udsigter afspejler i høj grad, at gældsproblemerne i Sydeuropa har ført til en markant tillidskrise. Det ligger i tillidskrisens natur, at den hurtigt kan skifte karakter, så den økonomiske udvikling ændres væsentligt. Den kan således forværres, hvis der ikke findes økonomisk-politiske svar, som giver en troværdig løsning på gældskrisen. Denne situation med et fald i aktiviteten i euroområdet er lagt til grund for scenario 1. Omvendt er investerings- og forbrugskvoterne aktuelt under deres normale niveauer. Det betyder, at ny tro på en stabil økonomisk udvikling hurtigt kan omsættes i nye investeringer og øget forbrug. Scenario 2 bygger på et sådant løft i tilliden til den økonomiske udvikling i Danmark.

I scenario 1 analyseres effekten på dansk økonomi af en international recession i form af et fald i efterspørgslen efter danske varer på de internationale markeder i 1. halvår 2012 på i alt 4,3 pct., som efterfølgende indhentes igen gradvis. Renterne holdes fast på niveauet fra udgangen af 2011. Det afspejler dels en antagelse om, at recessionen vil medføre, at de pengepolitiske renter vil forblive lave længere tid, dels at en yderligere forværring af gældsproblemerne i Sydeuropa næppe vil have stor afsmittning på danske statsobligationsrenter. Faldet i eksporten mindsker indtjeningen i eksportsektoren, hvilket medfører afskedigelser og en forværring af betalingsbalancen. Indkomsttabet blandt husholdningerne fører til lavere privat forbrug og yderligere fald i aktivitet og beskæftigelse. Den økonomiske vækst i 2012-13 vil således ligge 0,7-0,8 procentpoint under prognosens, mens ledigheden stiger til knap 150.000 i 2013, jf. tabel 3.

## ALTERNATIVE SCENARIER

Tabel 3

	Grundforløb	1: Recession i udlandet	2: Ny tillid i husholdningerne
<i>2012</i>			
BNP, pct. år-år .....	1,1	0,3	1,8
Ledige, netto, 1.000 personer .....	119	130	113
Betalingsbalance, mia. kr. ....	102	93	87
HICP, pct. år-år .....	2,2	2,2	2,2
<i>2013</i>			
BNP, pct. år-år .....	1,6	0,9	2,1
Ledige, netto, 1.000 personer .....	114	147	97
Betalingsbalance, mia. kr. ....	100	87	73
HICP, pct. år-år .....	1,7	1,6	1,8

I scenario 2 omsættes en øget tillid til den økonomiske udvikling i et løft i husholdningernes private forbrug og virksomhedernes investeringer. Da det specielt er bygningsinvesteringerne, som i forhold til byerhvervenes værditilvækst ligger under deres historiske gennemsnit, er det overvejende disse, som løftes sammenlignet med udviklingen i prognosen. Den højere indenlandske efterspørgsel fører til øget produktion og beskæftigelse; den årlige BNP-vækst ligger godt 0,5 procentpoint højere i 2012-13 end i prognosen. Samtidig mindskes ledigheden hurtigere end i prognosen og når i 2013 under det strukturelle niveau. Den øgede efterspørgsel og aktivitet i Danmark fører til højere priser og mere import, hvilket mindsker overskuddet på betalingsbalancen.



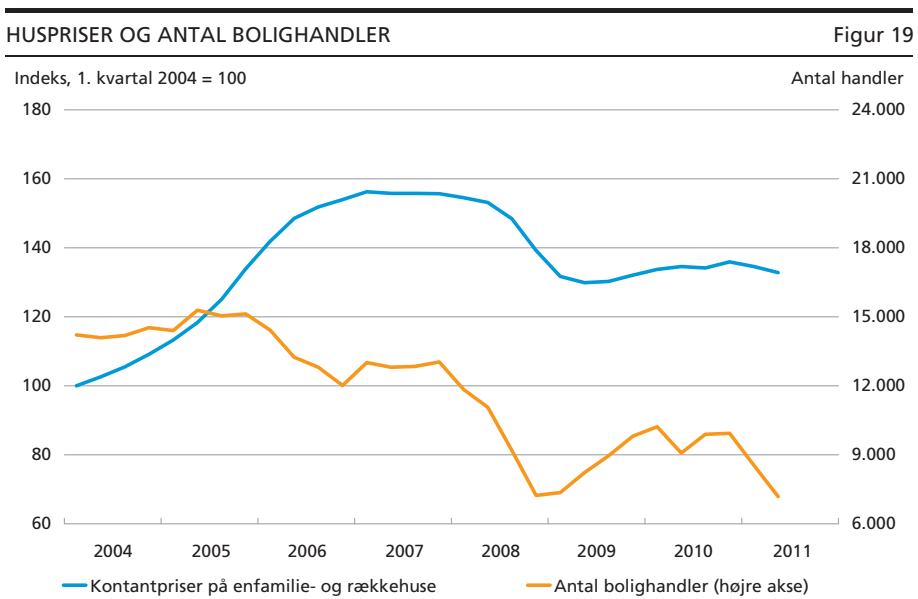
## Boligmarked

Efter behersket fremgang i anden halvdel af 2009 og gennem 2010 blev boligmarkedet svækket i 1. halvår 2011, jf. figur 19. Ifølge Danmarks Statistik faldt kontantprisen på enfamilie- og rækkehuse sæsonkorrigeret med 2,3 pct. fra 4. kvartal 2010 til 2. kvartal 2011. Priserne kom dermed ned under niveauet et år tidligere. Priserne har været faldende over hele landet, også i hovedstadsområdet. Indikatorerne tyder på yderligere fald hen over sommeren og ind i efteråret.

Set i forhold til bunden i 2009 lå huspriserne i hovedstadsregionen i 2. kvartal 2011 stadig ca. 10 pct. højere, mens prisudviklingen i resten af landet har været stort set flad de seneste par år.

Handlen med boliger aftog yderligere i 1. halvår 2011 fra et allerede lavt niveau. Samtidig er antallet af boliger udbudt til salg fortsat højt i hele landet. Konsekvensen er lange liggetider. Liggetiden på huse er på landsplan i gennemsnit ni måneder og lidt kortere for ejerlejligheder, men med betydelig geografisk variation. Liggetiden er kortest i hovedstadsområdet, hvor den for et hus eller en ejerlejlighed i gennemsnit er lidt over fem måneder.

Samlet set er boligmarkedet stadig svagt. Priserne er vigende, omsætningen lav og boligudbuddet højt, og der er stadig langt mellem køber og sælger. Udbudspriserne lå i 2. kvartal fortsat 11 pct. over de realiserede handelspriser. Antallet af tvangsauktioner steg med 10 pct. fra



Anm.: Antallet af tinglyste salg opjusteres bagud, efterhånden som handlerne tinglyses, hvilket tidsmæssigt sker, når boligen overtages. Antallet af handler for 2. kvartal, der er sidste observation i figuren, må således forventes revideret op – typisk med omkring 1.000 salg – men tendensen vil stadig være faldende. Seneste observation 2. kvartal 2011.

Kilde: Danmarks Statistik.

oktober til november og ligger dermed kun lidt under de senere års toppunkt fra foråret 2010.

Både de korte og de lange renter er meget lave, og indkomsterne er stigende. Det holder hånden under boligmarkedet. På det korte sigt dominerer usikkerheden dog. Det skønnes på den baggrund, at konstantprisen på enfamilie- og rækkehuse faldt yderligere i 2. halvår 2011 og kun retter sig langsomt i de kommende år, hvor der er udsigt til svagt faldende reale huspriser det næste års tid.

Usikkerheden presser således for øjeblikket huspriserne nedad. Set ud fra fundamentale forhold som renteniveau og husholdningernes disponible indkomst må boligpriserne dog vurderes at være tæt på et langsigtet holdbart niveau. De danske boligpriser er ikke overvurderede, jf. Kvartaloversigten, 1. kvartal 2011, del 2, hvor der er en omfattende analyse af det danske boligmarked.

### Udenrigshandel

Den internationale afmatning og udfladning i verdenshandlen er slået igennem på den danske eksport. Den sæsonkorrigerede vareeksport var i de seneste tre måneder til og med oktober lidt lavere end i de forudgående tre måneder, men 8,5 pct. over niveauet et år tidligere. Selv eksporten til Tyskland og især Sverige er faldet, i sidste tilfælde dog hovedsageligt som følge af fald i energieksporten.

Faldet i eksporten til Tyskland og Sverige er overraskende i lyset af den pæne vækst i de to økonomier i 3. kvartal, hvor BNP i Tyskland voksede med 0,5 pct. og i Sverige med 1,6 pct. Importen i Tyskland voksede i 3. kvartal med 2,6 pct., mens den svenske import lå fladt, så dansk industri har tabt markedsandele på især det tyske marked. Generelt har nedgangen i vareeksporten dog langt fra været så markant, som det var tilfældet under finanskrisen i efteråret 2008, jf. figur 20.

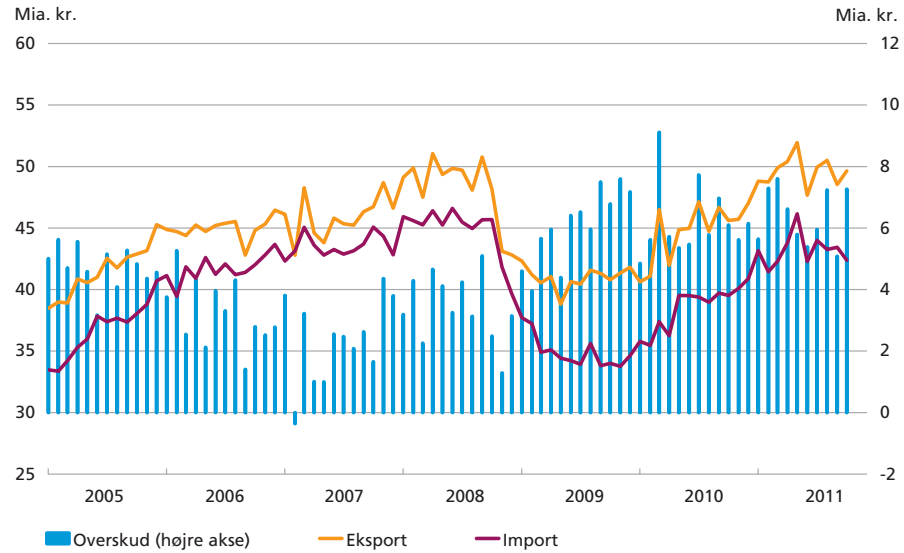
Vareimporten er faldet lidt det seneste halve år, og overskuddet på handelsbalancen målt på sæsonkorrigerede tal og eksklusive skibe og fly mv. steg til 7,3 mia. kr. i oktober. Det er højere end gennemsnittet over de seneste tre år.

I lyset af de forværrede verdenskonjunkturer og den forventede afmatning også på vore to største eksportmarkeder, Tyskland og Sverige, ventes væksten i eksporten i mængder at aftage fra 7,3 pct. i år til 1,8 pct. næste år.

Betalingsbalancen udviste i 12 måneder frem til og med oktober et akkumuleret overskud på 118 mia. kr. Det er ca. 25 mia. kr. mere end i den forudgående 12-måneders periode. Forbedringen skyldes overvejende et større overskud på posten formueindkomst samt et større overskud på handel med tjenester.

VAREHANDEL MED UDLANDET

Figur 20



Anm.: Seneste observation er oktober 2011.

Kilde: Danmarks Statistik.

Formueindkomstens bidrag til betalingsbalanceoverskuddet er blevet øget over tid. Det skyldes, at Danmark er gået fra at være en skyldner-nation til at være en kreditornation som følge af næsten uafbrudte betalingsbalanceoverskud siden 1988. Det hører med til billedet, at Danmarks aktiver over for udlandet indeholder mere risiko end vore passiver. Derfor giver aktiverne i de fleste år et større afkast end passiverne, jf. artiklen Formueindkomst fra udlandet i denne Kvartalsoversigt.

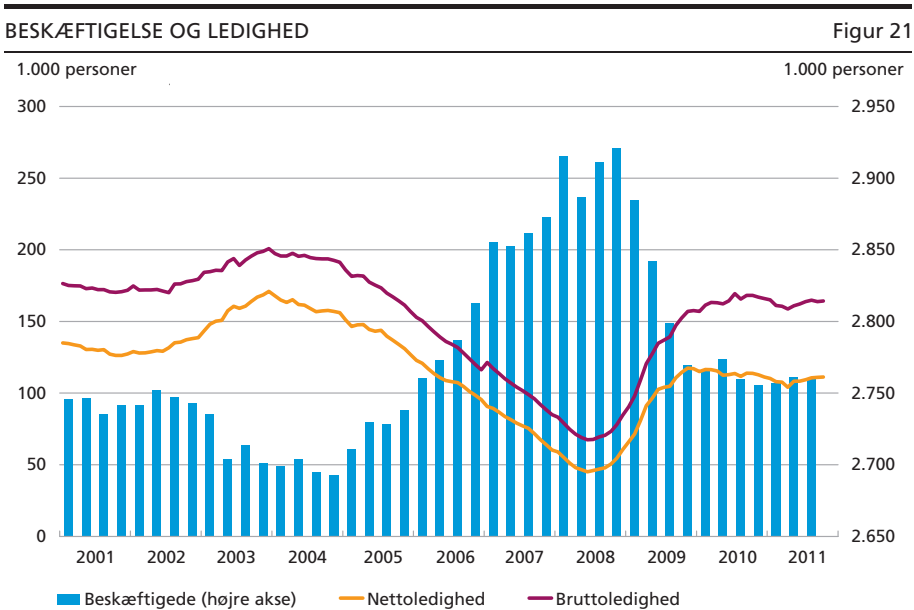
Overskuddet på betalingsbalancen ventes at falde lidt i de kommende år, i takt med at væksten i den indenlandske efterspørgsel øges.

### Arbejdsmarked og kapacitet

Beskæftigelsen i den private sektor faldt lidt i 3. kvartal efter stort set at have ligget fladt siden begyndelsen af 2010, jf. figur 21. Også den offentlige beskæftigelse har været aftagende. Der har de seneste kvartaler været stigende beskæftigelse i byggeriet. I fremskrivningen ventes et lille fald i den samlede beskæftigelse i de kommende kvartaler, men den løftes lidt igen i den følgende periode i takt med tiltagende BNP-vækst.

I vurderingen af kapacitetspresset i økonomien anvendes ofte et mål for produktionsgab<sup>1</sup>. Det angiver, hvor meget den faktiske produktion afviger fra den potentielle forstået som det produktionsniveau, som

<sup>1</sup> For en nærmere beskrivelse af Nationalbankens beregninger af produktionsgab samt dekomponering heraf se artiklen: Produktionspotentialet i dansk økonomi, *Kvartalsoversigt*, Danmarks Nationalbank, 3. kvartal, del 1, 2011.



Anm.: Fra januar 2007 inkluderes aktiverede kontanthjælpsmodtagere (arbejdsmarkedsparate) i aktiverede. Seneste observation for ledighed er oktober 2011 og for beskæftigede 3. kvartal 2011.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

økonomien kan præstere, uden at der opstår et inflationært pres. I en lavkonjunktur vil produktionsgabets værdi være negativt. Det er estimeret til ca. minus 2 pct. af potentielt BNP i 3. kvartal 2011. Det er et lidt større negativt gab end i septemberprognosen, og det afspejler, at BNP er revideret ned. Det samme er tilfældet for den potentielle produktion, men i lidt mindre grad. Gabet ventes at lukke sig gradvist de kommende år og vil være næsten væk i slutningen af 2013, jf. figur 22.

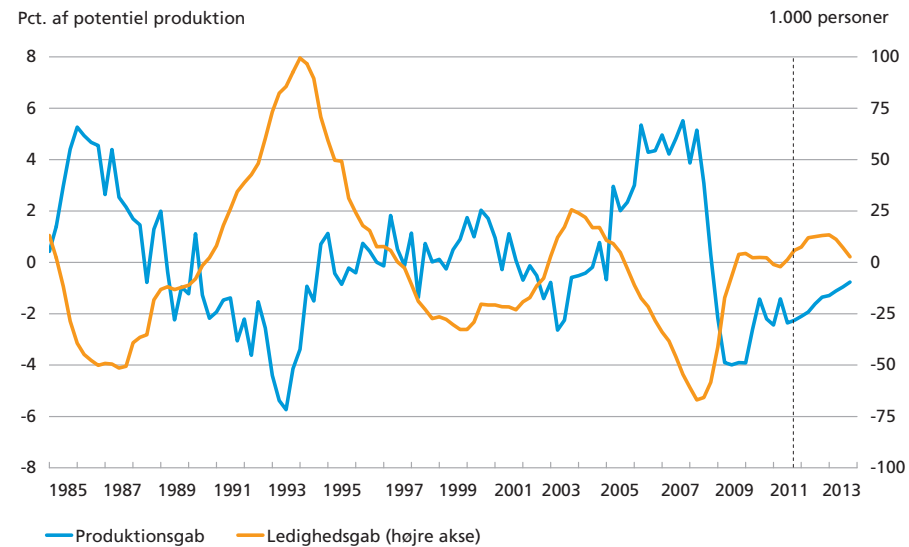
At produktionsgabets indsnævres trods beskeden økonomisk vækst, skyldes, at det underliggende produktionspotentiale i dansk økonomi kun stiger langsomt, primært som følge af en periode med lave investeringer.

Bruttoledigheden, sæsonkorrigeret, har ligget fladt i 2011 og var i oktober 164.300 personer. Det svarer til 6,2 pct. af den registerbaserede arbejdsstyrke. Bruttoledigheden består af modtagere af dagpenge og arbejdsmarkedsparate kontanthjælpsmodtagere, kaldet nettoledighed, samt antal jobklare aktiverede. Den stikprøvebaserede AKU-ledighed, der dækker bredere end bruttoledigheden, er steget i den forløbne del af året og lå i 3. kvartal 2011 på 224.000 personer, eller 7,6 pct. af arbejdsstyrken.

Ledigheden er kun lidt over sit strukturelle niveau, jf. figur 22. Ungdomsarbejdsløsheden er steget mere end den samlede ledighed det seneste år og er nu oppe på 11 pct. Ungdomsledigheden målt i procent

PRODUKTIONS- OG LEDIGHEDSGAB

Figur 22



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

ligger typisk højere end den samlede ledighed. Ungdomsledigheden herhjemme er dog stadig betydeligt lavere end i de fleste andre europæiske lande.

I fremskrivningen stiger arbejdsløsheden en smule frem mod årsskiftet og ind i 2012. Herefter forventes væksten at blive stærk nok til at generere et fald i ledigheden, der mod slutningen af prognoseperioden vil være tæt på sit strukturelle niveau, jf. figur 22.

## Lønninger

Afdæmpningen af lønstigningstakten i den private sektor fortsatte i 3. kvartal, hvor lønningerne ifølge Danmarks Statistik lå 1,7 pct. over niveauet i samme periode året før. Det er den laveste vækst siden statistikens begyndelse i 1994. Der er stor spredning på tværs af sektorer. I industrien var lønstigningstakten 2,2 pct., mens den i bygge- og anlægssektoren kun var 0,4 pct.

De årlige lønstigninger for ansatte i staten, kommuner og regioner lå i 3. kvartal på stort set samme lave niveau som i forrige kvartal. De statsansattes lønninger steg med 0,7 pct., mens stigningen i kommuner og regioner var henholdsvis 0,2 og 0,3 pct. Ifølge de offentlige overenskomster følger lønstigningstakten på det offentlige område med en vis forsinkelse lønudviklingen på det private område. Aktuelt tilsiger dette referenceforløb, at lønstigningen i det offentlige skulle være nul. Historisk er lønnen i staten steget mere end referenceforløbet.

De danske lønninger i den konkurrenceudsatte industrisektor er i en længere periode steget hurtigere end i udlandet, uden at det har haft baggrund i en tilsvarende højere vækst i produktiviteten. Det har svækket danske virksomheders konkurrenceevne. Forskellen i lønstignings-takt er mindsket de senere år, og de sidste par kvartaler er de danske lønninger steget lidt mindre end hos de udenlandske konkurrenter. Det vil dog kræve en længere periode med lavere vækst i danske lønninger end i udlandet, før konkurrenceevnen for alvor er genoprettet.

Lønningerne i industrien ventes at stige 2,1 pct. i år. Næste år øges lønstigningstakten til 2,5 pct. og yderligere til 2,8 pct. i 2013. Væksten i lønningerne vil dermed være moderat de kommende år, men over den forventede prisstigning. Omvendt vil lønstigningstakten formentlig ikke ligge så meget under udlandets, at der sker nogen nævneværdig indhentning af det forudgående tab af konkurrenceevne.

De seneste par år er profitkvoten blevet løftet fra et lavt niveau, da reallønsudviklingen har været svagere end udviklingen i produktiviteten. I fremskrivningen ventes det, at profitkvoten stabiliserer sig omkring det gennemsnitlige niveau for de seneste 30 år.

### Priser

Årstigningstakten i det harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, var 2,7 pct. i oktober, jf. tabel 4. Det er en stigning i forhold til måneden før, men stadig 0,4 procentpoint under toppunktet i maj i år. Det er især prisstigninger på en række fødevarer, som er blevet pålagt fedtafgift, der trækker årstigningstakten op den seneste måned. Priserne eksklusive afgifter har ligget fladt. Prisstigningstakten i euroområdet var 3,0 pct. i oktober, og det foreløbige tal for november er 3,0 pct. Den danske inflation har ligget under euroområdets de seneste måneder efter i en periode at have været højere.

Kerneinflationen, som ekskluderer energi- og fødevarerkomponenterne i forbrugerprisindekset, har efter et løft i 1. halvår 2011 stabiliseret sig omkring 1,2 pct. Det var i september og oktober under niveauet i euroområdet. Der er således ikke noget stort underliggende inflationspres i den danske økonomi. Inflationsforventningerne er steget markant de seneste måneder og lå i oktober noget over deres langsigtede gennemsnit, jf. figur 23. Inflationsforventningerne følger typisk den aktuelle inflation.

Ved forårets overenskomstforhandlinger er det afgørende for udviklingen i konkurrenceevnen, at løndannelsen tager udgangspunkt i produktivitetsudvikling og afsætningsforhold. Den afdæmpede konjunktur vurderes at mindske risikoen for, at den aktuelt lidt høje inflation og inflationsforventninger får afsmittende effekt på lønudviklingen, såkaldte anden runde-effekter.

## FORBRUGERPRISER

Tabel 4

Pct., år-år	Vægt <sup>1</sup>	2010	2011	2012	2013	2011/12					
						3.kvt.	4.kvt.	1.kvt.	okt.	nov.	dec.
HICP .....		2,2	2,7	2,2	1,7	2,6	2,7	2,7	2,7	2,5	2,4
Nettoprisindeks	100	2,0	2,6	1,8	1,5	2,7	2,3	2,1	2,5	2,4	2,1
Eksogene:											
Energi .....	7,1	12,3	12,8	7,1	0,4	13,5	11,9	8,7	13,9	12,9	8,8
Fødevarer .....	13,1	-0,2	3,7	1,2	1,4	3,9	3,0	2,4	3,4	2,9	2,5
Adm. priser .....	4,2	3,9	2,4	2,6	2,8	2,0	2,0	2,8	2,1	2,2	2,2
Husleje .....	23,6	2,6	2,9	2,9	2,6	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,1
Ekskl. eksogene	52,0	0,6	0,5	0,4	1,1	0,5	0,3	0,4	0,2	0,3	0,4
Import .....	15,6	0,8	3,9	0,3	1,9	3,3	2,6	0,7	2,8	2,7	2,4
IMI .....	36,4	0,5	-0,9	0,4	0,8	-0,7	-0,6	0,3	-0,9	-0,7	-0,5

Anm.: Seneste faktiske tal er oktober 2011. Herefter Nationalbankens prognose.

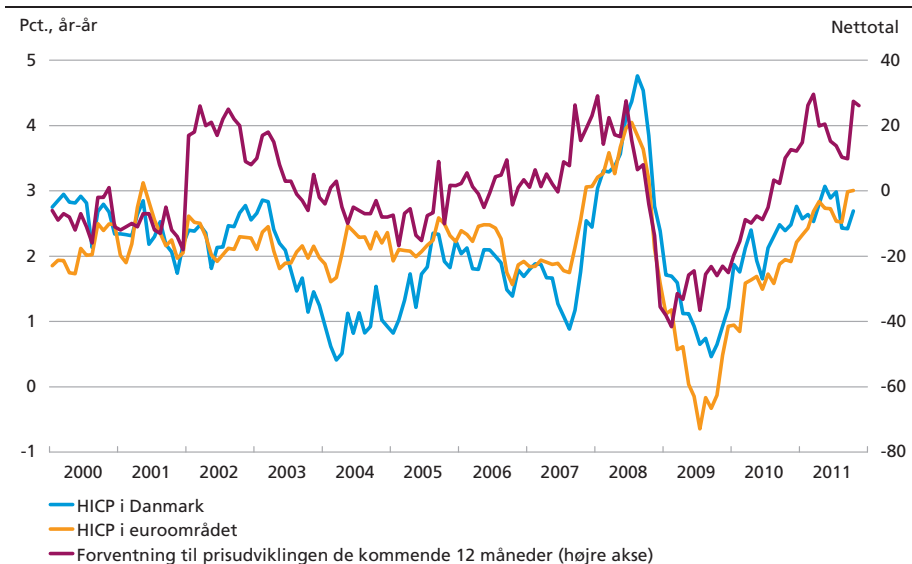
<sup>1</sup> Vægt i nettoprisindekset, pct.

Priserne på indenlandsk vareforsyning, engrospriserne, har været svagt faldende siden foråret efter i en periode at være steget kraftigt. Siden oktober 2010 er det samlede indeks steget med 5,5 pct., hovedsageligt drevet af højere priser på energi. Danskproducerede varer lå 7,4 pct. højere end for et år siden, og importerede varer 4,3 pct.

Engrospriserne belyser prisudviklingen i første omsætningsled. Det vil for importerede varer sige udviklingen i importørernes købspriser, mens det for danske varer til hjemmemarkedet er udviklingen i producenter-

## PRISUDVIKLING OG INFLATIONSFORVENTNINGER

Figur 23



Anm.: HICP er det harmoniserede forbrugerprisindeks. Seneste observation for priserne er oktober 2011, og for inflationsforventningerne november 2011.

Kilde: Danmarks Statistik.

nes salgspriser. De har derfor betydning for priserne i senere produktions- og afsætningsled og påvirker således forbrugerpriserne og dermed prispresset i økonomien. Det typiske er dog, at stigende importpriser ikke straks overvæltes i salgspriserne, men derimod i en periode presses avancerne. Det mønster ser vi for øjeblikket.

Forbrugerprisinflationen skønnes at aftage de kommende måneder til 2,2 pct. i 2012 og 1,7 pct. i 2013. Højere afgifter på en lang række forbrugsvarer øger isoleret set forbrugerpriserne med godt 0,3 pct. i 2012 og knap 0,2 i 2013. At prisstigningstakten alligevel forventes at forblive moderat, skyldes lav underliggende inflation og en del ledig kapacitet. Hertil kommer, at energi- og fødevarerpriserne ventes at give et negativt bidrag til inflationen i prognoseperioden.

### De offentlige finanser

Det reale offentlige forbrug skønnes at falde med 0,1 pct. i år, hvorefter det vokser med 0,8 pct. i 2012 og 0,4 pct. i 2013. Disse vækstrater er lave sammenlignet med væksten de seneste ti år. Med virkning fra 2011 blev der indført nye skærpede sanktioner over for kommunerne, hvis de ikke overholder de forbrugsrammer, som regeringen og Kommunernes Landsforening er blevet enige om. Disse redskaber synes at have virket efter hensigten, da det offentlige forbrug i 1. halvår 2011 lå på det niveau, der var aftalt.

Skatter og afgifter øges i 2012 med 5 mia. kr., men de anvendes på højere offentlige udgifter. Der lægges derudover op til øgede offentlige investeringer. En stor del af disse investeringer foretages imidlertid uden for den del, der defineres om den offentlige sektor, og påvirker dermed ikke det offentlige underskud. Der er fx tale om renovering af almennyttige boliger i regi af Landsbyggefonden og investeringer i regi af energiselskaberne. De egentlige offentlige investeringer øges som følge af initiativerne med godt 7 mia. kr. i 2012 og 1 mia. kr. i 2013. Det skal ses i forhold til allerede høje offentlige investeringer på 37 mia. kr. i 2010.

Samlet set ventes et underskud på de offentlige finanser næste år på 105 mia. kr. svarende til 5,7 pct. af BNP mod et forventet underskud i år på 3,8 pct. af BNP. Det er en stigning på 38 mia. kr., hvoraf de 17 mia. kr. kan henføres til tilbagebetaling af efterlønsbidrag. Danmark skiller sig på den baggrund ud som et blandt få EU-lande med en tydelig stigning i underskuddet på de offentlige finanser i 2012.

Fremadrettet vil den ventede beherskede forbedring af konjunkturerne påvirke de offentlige finanser positivt. Parallelt hermed planlægges en underliggende forbedring som følge af lav vækst i det reale offentlige forbrug, fastfrysning af indkomstgrænserne i skattesystemet, indfasning af finansieringselementerne i forbindelse med skattereformen i



2009 og lave offentlige lønstigninger. Hertil kommer afskaffelse af den nominelle fastfrysning af afgifter. I 2013 skønnes underskuddet derfor at falde til 2,9 pct. af BNP.

### **Økonomisk politik**

Den tilspidsede statsgældskrise i Europa, hvor stadig flere lande står over for betydelige rentespænd, understreger vigtigheden af at fastholde tilliden til finanspolitikken. Det er positivt, at den nytiltrådte danske regering også planlægger at leve op til EU-henstillingen om at sikre, at underskuddet på de offentlige finanser bliver under 3 pct. af BNP i 2013, samt at den strukturelle balance forbedres med 1,5 pct. af BNP over årene 2011-13. Gennemførelsen af vigtige arbejdsmarkedsformer – den delvise udfasning af efterlønnen og forkortelse af dagpengeperioden fra fire til to år – er endvidere et meget vigtigt bidrag til forankring af den mellemfristede stabilitet. Det vil bidrage til at øge den strukturelle beskæftigelse væsentligt og dermed modvirke den demografiske betingede reduktion af arbejdsstyrken. Alt i alt lægger regeringen op til at følge en forsigtig linje, som fremadrettet er vigtig for at sikre den finanspolitiske holdbarhed.

Det står klart, at finansloven for 2012 ikke indebærer nogen forbedring af den strukturelle offentlige saldo næste år. Så meget vigtigere bliver det, at den planlagte opstramning i 2013 realiseres for at holde linjen i finanspolitikken.

Danske husholdninger har i forhold til deres indkomst en meget stor balance, med betydelige aktiver og høj bruttogæld. Det er ikke en ny situation, men udviklingen med stadig stigende aktiver og passiver har været markant over de seneste 15 år bl.a. i takt med udbredelsen af nye låntyper i realkredit og øget pensionsopsparing. En større balance gør husholdningernes økonomi mere rentefølsom, hovedsageligt som følge af den store udbredelse af rentetilpasningslån i boligfinansieringen. Husholdningernes nettoformue er dog steget i perioden, og for landet under ét er tidligere tiders udlandsgæld vendt til en formue. Endvidere har den offentlige sektor herhjemme i modsætning til situationen i mange andre lande en positiv finansiel nettoformue.

Den høje bruttogældskvote stiller imidlertid skærpede krav til den økonomiske politik. For at mindske de risici, der er forbundet med høj bruttogældskvote i husholdningerne, er det vigtigt, at ikke mindst finanspolitikken sikrer en lav offentlig gæld, holdbare statsfinanser og fortsatte overskud på betalingsbalancen. Rentefølsomheden gør økonomien ekstra sårbar over for rentestigninger og taler sammen med den store usikkerhed for øjeblikket for at bevare en betydelig sikkerhedsmargen i den økonomiske politik.

Mens dansk økonomi aktuelt lever op til forudsætningerne for en lav rente, er det danske boligmarked omvendt ikke særlig stabilt bl.a. som følge af tidligere beslutninger om at afkoble boligskat fra boligens værdi og at indføre afdragsfrie lån. De deraf følgende større udsving på boligmarkedet øger kravene til den økonomiske politik.

Den ledige kapacitet i dansk økonomi giver plads til en holdbar forøgelse af beskæftigelsen på ca. 50.000 personer fra det nuværende niveau. Stigninger herudover kræver strukturreformer som udfasning af efterlønnen og forkortelse af dagpengeperioden. Det er aftalt midlertidigt at forlænge dagpengeperioden igen. Det trækker den anden vej og vil isoleret set reducere niveauet for den beskæftigelse, der er holdbar på sigt.

Danmark har i en længere årrække tabt konkurrenceevne som følge af forholdsvis stærke lønstigninger. De senere år er stigningstakten kommet ned på niveau med udlandets. For at fastholde lønstigninger på eller under udlandets kræves overenskomster, hvor stigningen i timelønnen afspejler udviklingen i produktivitet og virksomhedernes afsætningsituation.

En konsekvent finanspolitik og afdæmpede overenskomster understøtter, at det lave rentespænd over for de bedste lande i euroområdet kan opretholdes. Det vil kunne holde hånden under dansk økonomi og forhindre, at ledigheden stiger mærkbart i en situation, hvor usikkerheden i omverdenen er større end længe set, og er i realiteten det bedste, vi kan gøre, indtil tilliden vender tilbage i den private sektor.

## APPENDIKS 1: ANTAGELSER I PROGNOSEN FOR DANSK ØKONOMI

---

Prognosen er udarbejdet ved brug af den makroøkonomiske model MONA<sup>1</sup> og tager udgangspunkt i den foreliggende konjunkturstatistik, herunder Danmarks Statistiks foreløbige kvartalsvise nationalregnskab for 3. kvartal 2011.

Fremskrivningen bygger på en række antagelser om den internationale økonomi, de finansielle forhold og finanspolitikken.

### International økonomi

Der er i de seneste måneder sket en afdæmpning af vækstudsigterne for verdensøkonomien. Også hos Danmarks vigtigste samhandelspartnere forventes der lavere vækst. Vurderingen for den danske eksportmarkedsvækst næste år er på den baggrund nedjusteret i forhold til september-prognosen. Afsætningsmarkedet for den danske eksport ventes at vokse med knap 7 pct. i 2011, hvorefter stigningstakten forventes at falde til 4 pct. i 2012 for derefter at øges igen, jf. tabel 5.

Den afdæmpede vækst har bevirket, at de udenlandske priser forventes at være omtrent uændrede i 2011, hvorefter de øges i de efterfølgende år. Den samme udvikling gælder prisstigningerne på eksportmarkedet. Lønstigningerne i udlandet skønnes at være beskedne gennem fremskrivningsperioden som følge af svage arbejdsmarkeder i de fleste lande.

### Renter, valuta og oliepris

Udviklingen i de korte og lange renter i prognosen er baseret på de forventninger til den fremtidige udvikling, der kan udledes af rentekurven på de finansielle markeder. Den korte danske rente antages at følge pengemarkedsrenterne i euroområdet. 3-måneders pengemarkedsrenten var i begyndelsen af december 1,1 pct. og ligger dermed højere end ved tidspunktet for udarbejdelsen af sidste prognose. Det ventes, at den korte pengemarkedsrente vil stige svagt til 1,4 pct. i 2013.

Den gennemsnitlige obligationsrente er defineret som et gennemsnit af de effektive renter på udestående stats- og realkreditobligationer. Den gennemsnitlige obligationsrente var primo december 2,1 pct. og ventes at stige til godt 3 pct. gennem fremskrivningsperioden.

Den effektive kronkurs er lidt svagere i 2012 og 2013 end i september-prognosen. Det dækker over, at euroen og dermed også den danske krone er svækket svagt over for dollar og pund. I fremskrivningen anta-

---

<sup>1</sup> Modellen er beskrevet i Danmarks Nationalbank, MONA – en kvartalsmodel af dansk økonomi, 2003.

OVERSIGT OVER PROGNOSENS ANTAGELSER				Tabel 5
	2010	2011	2012	2013
<b>International økonomi:</b>				
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år .....	11,1	6,7	4,0	6,1
Pris på eksportmarkedet <sup>1</sup> , pct. år-år .....	-0,7	0,2	1,4	1,2
Udenlandsk pris <sup>2</sup> , pct. år-år .....	-0,5	0,2	1,4	1,2
Udenlandsk timeløn, pct. år-år .....	2,6	2,4	2,2	2,7
<b>Finansielle forhold mv.:</b>				
3-måneders-pengemarkedsrente, pct. p.a.	0,6	1,0	1,1	1,4
Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a. .	2,7	2,7	2,6	3,1
Effektiv kronekurs, 1980 = 100 .....	104,0	103,7	103,3	103,3
Dollarkurs, DKK pr. USD .....	5,6	5,4	5,5	5,5
Oliepris, Brent, USD pr. tønde .....	80,3	111,1	108,2	103,4
<b>Finanspolitik:</b>				
Offentligt forbrug, pct. år-år .....	0,3	-0,1	0,8	0,4
Offentlige investeringer, pct. år-år .....	8,5	6,6	10,0	-22,5
Offentlig beskæftigelse, 1.000 personer ...	840	831	837	840

<sup>1</sup> Sammenvejet importpris for de lande, Danmark eksporterer til.

<sup>2</sup> Sammenvejet eksportpris for de lande, Danmark importerer fra.

ges dollarkursen og den effektive kronekurs at holde sig konstant på niveauet fra primo december.

Prisen på olie lå ved prognosens udarbejdelse omkring 110 dollar pr. tønde. I fremskrivningen antages olieprisen at følge futurepriserne, så olieprisen falder til godt 103 dollar pr. tønde i 2013.

### Finanspolitiske forudsætninger

Finanspolitikken i prognosen tager udgangspunkt i den annoncerede finanspolitik, herunder finanslovaftalerne for 2012. Det offentlige forbrug ventes i år at falde marginalt, hvorefter det antages at vokse med 0,8 pct. i 2012 og 0,4 pct. i 2013. De offentlige investeringer ventes at stige med knap 7 pct. i år og 10 pct. i 2012, hvorefter de falder kraftigt i 2013.

## APPENDIKS 2: REVISIONER I FORHOLD TIL SENESTE PROGNOSE

Skønnet for BNP-væksten i 2011 og 2012 er nedjusteret i forhold til september-prognosen, jf. tabel 6, hvor revisionerne i BNP og forbrugerpriser er dekomponeret på vigtige baggrundsfaktorer. I 2011 afspejler nedjusteringen den allerede stedfundne udvikling.

De reviderede nationalregnskabstal, som nu foreligger i foreløbig udgave til og med 3. kvartal 2011, har givet et anderledes og svagere kvartalsforløb, der i sig selv medfører en teknisk nedjustering af den skønnede BNP-vækst på 0,5 procentpoint i 2011 og 0,4 i 2012 i forhold til september-prognosen. Hertil kommer, at eksportmarkedsvæksten for 2012 nu skønnes lavere end forudsat i september-prognosen. Det bidrager til nedrevisionen af BNP-væksten i 2013, men opvejes i forhold til væksten i 2012 af, at eksportmarkedsvæksten i de seneste kvartaler er opjusteret i forhold til september-prognosen. Den beskedne svækkelse af den effektive kronekurs siden september trækker i retning af højere vækst i 2012 og 2013. I prognosen afspejles nedrevisionen af BNP-væksten dog primært i en svagere udvikling i den private indenlandske efterspørgsel i 2011-12. Det gælder ikke mindst det private forbrug, hvor en normalisering af forbrugskvoten skønnes at ske langsommere, end der var lagt til grund i september-prognosen. Disse effekter indgår i komponenten *andre faktorer* i tabel 6.

Forbrugerpristigningerne er revideret lidt op i år og næste år. Det svagere vækstforløb i fremskrivningen dæmper underliggende prisstigningstakten de kommende år, men i 2012 mere end opvejes det af afgiftsforhøjelser og effekten af den lidt svagere kronekurs.

REVISIONER I FORHOLD TIL SENESTE PROGNOSE						Tabel 6
Pct., år-år	BNP			Forbrugerpriser, HICP		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Prognose fra september 2011 .....	1,4	1,6	1,6	2,6	1,9	1,8
Bidrag til ændret skøn fra:						
Eksportmarkedsvækst .....	0,2	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
Renteudvikling .....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valutakurser .....	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
Oliepriser .....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andre faktorer .....	-0,7	-0,9	0,0	0,1	0,2	-0,2
Denne prognose .....	1,0	1,1	1,6	2,7	2,2	1,7

Anm.: Afrunding kan betyde, at overgangen fra seneste til nuværende prognose ikke stemmer helt. Posten "Andre faktorer" omfatter også datarevisioner.



---

## Supplerende instrumenter i Nationalbankens likviditetsstyring

---

Nationalbanken styrer likviditeten i banksystemet ved hjælp af sine ugentlige ordinære markedsoperationer. Ved disse operationer tildeles likviditet via udlån mod sikkerhed, og der opsuges likviditet ved salg af indskudsbeviser. I det omfang det er nødvendigt, foretager Nationalbanken herudover ekstraordinære markedsoperationer, hvor likviditeten styres via køb og salg af indskudsbeviser. Penge- og realkreditinstitutterne udveksler likviditeten på pengemarkedet for at udligne indbyrdes likviditetsforskelle.

Spændingerne på de finansielle markeder har i perioder hæmmet udvekslingen af likviditet på det danske pengemarked, hvilket også har været tilfældet internationalt. I Danmark har trægheder i udvekslingen af likviditet i pengemarkedet i perioder betydet, at de korte danske pengemarkedsrenter er steget. Pengemarkedsrenterne er bestemmende for kronekursen.

For at understøtte fastkurspolitikken supplerer Nationalbanken sine pengepolitiske instrumenter med likviditetsjusterende ind- og udlånsoperationer i kroner. Operationerne kan anvendes til at justere likviditetssituationen i pengemarkedet på tidspunkter og i det omfang, der er behov for. Renten og løbetiden på operationerne vil afspejle markedsforholdene. Operationerne kan foretages enten som indskud i Nationalbanken, udlån mod pant i Nationalbankens sikkerhedsgrundlag eller via FX swaps, hvor sikkerheden er valuta. Nationalbanken kan foretage tildelingen eller opsugningen af kronelikviditet via auktion eller ved at indgå bilaterale forretninger med enkeltmodparter. Sådanne instrumenter kendes også fra andre centralbankers likviditetsstyring.

De nærmere modaliteter for operationerne, herunder løbetid og procedure, vil blive fastsat i forbindelse med et eventuelt ind- eller udlån.





---

## Nye lånemuligheder i Nationalbanken

---

Nationalbanken udvidede med virkning fra 1. oktober 2011 pengeinstitutternes adgang til at optage lån mod sikkerhed i Nationalbanken. Nationalbanken udvidede belåningsgrundlaget, der overvejende består af stats- og realkreditobligationer, med pengeinstitutternes egne udlån af god kvalitet. Sikkerhedsstillelse over for centralbanker i form af udlån kendes i forvejen fra en række andre europæiske lande. Samtidig indførte Nationalbanken en 6-måneders udlånsfacilitet. Den 8. december fulgte Nationalbanken ECB og indførte mulighed for at optage lån med 3 års løbetid. De nye lånemuligheder blev indført med henblik på at supplere pengeinstitutternes adgang til likviditet og lette overgangen til, at de individuelle statsgarantier udløber i 2012-13.

### **UDVIDELSE AF SIKKERHEDSGRUNDLAGET**

---

Pengeinstitutternes udlån, der opfylder visse kriterier, kan pantsættes hos Nationalbanken, hvorefter deres belåningsværdi vil indgå i det almindelige sikkerhedsgrundlag for markedsoperationer og dag til daglikviditet. Ordningen forventes, efter Nationalbankens skøn, at udvide sikkerhedsgrundlaget med op til 400 mia. kr. Finanstilsynet har oplyst, at låneadgangen i Nationalbanken inden for visse grænser kan indgå i pengeinstitutternes opgørelse af lovpligtig likviditet i medfør af § 152 i lov om finansiel virksomhed, uden at udlånene er pantsat til Nationalbanken.

#### **Kriterier for belånbare udlån**

For at et udlån kan indgå i pengeinstituttets belåningsgrundlag i Nationalbanken, skal det opfylde visse kriterier. Der skal være tale om en simpel fordring i form af et udlån eller en kassekredit i danske kroner eller euro, og som ikke forfalder til betaling før tidligst en måned efter, at fordringen er stillet som sikkerhed. Debitor skal være en ikke-finansiel virksomhed, en offentlig myndighed eller en husholdning hjemmehørende i Danmark. De ændringer af værdipapirhandelsloven, der danner grundlag for pantsætning ved brug af en liste over pantsatte udlån, er ikke sat i kraft på Grønland. Udlån til grønlandske debitorer kan derfor indtil videre ikke pantsættes under ordningen.

Udlån til én debitor må efter modregning maksimalt udgøre 10 pct. af den låneportefølje, instituttet stiller som sikkerhed. Et institut må ikke

belåne udlån, hvor der foreligger snævre forbindelser mellem instituttet og debitor.

Udlånet skal være af en kvalitet, der opfylder Finanstilsynets definitioner for udlån tilhørende bonitetskategori 3 eller 2a. Ved kreditvurdering af udlånene anvendes pengeinstitutternes egen vurdering, der er underlagt revision og Finanstilsynets vurdering i forbindelse med inspektioner.

Pengeinstitutter, der ønsker at pantsætte udlån eller medregne låneadgangen i Nationalbanken til deres likviditet, skal anmode Nationalbanken herom ved at indsende en række dokumenter, herunder et anmodningsbrev, en pantsætningserklæring og en revisorerklæring. Såfremt instituttet ønsker at pantsætte udlån, skal der indsendes en låneliste.

Derefter skal pengeinstituttet årligt indsende en ledelseserklæring om, at det er i stand til at håndtere belåning af udlån i Nationalbanken. Derudover skal institutterne hvert kvartal indsende en revisorerklæring, der bekræfter lånenes tilstedeværelse og bonitet, samt at instituttet har de nødvendige forretningsgange og procedurer.

### **Værdiansættelse og belåningsværdi**

Udlån værdiansættes til deres aktuelle restgæld og kassekreditterne til deres aktuelle saldo fradraget 10 pct. Udlån og kassekreditter i euro fradrages yderligere 3 pct. Derudover fratrækkes hver debtors modregningsadgang, dvs. debtors krav på pengeinstituttet, dog ekskl. særlige indlån. Instituttets samlede belåningsgrundlag er summen af belåningsgrundlag pr. debitor. Fra belåningsgrundlaget trækkes et haircut på 25 pct. og en margin på 10 pct. for at få udlånenes belåningsværdi, som er det beløb, instituttets trækingsret i Nationalbanken opskrives med ved pantsætning af udlånene.

Pengeinstituttet skal løbende holde øje med, at værdien af de pantsatte udlån udgør mindst 95 pct. af belåningsgrundlaget på pantsættningstidspunktet. Hvis værdien af de pantsatte udlån, fx som følge af indfrielse eller forringelse af bonitet, falder under dette beløb, skal instituttet straks stille supplerende sikkerhed, dvs. udlån, som opfylder alle tidligere nævnte kriterier og som er en del af de udlån, som revisor har erklæret sig om.

### **Tilsyn**

Finanstilsynet vil gennemføre en overvågning af alle institutter, der medregner likviditetsadgangen fra Nationalbanken i § 152, mindst én gang om året. Overvågningen vil finde sted, uanset om instituttet har pantsat udlån eller ej. Overvågningen vil bl.a. have fokus på, om de udlån, der indgår i instituttets låneliste, lever op til ordningens krav om at

være udlån i bonitetskategori 3 og 2a efter Finanstilsynets bonitetskategorier.

### **6-MÅNEDERS FACILITET**

---

Med indførelsen af 6-måneders faciliteten supplerede Nationalbanken det pengepolitiske instrumentarium. De pengepolitiske modparter kan optage 6-måneders lån mod sikkerhed til en variabel rente fastsat til Nationalbankens rente ved de ugentlige markedsoperationer. Faciliteten er åben den sidste fredag i hver måned.

### **3-ÅRS FACILITET**

---

Nationalbanken fulgte ECB og udvidede med virkning fra 8. december det pengepolitiske instrumentarium med 3-års lån. Ligesom 7-dages og 6-måneders udlånene er de lange lån mod sikkerhed i Nationalbankens sikkerhedsgrundlag. Renten er variabel i lånets løbetid, fastsat til Nationalbankens 7-dages udlånsrente ved de ugentlige markedsoperationer. Låneordningen vil blive tilrettelagt efter drøftelse med penge- og realkreditinstitutterne.



---

# Husholdningernes balancer og gæld – et internationalt landestudie

---

*Jacob Isaksen, Paul Lassenius Kramp, Louise Funch Sørensen og Søren Vester Sørensen, Økonomisk Afdeling*

---

## INDLEDNING OG SAMMENFATNING

---

Hvilke faktorer bestemmer udviklingen i husholdningernes formue- og gældsbalancer samt opsparing? Hvad er konsekvenserne for samfundsøkonomien af en høj bruttogæld hos husholdningerne? Disse emner er genstand for en dybdegående analyse i del 2 af denne kvartalsoversigt. I denne artikel præsenterer vi de væsentligste resultater fra analysen.

Som i de fleste avancerede økonomier er de danske husholdningers nettoformue steget betydeligt over de seneste 15 år, og i et internationalt perspektiv ligger deres nettoformue på et gennemsnitligt niveau. Udviklingen i nettoformuen dækker imidlertid over, at både bruttoformue og bruttogæld er steget kraftigt – en såkaldt balanceopbygning – og er større end i andre avancerede økonomier.

Husholdningssektoren bør ikke ses isoleret fra resten af økonomien, da der vil være et samspil mellem opsparing, formuer og gæld på tværs af sektorer. Hvis den offentlige sektor oparbejder gæld, vil husholdningerne i et vist omfang se det som tegn på højere fremtidige skatter og derfor øge deres egen nettoformue ved at spare mere op. I Danmark har den offentlige sektor en positiv nettoformue i modsætning til mange andre lande. Dertil kommer, at den danske økonomi samlet set har nettofordringer på udlandet. Danmark har således samlet en gunstig finansiel balancesituation – internationalt set.

Husholdningernes nettoformue er et resultat af akkumuleret opsparing og værdjusteringer. Det er navnlig kursjusteringer, der i de seneste årtier har været årsag til stigninger i danske husholdningers nettoformue. I en international sammenhæng har de danske husholdninger således en lav opsparingskvote. Tilsvarende gælder for de andre nordiske lande, om end i mindre grad. En analyse af husholdningernes opsparingsadfærd viser, at det lave opsparingsniveau i Danmark og de øvrige nordiske lande skal ses i sammenhæng med virksomhedernes høje opsparing og derudover kan forklares med en større offentlig sektor, en

bedre offentlig budgetsaldo og et højere niveau for det skattemæssige fradrag for renteudgifter.

Husholdningernes bruttogæld er også bestemt af graden af balanceoppustning, idet husholdningerne ejer reale og finansielle aktiver kombineret med, at de har bruttogæld. De meget veludviklede danske real-kredit- og pensionsystemer har været med til at muliggøre et højere bruttogælds niveau. Set i et internationalt perspektiv betyder de danske institutionelle rammer med et veludbygget finansielt system, især real-kredit- og pensionsystemet, at husholdningerne kan tage relativt sofistikerede beslutninger med hensyn til at opbygge og sammensætte deres aktiver og passiver.

En økonometrisk analyse viser, at den kraftige stigning i de danske husholdningers bruttogæld i vid udstrækning modsvarer af store stigninger i deres pensionsformuer. Det skyldes bl.a., at flere sparer op i pensioner i stedet for at nedbringe bruttogælden. Det har resulteret i en balanceopbygning med højere aktiver og passiver. Lavere realrente og arbejdsløshed har også bidraget til at øge husholdningernes bruttogæld som følge af bedre muligheder for at servicere og opnå en højere gæld.

En høj bruttogæld indebærer umiddelbart, at husholdningerne har øget følsomhed over for renteændringer og stød til økonomien. Vores resultater peger på, at der i lande med et højt bruttogælds niveau hos husholdningerne er større udsving i privatforbruget. Højere udsving i privatforbruget forstærker konjunkturudsvingene.

Vi finder med baggrund i en økonometrisk analyse for en række EU-lande, at der ikke er en statistisk sammenhæng på tværs af lande mellem bruttogælds niveauet og husholdningernes restancer. I Danmark ligger restancerne meget lavt. Det lave niveau for husholdningernes restancer tyder på, at den høje bruttogæld modsvarer af aktiver i et omfang så det ikke har medført større tab til den finansielle sektor på udlån direkte til husholdningerne.

Det lave niveau for tab på husholdningerne skal dog ses i lyset af det aktuelt lave renteniveau. Den høje rentefølsomhed betyder, at husholdningerne vil være mere sårbare over for rentestigninger, særligt hvis rentestigningerne indtræffer på et tidspunkt med stor ledighed og svag vækst. Med den store balanceoppustning i husholdningerne er det derfor afgørende for robustheden af økonomien at sikre de nødvendige rammevilkår for lave renter, især robuste offentlige finanser og overskud på betalingsbalancen.

En fyldestgørende analyse af sårbarheder med henblik på at vurdere finansiell stabilitet vil kræve detaljerede data over fordelingen af formuer og bruttogæld på tværs af individer og enkelte finansielle institutions eksponering. Sårbarheden afhænger således af, i hvilket omfang

bruttogælden er fordelt på de samme husholdninger, som har aktiver. Der er endnu ikke udviklet et tilstrækkeligt datagrundlag, der sammenstiller boligformue, finansielle aktiver og gæld samt pensionsopsparing på individniveau. Det er en opgave for kommende analyser.

## HUSHOLDNINGERNES FORMUE OG GÆLD

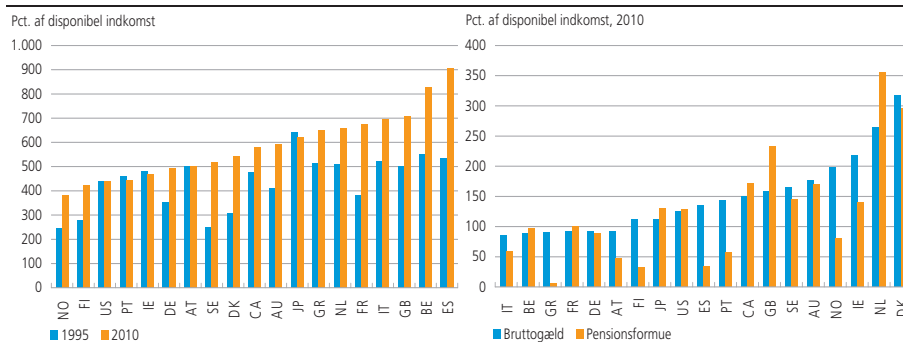
Husholdningerne har i de fleste OECD-lande øget både deres nettoformue og deres formue- og gældsbalance i løbet af de sidste 15 år, jf. figur 1. Danske husholdningers nettoformue er således steget med ca. 250 procentpoint af disponibel indkomst siden 1995, mens den i Sverige, Frankrig og Spanien er steget endnu mere. I nogle få lande er den dog omtrent uændret, bl.a. i USA, Japan, Portugal og Irland.

Udviklingen i bruttoformue, bruttogæld og nettoformue kan ikke betragtes isoleret fra hinanden. Husholdningernes formue består primært af boligformue, pensionsformue og anden finansiell formue, jf. figur 2. Langfristede lån med sikkerhed i boligen udgør størstedelen af den samlede bruttogæld. Ved sammenligning af husholdningernes gæld på tværs af lande er der en klar sammenhæng, således at lande med stor bruttogæld typisk også har store aktiver i form af pensionsopsparing, jf. figur 1 (højre side).

Det er især stigende boligformuer, der har bidraget til udviklingen i nettoformuen siden 1995. Samtidig hermed er husholdningernes bruttogæld forøget, hvilket hænger sammen med, at omkostningerne ved at have gæld er faldet, og lånemulighederne er øget. Det skyldes bl.a. fal-

HUSHOLDNINGERNES NETTOFORMUE (VENSTRE), BRUTTOGÆLD OG PENSIONSFORMUE (HØJRE)

Figur 1

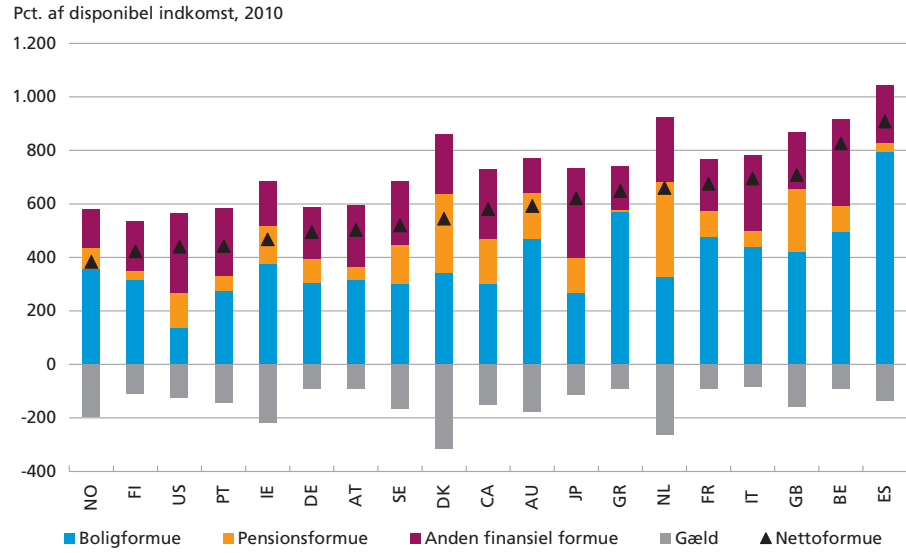


Anm.: Data for 2010 er delvis estimeret. I nogle lande skal der betales skat ved udbetaling af pensionsopsparing, og således er pensionsformuen efter skat mindre. Data er her vist før skat, idet den nuværende skattesats ikke nødvendigvis vil være gældende på udbetalingstidspunktet. Endvidere kan husholdningernes formue ikke ses isoleret fra resten af økonomien, herunder statens nettoformue. Opgøres nettoformuerne efter skat, reduceres danske husholdningers nettoformue med omkring 100 pct. af disponibel indkomst, således at niveauet bliver godt og vel niveauet i Portugal. Omvendt øges den offentlige sektors nettoformue tilsvarende.

Kilde: OECD, nationale centralbanker og egne beregninger.

HUSHOLDNINGERNES FORMUE OG BRUTTOGÆLD

Figur 2



Anm.: Se anmærkning til figur 1.

Kilde: OECD, nationale centralbanker og egne beregninger.

dende renter og arbejdsløshed samt en betydelig finansiel udvikling i mange lande. Boligformuen og bruttogælden er således blevet drevet op af de samme underliggende faktorer, hvilket har bidraget til en balanceoppustning (stigning i både formue og gæld) for husholdningssektoren.

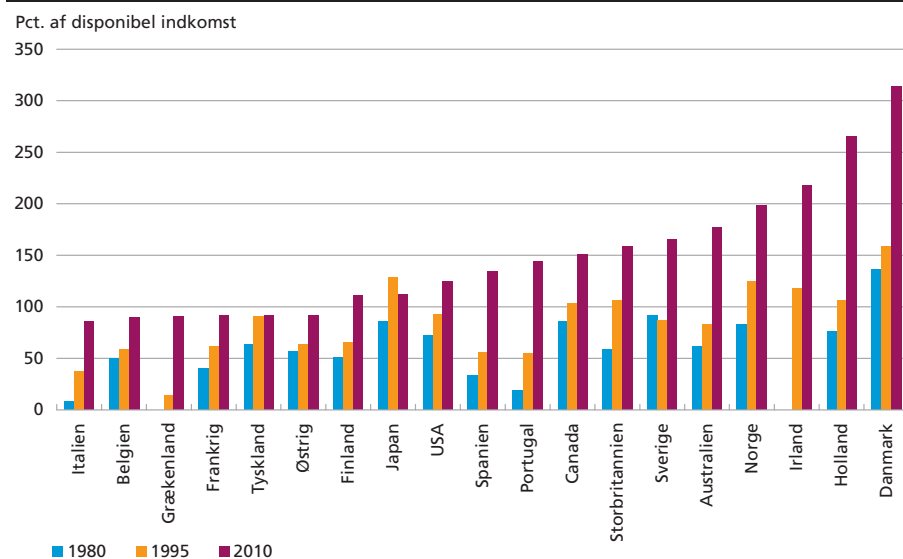
I nogle lande, bl.a. Danmark og Holland, udgør pensionsopsparing en stor del af formuen. I Danmark skyldes det bl.a. udbredelsen af arbejdsmarkedspensioner. En stor pensionsformue mindsker behovet for at være gældfri inden pensionering. I det omfang de enkelte husholdninger beholder en høj bruttogæld igennem en længere del af livet og i stedet for sparer op på pensionsordninger, vil gældskvoten for husholdningssektoren som helhed stige. Endelig er pensionsopsparing typisk skattebegünstiget, mens renteudgifter kan trækkes fra i skat. Det kan give nogle husholdninger incitament til at lånefinansiere pensionsopsparing.

Stigende bolig- og pensionsformuer samt finansiel udvikling har således bidraget til en betydelig oppustning af husholdningernes balance. Gælden er steget kraftigt i de sidste 15 år, med en fordobling af bruttogældskvoterne i mange lande. Gældskvoten er særligt høj i Danmark, Holland og Norge, mens Italien, Frankrig og Tyskland ligger i den lave ende, jf. figur 3. Det er bemærkelsesværdigt, at ganske mange af de lande, der har en høj bruttogæld i husholdningerne, også er lande med lav offentlig gæld, overskud på betalingsbalancen og nettofordringer på udlandet.



HUSHOLDNINGERNES BRUTTOGÆLD

Figur 3



Anm.: For Tyskland 2010: data er for 2009. For Norge 1980: data er for 1987.

Kilde: OECD, Cecchetti mfl. (2011) og nationale centralbanker.

Husholdningernes nettoformue kan ikke ses isoleret fra den resterende økonomi. Har den offentlige sektor betydelig nettogæld, må husholdningerne forvente øgede skatter og/eller dårligere offentlig service i fremtiden, mens stor gæld i virksomhederne vil betyde, at husholdningerne må forvente lavere udbyttebetalinger. Begge dele trækker i retning af, at husholdningerne opbygger en større nettoformue gennem opsparing.

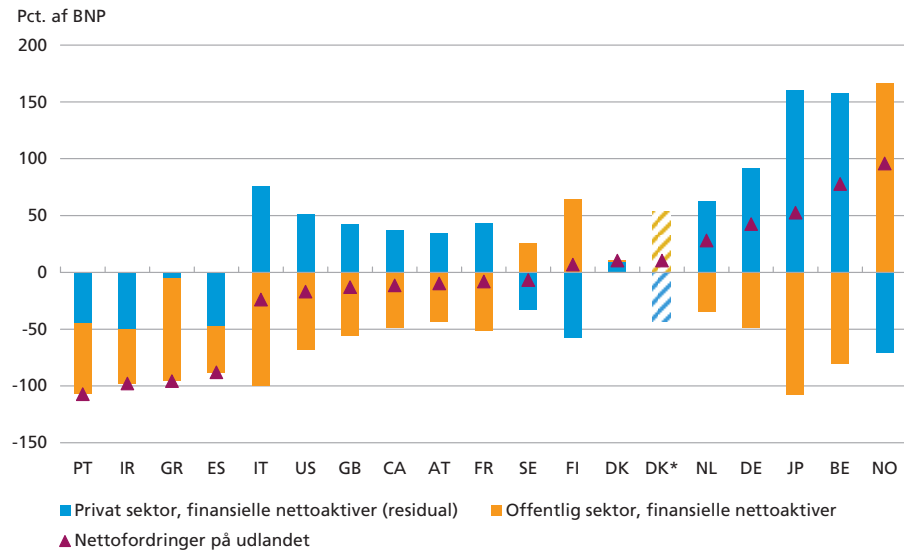
Nettoformuen for alle sektorerne under ét er lig med et lands nettofordringer på udlandet, også kaldet udlandsgælden. Et land vil opbygge gæld til udlandet, hvis det har vedvarende betalingsbalanceunderskud som følge af et samlet samfundsøkonomisk opsparingsunderskud.

Danmark er gået fra at have en betydelig udlandsgæld i 1980'erne til at have en nettoformue i forhold til udlandet på omtrent 10 pct. af bruttonationalproduktet, BNP, i 2010, jf. figur 4. Det afspejler en lang periode med vedvarende betalingsbalanceoverskud.

Den offentlige sektor har i de fleste lande en nettogæld, mens den private sektor har en nettoformue. De nordiske lande skiller sig ud ved, at det er den offentlige sektor, som har en finansiell nettoformue. I Danmark har den offentlige sektor en lille positiv finansiell nettoformue, bl.a. som følge af beholdninger i diverse fonde. Tages der højde for, at en del af husholdningernes pensionsformue er udskudt skat, som tilfalder den offentlige sektor ved udbetaling af pension, har den danske offentlige sektor imidlertid en betydeligt større nettoformue.

## UDLANDSGÆLD OG FINANSIELLE NETTOAKTIVER PÅ SEKTORNIVEAU (2010)

Figur 4



Anm: På grund af manglende data er tal for Italien, Frankrig, Tyskland, Japan og Irland fra 2009. DK\* angiver sektorbalancer for Danmark korrigeret for udskudt skat på husholdningernes pensioner.

Kilde: IMF, Eurostat og OECD.

Samlet set er den danske økonomi derfor i en relativt gunstig finansiell position med offentlige nettoaktiver, et overskud på betalingsbalancen og nettofordringer på udlandet.

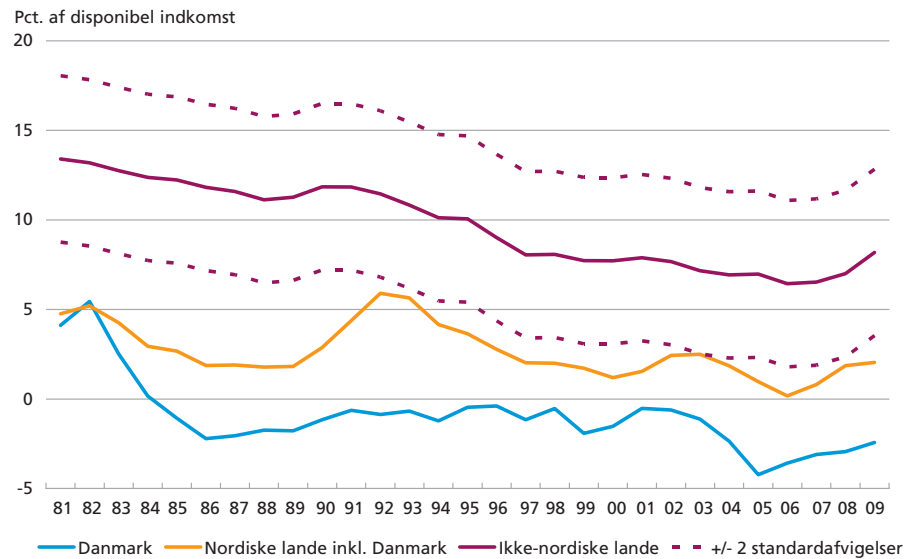
## ANALYSE AF HUSHOLDNINGERNES OPSPARING

Husholdningernes opsparing er en af de faktorer, der påvirker husholdningernes finansielle balance. Opsparingskvoten, som er husholdningernes opsparing i forhold til den disponible indkomst, er i langt de fleste lande enten reduceret eller forblevet uændret siden 1980. I Danmark har den generelt været meget lav i sammenligning med andre OECD-lande. De øvrige nordiske lande og de angelsaksiske lande ligger også i den lave ende.

På baggrund af en økonometrisk analyse finder vi, at husholdningernes opsparingskvote for et bredt udsnit af OECD-lande forklares af realrenten efter skat, den demografiske udvikling, virksomhedernes opsparing, den konjunkturrensede offentlige budgetsaldo, og størrelsen af den offentlige sektor. Det er i tråd med tidligere studier. Analysen viser, at den estimerede opsparingskvote for Danmark er markant lavere end den gennemsnitlige estimerede opsparingskvote i de øvrige lande, jf. figur 5.

ESTIMEREDE NETTOOPSPARINGSKVOTER FOR HUSHOLDNINGSEKTOREN

Figur 5



Anm.: Estimation for 17 OECD-lande i perioden 1980-2008. Tal for 2009 er baseret på et out-of-sample forecast.  
Kilde: OECD, Eurostat, IMF og egne beregninger.

Analysen viser endvidere, at en betydelig del af forskellen i opsparingsniveauet i Danmark og de nordiske lande i forhold til de øvrige avancerede økonomier kan forklares ved hjælp af strukturelle faktorer. Navnlig tyder det på, at virksomhedernes høje opsparring, en større offentlig sektor og en bedre konjunkturrenset offentlig budgetsaldo er hovedårsagerne til den lavere opsparingskvote. Resultaterne tyder endvidere på, at rentefradraget tidligere kan have spillet en rolle, navnlig for Danmark i 1980'erne, men næppe har nogen stor betydning for den aktuelle forskel.

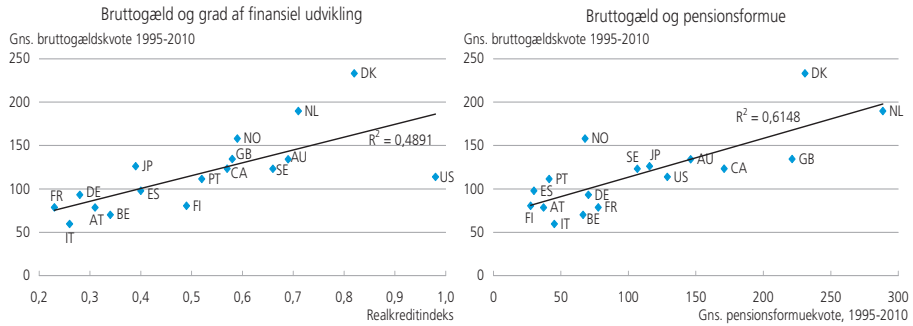
## ANALYSE AF HUSHOLDNINGERNES BALANCE OG BRUTTOGÆLD

Der er især to årsager til den observerede stigning i de danske husholdningers bruttogældskvotep. For det første har finansiel innovation og liberalisering formentligt reduceret både omkostningerne ved at have gæld og kreditbegrænsningerne. Det har bidraget til en balanceoppustning via større boligformuer og gældskvoter. Der er således en klar sammenhæng mellem bruttogældskvoten og finansiel udvikling, jf. figur 6 (venstre).

For det andet mindsker en stor pensionsformue behovet for at være gældfri inden pensionering. I det omfang husholdningerne har bruttogæld i flere år, fx ved at de sparer op i pensionsordninger i stedet for at nedbringe boliggyld, vil bruttogældskvoten for husholdningssektoren som helhed stige. Hermed fremkommer en tydelig sammenhæng mel-

## FINANSIEL UDVIKLING, PENSIONSFORMUE OG BRUTTOGÆLD

Figur 6



Anm.: Data for 2010 er delvis estimeret. Venstre figur: For en nærmere beskrivelse af realkreditindekset, se boks 4.1 i artiklen i del 2 af denne kvartalsoversigt. Højre figur: Pensionsformuen er opgjort for skat.

Kilde: OECD, nationale centralbanker, IMF (2008) og egne beregninger.

lem størrelsen af pensionsformuen og bruttogældskvoten, jf. figur 6 (højre).

En økonometrisk analyse bekræfter delvis denne konklusion.<sup>1</sup> Den store stigning i bruttogældskvoten i Danmark er ifølge den estimerede model især resultatet af stigningen i pensionsformuen, der alene kan forklare omkring en tredjedel af stigningen i bruttogældskvoten fra 1995 til 2010. Estimationen viser, at når pensionsformuen stiger med 1 pct. af disponibel indkomst, vil bruttogælden stige med ca. 0,4 pct. af disponibel indkomst.

Nedbringelsen af den offentlige sektors nettogæld – som er vendt til nettoformue – har også bidraget, om end i mindre grad. Estimationen viser, at en reduktion af den offentlige sektors nettogæld på 1 pct. af husholdningernes disponible indkomst vil øge husholdningernes bruttogældskvotepct med 0,25 procentpoint.

Ud over pensionsformue, finansiel udvikling og offentlig nettogæld inkluderer vi en række andre variable, nemlig realrente, inflation og strukturel arbejdsløshed.<sup>2</sup> Disse faktorer forklarer samlet en fjerdedel af stigningen i bruttogældskvoten siden 1995.

## KONSEKVENSER AF HØJ BRUTTOGÆLD

### Bruttogæld og tab i den finansielle sektor

En bekymring vedrørende det høje bruttogældsniveau i Danmark er, at det kan føre til, at den finansielle sektor i økonomiske tilbageslag eller

<sup>1</sup> Den finansielle udvikling har ifølge den estimerede model kun haft relativt lille betydning for stigningen i gældskvoten. Det skyldes formentlig, at det anvendte indeks for graden af finansiel udvikling ikke fuldt ud fanger den reelle udvikling eller forskellene på tværs af lande (realkreditindekset, der er vist i figur 6 ovenfor, findes kun for et enkelt år).

<sup>2</sup> Boligformuen er udeladt i hovedmodellen, idet den vurderes at være drevet af de samme underliggende faktorer som gældskvoten, bl.a. finansiel udvikling. Inkluderes boligformue, vil de estimerede effekter af de andre forklarende variable derfor blive undervurderet.

ved stigende renter vil få øgede tab på udlån til husholdningerne. Den større bruttogæld betyder fx, at den danske husholdningssektor er mere følsom over for renteændringer, særligt hvis den danske konjunkturcykel ikke følger euroområdet, således at renterne stiger samtidig med, at arbejdsløsheden er høj og/eller stigende. Igennem de seneste 15 år – hvor bruttogældskvoten næsten er fordoblet – har den finansielle sektor i Danmark dog kun haft små tab på udlån til husholdningssektoren i forhold til krisen i begyndelsen af 1990'erne.

Også efter den finansielle krise har penge- og realkreditinstitutternes tab på udlån til husholdningssektoren været forholdsvis små. Det afspejler bl.a. en relativt lav ledighed, et meget lavt renteniveau og husholdningernes store formue. Husholdninger med stor gæld vil typisk have en stor formue (både bolig- og pensionsformue), da en stor del af gælden er med sikkerhed i boligen.

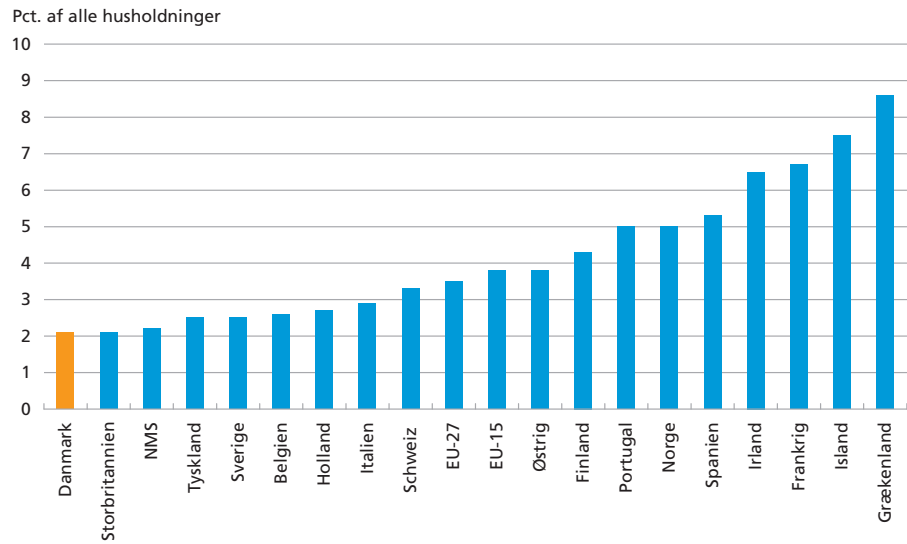
En del af stigningen i bruttogældskvoten i Danmark kan skyldes, at flere husholdninger har bruttogæld i længere tid – bl.a. ved at benytte afdragsfrie boliglån, og at flere husholdninger har gæld som følge af bedre lånemuligheder. Det peger i retning af, at toppunktet for den enkelte husholdnings bruttogældskvot over livsforløbet ikke er steget så meget som bruttogældskvoten for husholdningssektoren som helhed.

Dansk realkredit- og konkurslovgivning betyder, at danske husholdninger formentligt vil gå langt for at undgå betalingsproblemer i forhold til boliglån. En nærmere beskrivelse af det danske realkreditsystem, og af hvordan det har klaret sig under krisen, præsenteres i artiklen Dansk realkredit i denne kvartalsoversigt. Andelen af husholdninger, der i 2009 var i restance med boliglån eller husleje, er meget lav i Danmark i forhold til andre europæiske lande, jf. figur 7. Det tyder på, at husholdningernes samlede balance og den økonomiske situation har en sådan karakter, at det ikke har medført større tab for den finansielle sektor på udlån direkte til husholdningerne. En økonometrisk analyse i del 2 af denne kvartalsoversigt baseret på data for ni lande for perioden 1994-2009 bekræfter denne konklusion. Det lave tabsniveau skal imidlertid ses i lyset af det aktuelt lave renteniveau. Den høje rentefølsomhed betyder, at husholdningerne vil være mere sårbare over for rentestigninger, særligt hvis stigningerne indtræffer på et tidspunkt med stor ledighed og svag vækst. En fyldestgørende analyse af sårbarheder med henblik på at vurdere finansiell stabilitet vil kræve detaljerede data over fordelingen af formuer og bruttogæld på husholdninger samt de enkelte finansielle institutioners eksponering.

På trods af at husholdningernes store bruttogældskvot ikke direkte synes at påvirke den finansielle sektors tab, vil der være indirekte effekter. Det skyldes, at en stor gæld øger udsvingene i privatforbruget.

RESTANCER PÅ BOLIGLÅN ELLER HUSLEJE, 2009

Figur 7



Anm.: NMS: Nye medlemsstater.

Kilde: European Union Statistics on Income and Living Conditions.

Hermed er det muligt, at der kommer øgede tab på udlån til virksomheder, hvis produktion er rettet imod indenlandsk privatforbrug. Det kan også tænkes, at den høje bruttogældskvote har forstærket faldet i boligpriserne, hvilket har øget tabene på udlån til byggesektoren.

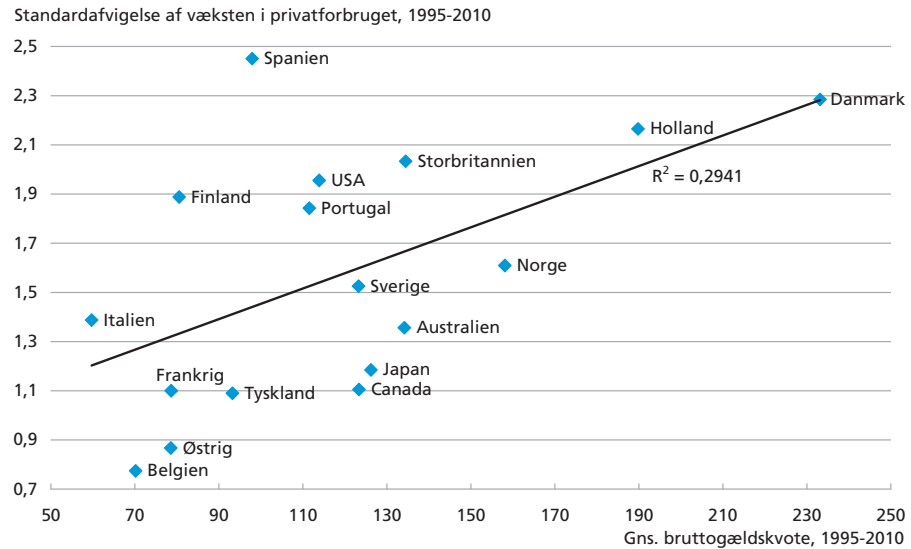
### Konjunkturudsving og gæld

Set over de sidste 30 år er udsvingene i privatforbruget faldet, selv om bruttogældskvoten er steget. Det hænger sammen med en tendens til, at konjunkturudsving generelt er mindre. På trods heraf er der dog forskel på, hvor stabil væksten i privatforbruget er på tværs af lande. Danmark er et af de lande, der har store udsving i privatforbruget, og udsvingene er størst i lande, hvor husholdningerne har stor bruttogæld, jf. figur 8.

Det hænger sammen med, at en højere bruttogæld forstærker effekten af stød til økonomien. Rentestigninger reducerer den disponible indkomst for husholdninger med bruttogæld – især for husholdninger med stor kort gæld – og derigennem reduceres også forbruget. For husholdninger med formue vil rentestigninger kunne reducere værdien af boligerne. Nettoeffekten af rentestigninger må forventes at være en lavere disponibel indkomst (og på kort sigt lavere formue) og dermed lavere forbrug. Effekten forstærkes, jo større bruttogæld den enkelte husholdning har, og jo flere husholdninger, der har bruttogæld.

## HUSHOLDNINGERNES BRUTTOGÆLD OG VOLATILITET I FORBRUG

Figur 8



Anm.: Data for 2010 er delvis estimerede. Udelades Spanien, stiger  $R^2$  til 0,45.  
Kilde: OECD, nationale centralbanker og egne beregninger.

Husholdninger med stor bruttogæld, der rammes af midlertidig arbejdsløshed, vil ikke i samme grad som husholdninger med lille bruttogæld kunne udjævne forbruget via øget låntagning. Alternativt kan husholdningerne forsøge at sælge deres aktiver for at nedbringe bruttogælden. Det kan føre til faldende boligpriser og derved reducere privatforbruget. En analyse baseret på 17 lande for perioden 1995-2010 bekræfter, at højere gæld medfører større udsving i økonomien, selv når der tages højde for strukturelle forskelle, generelle konjunkturudsving og udsving i væksten i nettoformue. Det taler for, at husholdningernes høje bruttogælds niveau har bidraget til, at faldet i privatforbruget under finanskrisen var større i Danmark, end det ville have været med en mindre bruttogældskvot.

## LITTERATURLISTE

Cecchetti, Stephen G., M. S. Mohanty og Fabrizio Zampolli (2011), The real effects of debt, *BIS Working Papers*, nr. 352.

IMF (2008), The housing sector and the business cycle, *World Economic Outlook*, april, kapitel 3.





---

# Dansk realkredit

---

*Poul Gundersen, Handelsafdelingen, Stig Secher Hesselberg og Sean Hove, Kapitalmarkedsafdelingen*

---

## INDLEDNING OG SAMMENFATNING

---

Danske realkreditobligationer har klaret sig godt både under den finansielle krise og gældskrisen. Under gældskrisen har de haft en lavere rente end mange andre sammenlignelige europæiske obligationer, og samtidig er rentespændet mellem danske stats- og realkreditobligationer lavt sammenlignet med det tilsvarende spænd i andre lande. Omsætteligheden af realkreditobligationerne har været bevaret selv i perioden, hvor udstedelsen af sammenlignelige europæiske obligationer faldt væsentligt.

Det afspejler, at dansk økonomi på en række områder fremstår stærkere end i mange andre lande. Danmark har holdbare offentlige finanser og relativt lav offentlig gæld set i forhold til økonomiens størrelse, to forhold som er i markedernes søgelys for øjeblikket. Det har formentlig medvirket til, at danske realkreditobligationer i de seneste måneder har udvist egenskaber, som kendetegner aktiver, der betragtes som sikker havn under finansiell uro.

Denne udvikling ville imidlertid ikke have fundet sted, hvis danske realkreditobligationer ikke af investorer opfattes som blandt de mest sikre aktiver. Lav kreditrisiko og høj likviditet er centrale forudsætninger for at opnå status som sikker havn. En lav kreditrisiko i dansk realkredit er understøttet af en lang række juridiske og institutionelle forhold, som er fastlagt i lovgivningen. Disse forhold omfatter sikkerheden bag lånene, kravene til institutterne og de øvrige juridiske rammer ved fx en låntagers misligholdelse eller et instituts konkurs. Likviditeten understøttes af den direkte sammenhæng mellem de ydede lån og de udstedte obligationer og af, at størstedelen af realkreditobligationerne ligger i store serier.

Realkreditsektoren står samtidig over for udfordringer, som er blevet synliggjort af krisen. En udfordring er knyttet til finansieringen af 30-årige lån med obligationer med en løbetid på ned til 1 år. Renten pålægges låntager fuldt ud ved refinansiering, og instituttet er derfor som udgangspunkt beskyttet mod risici som følge af rentestigninger. Den finansielle krise har imidlertid vist, at markeder kan ophøre med at fungere. Renten kan også stige så meget, at mange låntagere vil have svært ved at servicere gælden med øget kreditrisiko for instituttet til følge. Sandsyn-

ligheden for en sådan hændelse er meget lille, men konsekvenserne kan potentielt være store, hvis mange lån påvirkes samtidig. En anden udfordring er den lovmæssige forpligtelse til at stille supplerende sikkerhed for en stor del af de udstedte obligationer, hvis værdien af sikkerheden bag lånet ikke længere overholder belåningsgrænsen. Finansieringen kan være forholdsvis dyr, og det stiller høje krav til institutternes indtjening. Derudover har kreditvurderingsbureauer i flere tilfælde skærpet betingelserne for at opretholde deres rating af realkreditobligationer.

Sektoren har taget skridt til at adressere disse udfordringer, og der må fortsat forventes at være behov for tilpasning af forretningsmodellerne såvel som institutternes rammebetingelser.

Det følgende afsnit beskriver markedsudviklingen de seneste år. Dernæst beskrives sammensætningen af realkreditmarkedet, herunder størrelsen, obligationstyperne og de forhold, som understøtter likviditeten. Efterfølgende beskrives de særlige regulerings- og forretningsmæssige forhold, som sikrer en lav kreditrisiko i det danske realkreditsystem. Sektorens udfordringer og håndtering af disse er beskrevet i perspektiveringen i den sidste del af artiklen.

## DANSKE REALKREDITOBLIGATIONER UNDER DEN FINANSIELLE KRISE OG GÆLDSKRISEN

---

Det danske realkreditmarked er et af verdens største og har i mange år tiltrukket internationale investorer. Fra deres perspektiv er det naturligt at sammenligne danske SDO'er<sup>1</sup> og covered bonds fra andre europæiske lande, der ved at overholde fælleseuropæiske regler for kapitaldækning kvalificerer til en lav risikovægt.

### Renteudvikling

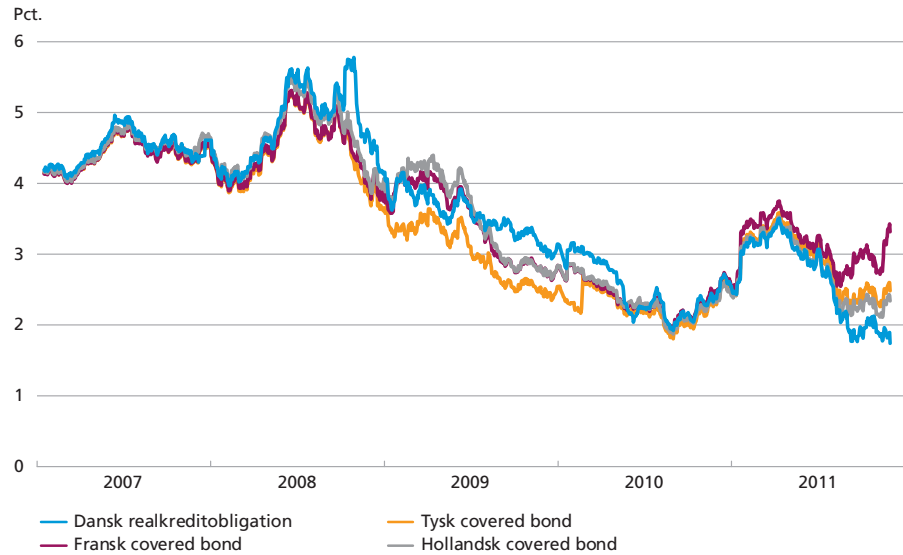
Danske realkreditobligationer har de senere år haft en lav rente på niveau med nogle af de mest kreditværdige udstedelser fra andre europæiske lande. Både under den finansielle krise og under den nuværende gældskrise er spredningen på obligationsrenterne steget, jf. figur 1. Siden begyndelsen af 2011, og mest markant siden august 2011, har renten på danske realkreditobligationer generelt været lavere end renten på andre sammenlignelige europæiske obligationer. Renten på obligationer fra nogle af de største franske og tyske udstedere har fx været op til henholdsvis 1,5 og 0,7 pct. højere end renten på tilsvarende danske realkreditobligationer.

---

<sup>1</sup> I det følgende anvendes SDO'er som en fællesbetegnelse for særligt dækkede obligationer, SDO, og særligt dækkede realkreditobligationer, SDRO. Desuden anvendes betegnelsen realkreditobligationer som fællesbetegnelse for traditionelle realkreditobligationer uden SDO-status såvel som SDRO og SDO udstedt af realkreditinstitutter, medmindre andet er angivet.

**REALKREDITOBLIGATIONERS RENTENIVEAU SAMMENLIGNET MED  
COVERED BONDS**

Figur 1



Anm.: I figuren angives den effektive rente på store, fastforrentede stående lån udstedt af Realkredit Danmark, Eurohypo AG, CIE Financement Foncier og ABN Amro Bank NV. De enkelte tidsserier er sammensat af flere obligationer for at fastholde en løbetid på 4-5 år. Hvor der ikke eksisterer en sammenlignelig obligation med passende restløbetid, er der anvendt lineær interpolation mellem obligationer med omkringliggende restløbetider. Det vurderes, at de valgte obligationer afspejler den generelle udvikling. De danske obligationer er i kroner, mens de øvrige obligationer er i euro.

Kilde: Bloomberg.

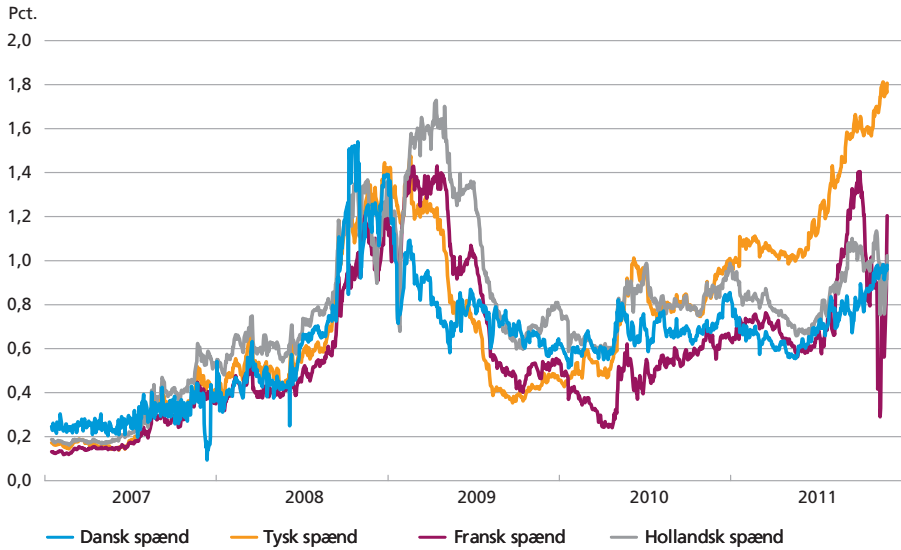
De danske realkreditobligationers spænd til statsobligationer har ligget lavt det seneste år sammenlignet med tilsvarende spænd i Tyskland og Frankrig, jf. figur 2. I lande med høj kreditværdighed er spændet mellem realkreditobligationer og statsobligationer en indikation for markedets pris på kreditrisiko, i det omfang statsobligationerne tilnærmelsesvis opfattes som et risikofrit aktiv. Investorer har på det seneste krævet en højere risikopræmie for eksempelvis tyske og franske obligationer end for danske realkreditobligationer. Den seneste spændindsnævring for franske covered bonds skyldes bl.a., at renten på franske statsobligationer i forhold til bl.a. tyske er steget i forbindelse med gældskrisen.

Renten på danske realkreditobligationer med kortere løbetider lå højere end på sammenlignelige europæiske obligationer fra slutningen af 2008 til midten af 2010. Den højere rente på danske realkreditobligationer i perioden skyldtes bl.a. en højere pengepolitisk rente i Danmark end i euroområdet, hvilket også blev afspejlet i renten på korte danske statsobligationer.

Spændet mellem lange danske realkreditobligationer og statsobligationer steg ligeledes kraftigt i oktober 2008. En medvirkende årsag var udenlandske investorerers salg af danske realkreditobligationer som følge af, at det danske marked i forhold til andre markeder fortsat var likvidt. Spænd

**REALKREDITOBLIGATIONERS OG COVERED BONDS' SPÆND TIL  
STATSOBLIGATIONER**

Figur 2



Anm.: Rentespænd er opgjort som forskellen mellem renterne i figur 1 og renterne på statsobligationer fra samme land og med tilsvarende løbetid. Hvor der ikke eksisterer en sammenlignelig obligation med passende restløbetid, er der anvendt lineær interpolation mellem obligationer med omkringliggende restløbetider.

Kilde: Bloomberg.

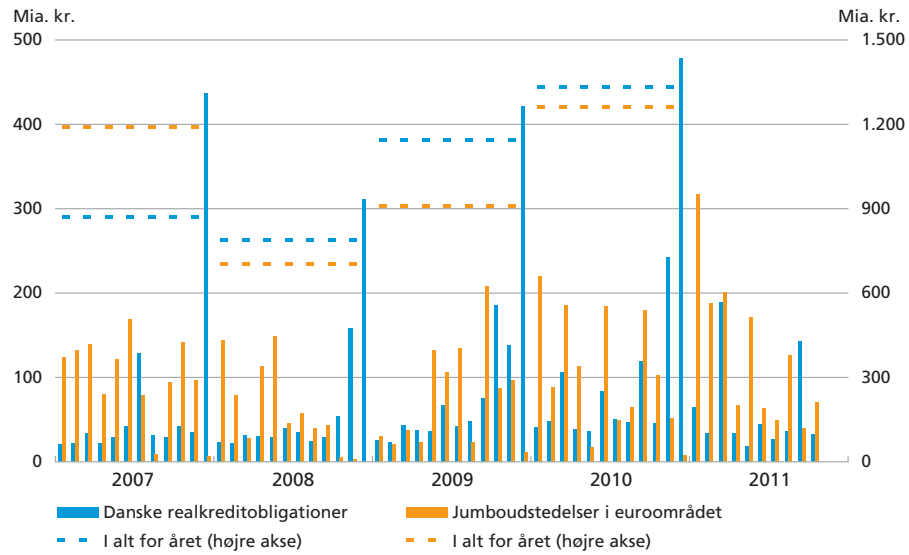
udvidelsen og stigningen i realkreditrenten medførte, at der skete en afkobling mellem realkreditrenten og den rente, der bruges til at beregne værdien af forsikrings- og pensionssekskabernes fremtidige forpligtelser.<sup>1</sup> Afkoblingen betød, at lange realkreditobligationer ikke i så høj grad kunne afdække forsikrings- og pensionssekskabers forpligtelser, og mens markedsværdien af de lange danske realkreditobligationer faldt betydeligt, faldt værdien af de fremtidige forpligtelser ikke tilsvarende. Det betød en fare for, at forsikrings- og pensionssektoren ville afhænde betydelige mængder realkreditobligationer for at undgå denne basisrisiko. Ultimo oktober 2008 blev *Aftale om finansiel stabilitet på pensionsområdet* indgået. Den indebar bl.a., at renten på realkreditobligationer midlertidigt skulle indgå i den rentekurve, som pensionssekskaberne bruger til at beregne deres fremtidige forpligtelser med. Efterfølgende har parterne forlænget og justeret aftalen. Den er ikke tidsbegrænset, da der er enighed om, at den sikrer en hensigtsmæssig overgang til de nye Solvens II-regler på pensionsområdet.

Spændet mellem stats- og realkreditrenter faldt kraftigt i kølvandet på aftalen, og faldet fortsatte i månederne efter. I en del af 2009 var spændet således under det tilsvarende spænd i fx Tyskland, Frankrig og Holland.

<sup>1</sup> Værdien af pensionssekskabernes fremtidige forpligtelser beregnes på baggrund af en rentekurve, som fastsættes af Finanstilsynet, og som afspejler de aktuelle markedsvilkår.

**UDSTEDELSE AF REALKREDITOBLIGATIONER I DANMARK OG JUMBO  
COVERED BONDS I EUROOMRÅDET**

Figur 3



Anm.: For euroområdet er kun medtaget jumboudstедelser, dvs. udstедelser, som har et udstående på mindst 1 mia. euro, og som opfylder nærmere fastsatte krav til market making og obligationstype. Opgørelsen af jumboudstедelser dækker således ikke alle udstедelser af covered bonds i euroområdet. Særligt dækkede obligationer udstedt af pengeinstitutter og et skibsfinansieringsinstitut indgår ikke.

Kilde: Danmarks Nationalbank og Credit Suisse First Boston.

### Realkreditobligationers omsættelighed

Danske realkreditobligationer bevarede gennem hele den finansielle krise markedsadgangen. I 2. halvår 2008 og 1. halvår 2009 faldt udstedelsesniveauerne for europæiske covered bonds betydeligt, mens der fortsat blev udstedt realkreditobligationer i sædvanligt omfang. Det var mest markant under kulminationen af den finansielle krise i de sidste tre måneder af 2008. I den periode udgjorde udstedelserne af jumbo<sup>1</sup> covered bonds blot 2 pct. af mængden udstedt i samme periode det foregående år, jf. figur 3. Det danske udstedelsesniveau i samme periode (523 mia. kr.) var lidt større end det foregående år (513 mia. kr.).

En væsentlig del af udstedelserne var refinansieringen af rentetilpasningslån på auktioner i november og december, der forløb uden væsentlige problemer. Den Sociale Pensionsfonds køb af korte realkreditobligationer for 27 mia. kr. i december 2008 er blevet nævnt som medvirkende hertil. Den mulige effekt skal ses i forhold til den samlede udstedelse af realkreditobligationer i perioden.

Nationalbanken har analyseret likviditeten i danske realkreditobligationer sammenlignet med danske statsobligationer i perioden fra januar 2005

<sup>1</sup> Se anmærkning til figur 4.

til maj 2010, jf. Buchholst mfl. (2010). Analysen anvender bl.a. det såkaldte Amihud likviditetsmål, som er baseret på prisdannelsen ved gennemførelsen af handler i markedet. Analysen medtager obligationer med en udestående mængde svarende til mere end 1 mia. euro og er baseret på handler på 10 mio. kr. eller mere. Analysen viser, at danske realkreditobligationers likviditet generelt er i samme størrelsesorden som likviditeten i danske statsobligationer i perioder med uro på de finansielle markeder.

Danske realkreditobligationer har de seneste måneder udvist egenskaber, som kendetegner aktiver, der betragtes som sikker havn under finansiell uro. Ved at bevare en stabil værdi og høj omsættelighed, når mange andre aktiver falder i værdi, kan et aktiv opnå denne status. En væsentlig forklaring på den seneste udvikling er formentlig, at Danmark anses for at være et stabilt investeringsland, og at danske obligationer i den nuværende situation opfattes som et attraktivt alternativ for investorer, der ønsker en høj sikkerhed. Det er en udvikling, som har tilgodeset både danske statsobligationer og realkreditobligationer. Udviklingen ville imidlertid ikke have fundet sted, hvis danske realkreditobligationer ikke af investorer opfattes som blandt de mest sikre aktiver. I det følgende beskrives de særlige forhold i det danske realkreditsystem, som understøtter den lave kreditrisiko og den høje likviditet. Det kan bidrage til at forstå, hvorfor danske realkreditobligationer skiller sig positivt ud i international sammenhæng.

## ET STORT OG LIKVIDT MARKED

### Markedets størrelse og sammensætning

Den samlede udestående mængde danske realkreditobligationer udgjorde ved udgangen af oktober 2011 2.515 mia. kr., jf. tabel 1. Den store udestående mængde afspejler den udbredte brug af realkreditinstitutter til finansiering af fast ejendom. Realkreditudlån udgjorde ved udgangen

UDESTÅENDE REALKREDITOBLIGATIONER, ULTIMO OKTOBER 2011		Tabel 1
Realkreditinstitutter	Udestående til markedsværdi, mia. kr.	Pct.
Nykredit (inkl. Totalkredit) .....	1.082	43,0
Realkredit Danmark .....	736	29,3
Nordea Kredit .....	339	13,5
BRFKredit .....	209	8,3
DLR Kredit .....	134	5,3
LR Realkredit .....	14	0,5
FIH Kredit <sup>1</sup> .....	0	0,0
I alt .....	2.515	100,0

Kilde: Danmarks Nationalbank.

<sup>1</sup> FIH's udestående obligationer udgjorde 250 mio. kr. svarende til 0,01 pct. af det samlede udestående.

af oktober 2011 70 pct. af det samlede udlån fra danske penge- og realkreditinstitutter til husholdninger og ikke-finansielle virksomheder.

Der er i alt syv realkreditinstitutter i Danmark, hvoraf de fem største har udstedt mere end 99 pct. af de udestående realkreditobligationer. De fire største institutter yder lån til både husholdninger og virksomheder, mens de øvrige ikke yder lån til husholdninger.

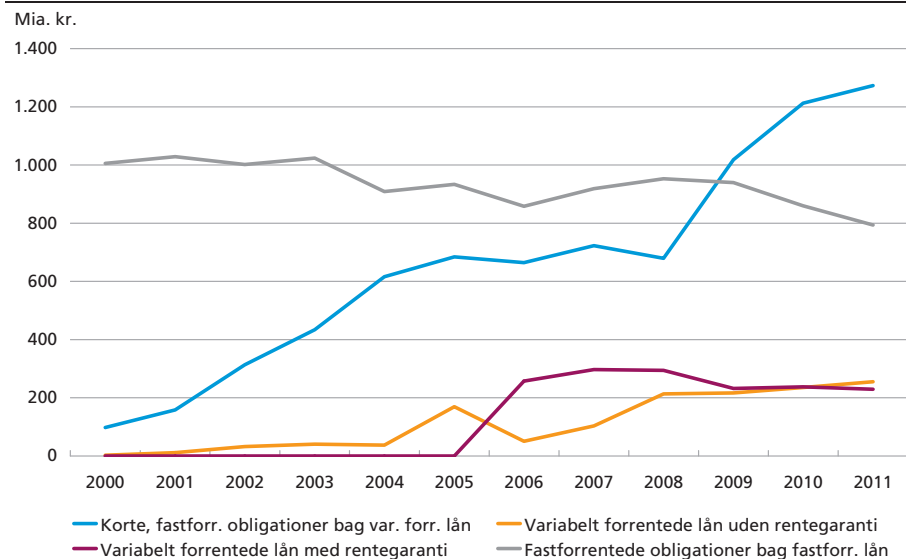
Det er et særkende ved det danske realkreditsystem, at vilkårene på de udstedte obligationer nøje afspejler vilkårene på de ydede lån, jf. senere. Låntagers valg af låntype er derfor afgørende for sammensætningen af de udestående realkreditobligationer.

Fastforrentede konverterbare obligationer er typisk 30-årige og giver låntageren ret til at indfri lånet til kurs 100. Før 2000 udgjorde lange, fastforrentede konverterbare obligationer stort set hele markedet for realkreditobligationer.

I 1996 begyndte realkreditinstitutterne at tilbyde rentetilpasningslån baseret på korte, fastforrentede obligationer, som refinansieres ved hver rentetilpasning, og især siden 2000 er andelen heraf vokset kraftigt, jf. figur 4. De har ved udstedelsen ofte en løbetid på 1 år, men der udstedes også fx 3-årige og 5-årige obligationer. En væsentlig årsag til stigningen i efterspørgslen efter rentetilpasningslån er, at de korte renter har været væsentligt lavere end de lange renter. Låntagerne har opnået

UDESTÅENDE REALKREDITOBLIGATIONER FORDELT PÅ LÅNTYPE

Figur 4



Anm.: Markedsværdi af udestående ultimo august. Før 2006 er variabelt forrentede rentegarantiobligationer medregnet under variabelt forrentede obligationer uden rentegaranti.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

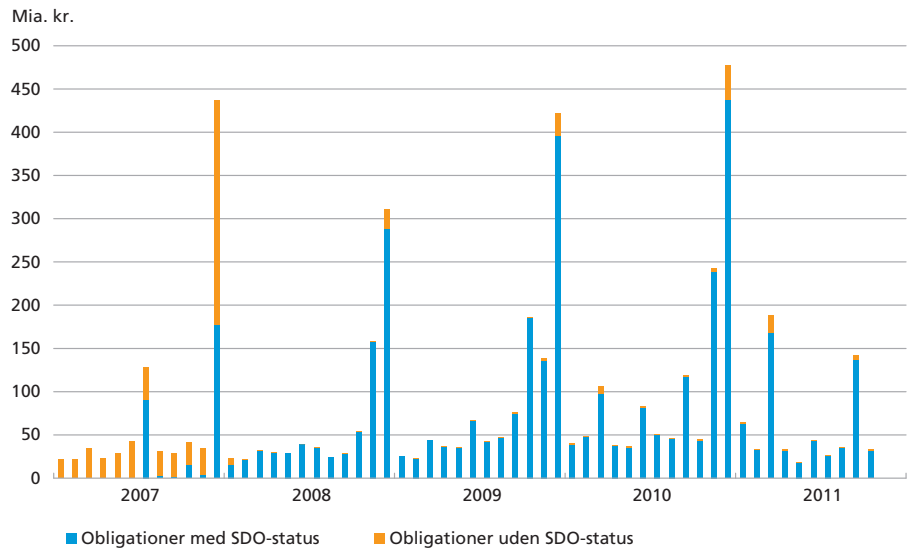
en forholdsvis lav rente, bl.a. fordi investorerne kun binder deres likviditet i en kort periode.

En mindre del af realkreditlånene er desuden finansieret med variabelt forrentede obligationer med op til 30 års løbetid. Renten fastsættes fx halvårligt på baggrund af en referencerente. Obligationerne – og dermed også lånene – eksisterer både med og uden renteloft. Den udestående mængde steg mest i perioden 2004-08, hvorefter nyudstedelserne har været begrænsede. Investorernes øgede fokus på likviditets- og kreditrisiko efter den finansielle krise har betydet, at de ønsker en højere kompensation for at binde deres midler i op til 30 år, og renten på variabelt forrentede lån finansieret med obligationer med længere løbetid er derfor steget i forhold til rentetilpasningslån. Nogle realkreditinstitutter er begyndt at tilbyde 30-årige lån baseret på 10-årige variabelt forrentede obligationer med renteloft.

Som følge af nye lån, lånomlægninger og refinansiering af lån udstedes der i praksis realkreditobligationer hele året, jf. figur 5. Udstedelsen er dog større op mod årsskiftet, hvor mange rentetilpasningslån refinansieres.

SDO-lovgivningen trådte i kraft i 2007, jf. boks 1. Siden har størstedelen af de nyudstedte obligationer haft SDO-status, jf. figur 5. Deres andel udgør ca. 65 pct. af det samlede udestående og forventes fortsat at stige i de kommende år.

NYUDSTEDELSE AF REALKREDITOBLIGATIONER MED OG UDEN SDO-STATUS Figur 5



Anm.: Opgjort til markedsværdi ultimo måneden.

Kilde: Danmarks Nationalbank.



## OBLIGATIONER MED SDO-STATUS

Boks 1

Som følge af ændringen i kapitalkravsdirektivet blev der i Danmark indført ny lovgivning i 2007, som har givet realkreditinstitutterne mulighed for at udstede obligationer med SDO-status. Disse obligationer overholder fælleseuropæiske regler og kan kvalificere til en lavere risikovægt i kreditinstitutter, der holder obligationerne, end obligationer uden denne status.

De nye danske regler giver realkreditinstitutterne mulighed for at udstede særligt dækkede realkreditobligationer, SDRO, og særligt dækkede obligationer, SDO. Når institutterne udsteder denne type obligationer, har de en forpligtelse til at sikre, at der stilles tilstrækkelig supplerende sikkerhed, hvis fx markedsværdien af ejendommene falder, eller markedsværdien af obligationerne stiger så meget, at belåningsgrænsen brydes for det enkelte lån.

Før ændringerne i realkreditlovgivningen i juli 2007 blev alle realkreditinstitutters udlån finansieret ved at udstede realkreditobligationer, hvor institutterne ikke havde pligt til at stille supplerende sikkerhed.

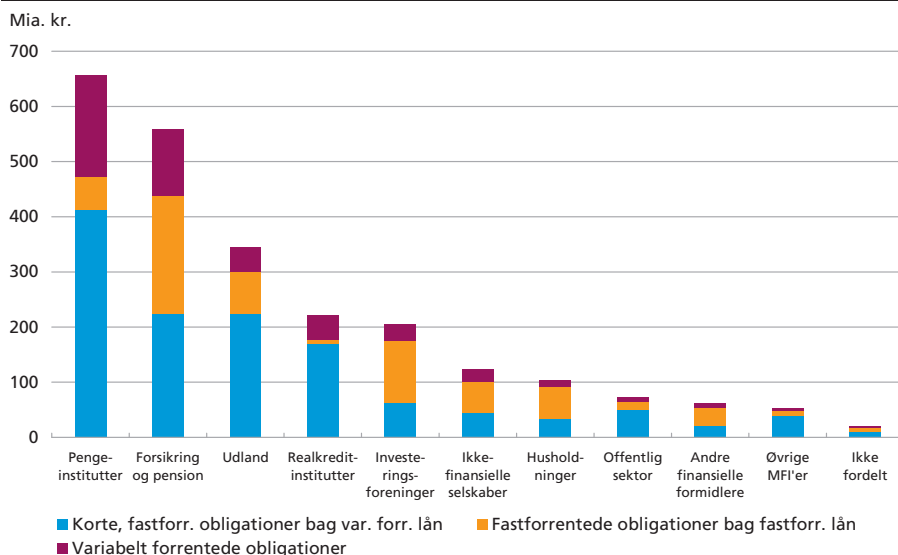
Med lovændringen fik pengeinstitutter og et skibsfinansieringsinstitut også adgang til at udstede SDO. Den udestående mængde svarer til ca. 3 pct. af markedet for obligationer udstedt af realkreditinstitutter.

## Investorbase

De to største typer investorer er danske pengeinstitutter og forsikrings- og pensionssektoren, jf. figur 6. Udlændinges beholdning af danske realkreditobligationer udgør 14 pct., og den største efterspørgsel stam-

BEHOLDNING AF REALKREDITOBLIGATIONER EFTER INVESTORTYPE

Figur 6



Anm.: Opgjort til markedsværdi ultimo oktober 2011. Opgørelsen for forsikrings- og pensionssektoren omfatter investeringsforeninger, som administrerer pensionsmidler.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

mer således fra en stor dansk investorbasis. Realkreditobligationerne er en integreret del af det finansielle system i Danmark. Eksempelvis anvender pengeinstitutter i høj grad korte realkreditobligationer i deres likviditetsstyring og holder knap en tredjedel af alle udstedte obligationer bag rentetilpasningslån. Forsikrings- og pensionssektoren samt investeringsforeninger er de to største investorsegmenter for lange, fastforrentede konverterbare obligationer. Pensionsselskaberne anvender i høj grad obligationerne til at afdække varigheden på deres forpligtelser. Den tredjestørste indenlandske investorbasis er realkreditinstitutterne, som i vid udstrækning holder deres egne obligationsudstedelser.

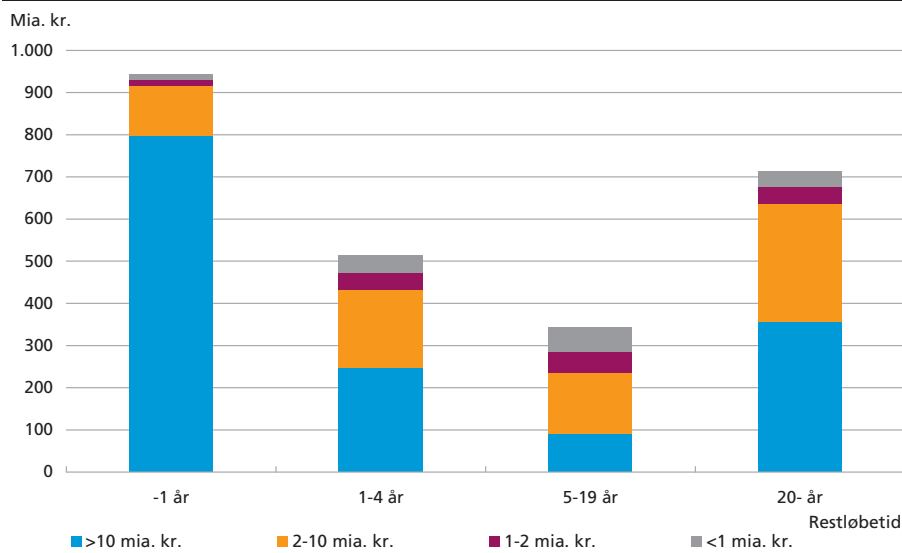
### Likviditetsunderstøttende forhold

Likviditeten i det danske realkreditmarked understøttes af, at hovedparten af markedet udgøres af store serier. Obligationer i serier med mere end 10 mia. kr. udgør 59 pct. af det samlede udestående, jf. figur 7. Yderligere 29 pct. af det samlede udestående består af udstedelser på 2-10 mia. kr.

For at opnå store serier tilstræber institutterne at anvende de samme serier som grundlag for mange lån. Ved refinansiering af rentetilpasningslån genbruges eksisterende serier i videst muligt omfang, så fx refinansiering af et 1-årigt rentetilpasningslån sker i den obligation, der året før blev anvendt til refinansiering af 2-årige rentetilpasningslån.

SAMLET UDESTÅENDE FORDELT PÅ RESTLØBETID OG SERIESTØRRELSE

Figur 7



Anm.: Opgjort efter markedsværdi ultimo oktober 2011.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

## MARKET MAKING I DET DANSKE REALKREDITMARKED

Boks 2

En aftale om market making mellem markedsdeltagere kan medvirke til at understøtte likviditeten i markedet ved at fastlægge krav til deltageres prisspænd og handelsstørrelse. Frem til 2008 var market making i det danske realkreditmarked baseret på prisstillelse i obligationer. I forbindelse med finanskrisen i 2008 blev market makerordningen i lange, konverterbare realkreditobligationer suspenderet, mens ordningen i korte realkreditobligationer fortsatte. I takt med at markedet blev normaliseret, valgte market makerne at arbejde for at oprette market making i futures frem for at genoptage market making i lange realkreditobligationer. I oktober 2009 blev en future på lange realkreditobligationer introduceret, og der blev fra begyndelsen etableret market making i futuren. De gode erfaringer fra futuren i lange realkreditobligationer betød, at deltagerne i november 2010 etablerede en future på mellemlange rentetilpasningsobligationer. Der blev ligeledes etableret market making i denne future fra begyndelsen.

Market makerordningerne i begge disse futures er fortsat i kraft og supplerer market making i rentetilpasningsobligationer med løbetider op til et år.

Lån baseret på fastforrentede konverterbare obligationer ydes på baggrund af den samme obligation i op til 3 år. Obligationens restløbetid er ca. 33 år, første gang den udstedes, og obligationen er åben i 3 år, indtil restløbetiden er faldet til 30 år.<sup>1</sup>

Den gennemsnitlige levetid for realkreditlån er mellem 5 og 10 år, selv om låneaftalerne i udgangspunktet er væsentligt længere. Det skyldes, at der typisk optages nye lån, når en bolig sælges, og at mange låntagere desuden omlægger lån inden udløb. Fastforrentede lån er typisk konverterbare, og låntager kan ved større rentefald opnå en gevinst ved at opsiges lånet og optage et nyt. Låneomlægninger vil tit medføre, at der optages lån i en nyere obligationsserie. Investorerne drager fordel af den markedsaktivitet, som løbende lånoptagelse og gældspleje medfører.

Den store lighed mellem institutternes låneprodukter og dermed mellem obligationer udstedt af forskellige institutter bidrager ligeledes til et mere smidigt realkreditsystem. Der opnås en vis substitutionseffekt mellem i øvrigt ens obligationer fra forskellige institutter. Samtidig kan markedsværdiansættelsen af en meget likvid obligation bidrage til at forenkle værdiansættelsen af en lignende, men mindre udstedelse.

Eksistensen af et relativt nyt futuresmarked underbygger mulighederne for risikoafdækning og dermed omsætteligheden af obligationerne, jf. boks 2. Det er muligt at handle futures på mellemlange, fastforrentede obligationer, som ligger bag rentetilpasningslån, og på lange, konverterbare obligationer.

<sup>1</sup> En obligationsserie er kun åben for lånetilbud, når kursen på obligationen er under 100. Det skyldes, at låntager har mulighed for at indfri lånet til kurs 100.

Der eksisterer desuden et repomarked for danske realkreditobligationer, og anvendelsen af disse obligationer som sikkerhedsstillelse for lån mellem professionelle investorer er udbredt, jf. Mindested mfl. (2011). Ca. en tredjedel af aktiviteten i repomarkedet er desuden baseret på efterspørgsel efter specifikke værdipapirer, der fx giver modtageren mulighed for at sælge en realkreditobligation, som han ikke er indehaver af.

## LAV KREDITRISIKO

---

Betydningen af dansk realkredit indebærer, at der er stor opmærksomhed omkring sektoren, og at alle relevante aspekter af realkreditsystemet er underlagt finansiel regulering. Realkreditinstitutterne er specialiserede institutter med særlig tilladelse, hvis væsentligste aktivitet er udlån mod sikkerhed i fast ejendom, der skal være finansieret ved udstedelse af obligationer. De største danske realkreditinstitutter indgår i koncerner, som omfatter et pengeinstitut. Koncerner er underlagt regler angående koncerninterne engagementer, som skal begrænse smitterisikoen imellem koncernselskaberne.<sup>1</sup> Realkreditinstitutter er ligesom pengeinstitutter underlagt fx kapitalkrav og krav til organisering og ledelse. Herudover er realkreditinstitutterne underlagt en række specifikke regler for bl.a. styring af risici, obligationsudstedelse, værdiansættelse af fast ejendom, registrering af sikkerhed i fast ejendom og hæftelsesforhold.

Der er især fem forhold, som sikrer, at investering i realkreditobligationer er forbundet med en meget lav kreditrisiko, og at husholdninger og erhverv derved får adgang til billig finansiering af fast ejendom. For det første betyder balanceprincippet og den tætte sammenhæng mellem lån og obligationer, at realkreditinstitutterne ikke påtager sig markedsrisici af betydning. For det andet er den kreditrisiko, som institutterne kan påtage sig, begrænset af faste lånegrænser og regler for værdiansættelse af sikkerhederne. For det tredje kan de løbende styrke kapitalbasen ved generelt at øge bidragene fra låntagerne. For det fjerde har de på grund af stærke juridiske rammer sikker adgang til hurtigt at realisere pantet på et misligholdt lån. For det femte kan investorer i realkreditobligationer gøre krav gældende mod realkreditinstituttet og har i en evt. konkurssituation en fortrinsstilling frem for andre investorer på den underliggende sikkerhed. I det følgende ses nærmere på de væsentligste dele af reguleringen.

---

<sup>1</sup> Nykredit Realkredit og BRFKredit har begge et pengeinstitut som datterselskab, mens Realkredit Danmark og Nordea Kredit er datterselskaber af henholdsvis Danske Bank og Nordea Bank Danmark. Efter reglerne om koncerninterne engagementer må en finansiel virksomhed ikke uden tilladelse fra Finanstilsynet have engagementer med andre selskaber inden for samme koncern bortset fra engagementer med datterselskaber. Det vil sige, at der ikke kan indgås koncerninterne engagementer med en modervirksomhed og dennes datterselskab uden tilladelse fra Finanstilsynet.

### **Balanceprincippet og match funding**

Dansk realkredit er kendetegnet ved, at realkreditinstitutter kun i meget begrænset omfang påtager sig andre risici end kreditrisiko. Det følger af det lovfæstede balanceprincip, der fastlægger grænserne for de finansielle risici, som instituttet kan påtage sig, herunder rente-, options-, likviditets- og valutakursrisiko. Balanceprincippet er fastlagt i en bekendtgørelse, og Finanstilsynet fører tilsyn med, at institutterne overholder det.

Efter ændringen i kapitalkravsdirektivet blev der i 2007 indført ny lovgivning i Danmark, som har givet realkreditinstitutterne mulighed for at udstede obligationer med SDO-status. Disse obligationer overholder fælleseuropæiske regler og kan kvalificere til en lavere risikovægt end obligationer uden denne status.

Som følge af ændringen i lovgivningen blev der indført en ny variant af balanceprincippet, *det overordnede balanceprincip*. Samtidig blev det eksisterende balanceprincip med mindre justeringer videreført som *det specifikke balanceprincip*.

Begge balanceprincipper lægger stramme restriktioner på forholdet mellem betalingsstrømmene på udlånene og finansieringen. Det overordnede balanceprincip tillader en større afvigelse mellem betalingsstrømmene på udlånene og de udstedte obligationer, fordi forskellen kan afdækkes med afledte instrumenter. De to balanceprincipper adskiller sig desuden ved de metoder, der anvendes til at opgøre risikoen. Institutterne skal vælge, om de ønsker at følge enten det specifikke balanceprincip eller det overordnede balanceprincip, og det anvendte balanceprincip skal fremgå af de udstedte obligationers prospekt. Et realkreditinstitut har i princippet mulighed for at anvende forskellige balanceprincipper i forskellige kapitalcentre, men alle har i praksis valgt at anvende ét balanceprincip. Det specifikke balanceprincip anvendes således af fem realkreditinstitutter, mens det overordnede balanceprincip anvendes af to institutter. I praksis styres alle institutter dog inden for rammerne af det specifikke balanceprincip, fordi alle institutterne anvender match funding.

Match funding betyder, at der er direkte sammenhæng mellem realkreditinstitutets udlån og de udstedte obligationer, hvorved rentefastsættelsen og indfrielsesmulighederne på lånet afhænger direkte af de udstedte obligationer, jf. boks 3. Institutternes valg af balanceprincip har derfor ikke praktisk betydning for den markedsrisiko, som de påtager sig ved finansieringen af udlån. Match funding er ikke lovbaseret, men en praksis, som sektoren har udviklet. Denne praksis afspejles i sammenhæng mellem obligationsudstedelserne og de aftaler, som indgås mellem institutterne og låntagerne.

## MATCH FUNDING

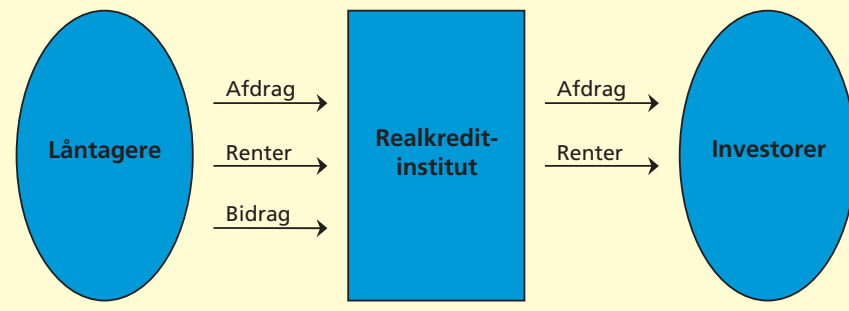
Boks 3

I det danske realkreditsystem er ethvert udlån i princippet finansieret ved, at der udstedes en eller flere specifikke realkreditobligationer, så ydelsesrækkerne (summen af renter og afdrag) på lånet og de udstedte obligationer er identiske, jf. figur 8. Dermed er der i hele lånets løbetid overensstemmelse mellem nettobetalingstrømmen mellem låntageren og realkreditinstituttet på den ene side og mellem realkreditinstituttet og investorerne på den anden side. Derudover betaler låntager et bidrag til instituttet til administration og kapitalopbygning.

Lån, der skal refinansieres, adskiller sig i denne sammenhæng ikke fra lån, som ikke skal refinansieres. I opgørelsen af de fremtidige betalingsstrømme er det antaget, at alle refinansieringer finder sted, og lånerenten for rentetilpasningslån fastsættes som den effektive rente på de solgte obligationer.

## ILLUSTRATION AF BETALINGSSTRØMMENE EFTER LÅNETS OPTAGELSE

Figur 8



Generelt gælder, at låntager ifølge låneaftalen til enhver tid kan indfri et lån helt eller delvis til markedskursen ved at indlevere de bagvedliggende obligationer til realkreditinstituttet. I praksis er det oftest instituttet, der køber obligationerne til brug for indfrielse på vegne af låntager. Realkreditobligationer er noteret på Nasdaq OMX, hvilket giver låntager adgang til information om de aktuelle kurser.

Derudover kan et konverterbart lån på låntagers foranledning indfries til konverteringskursen (typisk 100, dog typisk 105 ved variabelt forrentede lån med renteloft). Det sker gennem matematisk udtrækning, der fordeler indfrielsen forholdsmæssigt mellem investorerne.

Alle realkreditlån kan som følge af den direkte sammenhæng indfries til markedskurs ved, at låntager tilbagekøber de bagvedliggende obligationer. Ved at anvende match funding friholdes realkreditinstituttet for to væsentlige risici. For det første bæres renterisikoen af låntageren, da låntagers rente afspejler renten på den obligation, som har finansieret lånet. For det andet bæres risikoen for låntagers udnyttelse af konverteringsmuligheden ved konverterbare lån af investor.

### **Refinansieringsrisiko ved rentetilpasningslån**

Rentetilpasningslån er finansieret med obligationer med løbetider på mellem 1 og 10 år, mens lånets løbetid er op til 30 år. Det betyder, at realkreditinstituttet skal refinansiere rentetilpasningslånet gennem lånets løbetid. Ved refinansieringen udsteder instituttet nye obligationer. Match funding fungerer i dette tilfælde ved, at renten på lånet indtil næste refinansiering er bestemt af renten på de nyudstedte obligationer, dvs. at betalinger på lånet modsvares af betalinger på en serie af korte obligationer.

Match funding sikrer, at realkreditinstituttet som udgangspunkt er beskyttet mod risici i forbindelse med refinansieringen. Den finansielle krise har imidlertid vist eksempler på, at markeder, der normalt er velfungerende, pludselig kan ophøre med at fungere.

Finansiel uro og generel usikkerhed kan også føre til, at renten ved en refinansiering fastsættes på et meget højere niveau. Umiddelbart bæres risikoen af låntagerne, men konsekvensen kan på sigt blive, at de vil have svært ved at servicere gælden med øget kreditrisiko til følge for instituttet.

Hvis disse risici materialiserer sig for mange lån samtidig, er der tale om en hændelse, som kan medføre finansiell ustabilitet. Sandsynligheden herfor er meget lille, men konsekvenserne er potentielt store. Institutternes bestræbelser på at reducere risikoen ved at sprede refinansieringen er nærmere beskrevet sidst i denne artikel.

### **Realkreditinstitutters kreditrisiko**

Balanceprincippet medfører i praksis, at den væsentligste risiko for realkreditinstitutterne er kreditrisikoen på udlånet. Realkreditlånene holdes på institutternes balance, og der foretages kreditvurdering af låntagerne. Kreditvurderingen af kunderne og værdiansættelsen af pantsikkerheden kan foretages af instituttet selv eller på instituttets vegne af eksempelvis koncernforbundne eller samarbejdende institutter efter forudgående instruktion og med efterfølgende løbende kontrol heraf. Der vil ofte blive stillet tabsgaranti eller lignende af det koncernforbundne eller samarbejdende institut. Disse forhold giver institutterne incitament til at sikre, at udlånene har en høj kreditkvalitet.

Udlån kan kun ske med sikkerhed i fast ejendom, og kravene til sikkerheden bag udlån, herunder belåningsgrænser, værdiansættelse mv., er fastsat i lovgivningen. Belåningsgrænserne ligger mellem 40 til 80 pct. af værdien af sikkerheden afhængig af ejendomsstype, jf. tabel 2.

Værdiansættelsen af ejendomme må ikke overstige markedsværdien. Den kan således ikke baseres på den seneste handelspris, hvis denne pris ikke vurderes at være en realistisk salgsværdi. Hvis der er handlet mellem uafhængige parter inden for de seneste seks måneder, udgør denne

## LÅNEGRÆNSER FOR DANSKE REALKREDITOBLIGATIONER

Tabel 2

Låneformål	Lånegrænser, pct.
Ejeboliger til helårsbrug mv. <sup>1</sup> .....	80
Erhvervsjendomme mv. <sup>2</sup> .....	60 <sup>3</sup>
Fritidshuse .....	60
Ubebyggede grunde .....	40

Kilde: Bekendtgørelse af lov om realkreditlån og realkreditobligationer m.v.

<sup>1</sup> Samme lånegrænse gælder for privat boligudlejning og private andelsboliger. Der gælder dog særlige regler for nybyggeri og etablering af almene boliger i eksisterende ejendomme.

<sup>2</sup> Erhvervsjendomme mv. omfatter kontor- og forretningsejendomme samt industri- og håndværksejendomme. For udlån til landbrugs- og skovbrugsejendomme og gartnerier er den maksimale lånegrænse 70 pct.

<sup>3</sup> Lånegrænsen kan forhøjes til 70 pct. på SDO'er, hvis der stilles supplerende sikkerhed for mindst 10 pct. af den del af lånet, der overstiger 60 pct. af ejendommens værdi.

handelspris en øvre grænse for den værdiansættelse, som lægges til grund for lånudmålingen.

Institutternes pantrettigheder er bl.a. understøttet af, at alle forhold vedrørende ejendoms- og tinglysningsforhold er opført i offentlige registre.<sup>1</sup> Hvis et lån misligholdes, har institutterne en stærk stilling i forhold til at inddrive gælden. Instituttet kan opsiges lånet og sælge sikkerheden for at dække sit tilgodehavende. Perioden fra misligholdelse af et lån, til realkreditinstituttet kan have foretaget salg, er typisk mindre end ni måneder. Det forholdsvis korte tidsrum er med til at begrænse instituttets potentielle tab. Hvis instituttets krav ikke dækkes, opretholder det et krav mod låntager. Der er således i det danske realkreditsystem stærke incitamentter for låntager til at servicere sit lån og undgå tvangssalg.

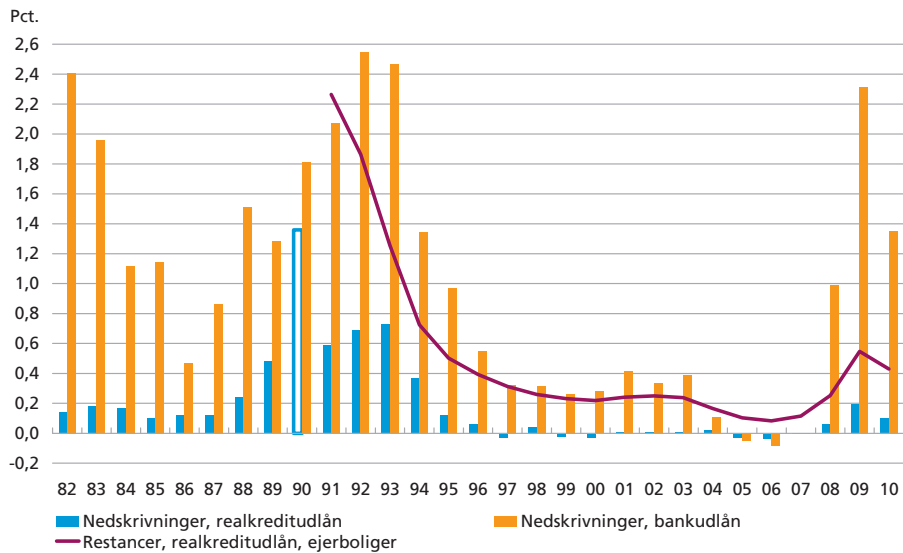
De regler, som realkreditinstitutterne og låntagerne er underlagt, er formentlig en væsentlig årsag til, at nedskrivningerne på udlån gennem mange år har været på et lavt niveau, jf. figur 9. Reglerne for værdiansættelse af sikkerheder, belåningsgrænser, adgang til hurtig tvangsrealisering ved låntagers misligholdelse og låntagers personlige hæftelse er alle med til at reducere kreditrisikoen. Under den lange lavkonjunktur i begyndelsen af 1990'erne nåede nedskrivningerne op på 0,6-0,8 pct. årligt, men de har siden ligget væsentligt lavere. Det lave renteniveau og den lave ledighed i særligt de seneste år har formentlig bidraget yderligere til lave nedskrivninger. Den øgede udbredelse af variabelt forrentede lån har medvirket til et hurtigt gennemslag af rentefaldet. Under den finansielle krise steg nedskrivningerne og nåede i 2009 et niveau på 0,2 pct., hvorefter de er faldet. De har således ligget på et meget lavt niveau, selv om ejendomspriserne nu er lavere end i 2007, med deraf følgende større risiko for tab ved misligholdelse. Udviklingen i nedskrivningerne på bankud-

<sup>1</sup> Matrikelregisteret under Kort- og Matrikelstyrelsen identificerer enhver grund og bygning i Danmark, og tingbogen indeholder en komplet fortegnelse over ejendomsret og pantrettigheder i relation til fast ejendom.



NEDSKRIVNINGER OG RESTANCER I PROCENT AF UDLÅN

Figur 9



Anm.: Institutternes nedskrivninger er opgjort i procent af udlån og garantier. I 1990 blev principperne for nedskrivninger (tab og hensættelser) i realkreditinstitutter omlagt, så der fremover skulle foretages hensættelser for sandsynligt tab efter et forsigtighedsprincip og ikke bare for sikre tab. En del af hensættelserne i 1990 vedrører derfor principielt set tidligere år. Negative tal for nedskrivninger er udtryk for, at tidligere foretagne nedskrivninger tilbageføres som indtægter. I 2005 omfatter tilbageførslerne for realkredit- og pengeinstitutter bl.a. tilpasninger til nye regnskabsprincipper fra og med 2005.

Kilde: Danmarks Nationalbank og Realkreditrådet.

lån har fulgt samme mønster, men på et langt højere niveau, hvilket afspejler forskellen i risikoen på udlån i de to typer institutter.

### Realkreditinstitutters værn mod tab

Realkreditinstituttets indtægter fra udlån udgøres primært af det løbende bidrag, der lægges oven på lånets ydelser. Hertil kommer kurs-skæringer samt etablerings- og omlægningsgebyrer, når lån oprettes eller ændres. Indtægterne skal dække instituttets omkostninger og sikre tilstrækkelig basiskapital i instituttet. Bidraget beregnes normalt som en fast del af lånets restgæld og opkræves særskilt af instituttet i tillæg til renter og afdrag.

Institutterne kan generelt ændre bidragsatsen for låntagerne. Låne-aftalen skal angive, hvilke forhold der kan udløse en ændring – eksempelvis øgede omkostninger.<sup>1</sup> Bidraget er den primære omkostning, som institutterne pålægger låntagerne, og er derfor en vigtig konkurrence-

<sup>1</sup> Nykredit afgav ved fusionen med Totalkredit en række tilsagn til Konkurrencestyrelsen. Som følge heraf kan Nykredit kun hæve sine bidragsatser for lån til private kunder efter aftale med Konkurrencestyrelsen. Den 30. november 2011 afgjorde Konkurrencerådet, at Nykredit i en periode på fem år fra 1. april 2012 får mulighed for at hæve bidragsatsen fra 50 til 55 basispoint på fastforrentede lån med afdrag og fra 50 til 60 basispoint på øvrige lån (opgjort ved fuld belåning). Nykredit har ikke afgivet tilsagn vedrørende bidragsatser for lån ydet gennem Totalkredit. Nykredit har valgt at bringe spørgsmålet om, hvorvidt tilsagnet er tidsbegrænset, for Sø- og Handelsretten, hvor sagen afventer en afgørelse.

## BIDRAGSSATSER

Boks 4

For lån til private offentliggør realkreditinstitutterne bidragssatserne, mens satserne for erhvervslån normalt forhandles individuelt. Satserne for private er differentierede efter graden af belåning og evt. låntype. De laveste bidragssatser opnås ved lav belåning (dvs. typisk mindre end 40 pct. af pantets værdi). Flere institutter har forhøjet bidragssatserne de seneste år, særligt for rentetilpasningslån og lån med afdragsfrihed, og yderligere forhøjelser er annonceret, jf. tabel 3. Med de annoncerede forhøjelser vil det samlede bidrag ved fuld belåning siden begyndelsen af 2010 være hævet med op til 22 basispoint, afhængig af låntypen. Hertil kommer, at flere institutter har indført en kursskæring svarende til ca. 5 basispoint ved refinansiering af rentetilpasningslån. De nye bidragssatser varierer i højere grad efter belåningsgraden. Tidligere betalte låntager ofte samme marginale bidragssats i hele intervallet 40-80 pct., mens de nye satser ofte er forskellige for intervallerne 40-60 og 60-80 pct., jf. tabel 4.

## GENNEMSNITLIGE BIDRAGSSATSER FOR EJERBOLIGER EFTER BELÅNINGSGRAD OG LÅNTYPE

Tabel 3

Gennemsnitlig bidragssats i basispoint efter belåningsgrad	Nykredit/Totalkredit		Realkredit Danmark <sup>1</sup>		Nordea Kredit		BRFKredit	
	0-40	0-80	0-40	0-80	0-40	0-80	0-40	0-80
Satsers primo 2010								
Alle lån .....	30,0	50,0	30,0	57,5	30,0	52,5	37,5	55,0
Seneste udmeldte satser								
Fastforrentet, afdrag .....	35,0	61,3	37,5	65,0	37,0	59,5	37,5	67,5
RTL, afdrag .....	40,0	66,3	45,0	72,5	44,4	71,4	42,5	72,5
RTL, uden afdrag .....	45,0	71,3	47,5	75,0	46,3	74,4	42,5	72,5

Anm.: Tabellen omfatter institutternes udmeldinger til og med november 2011. BRFkredits seneste satser har været gældende fra marts 2011. De nye satser for Realkredit Danmark og Nordea Kredit er gældende fra januar 2012, mens de nye satser for Nykredit/Totalkredit vil gælde fra april 2012. Disse satser vil gælde nye lån optaget gennem Totalkredit. Den 30. november 2011 afgjorde Konkurrencerådet, at Nykredit i en periode på fem år fra 1. april 2012 får mulighed for at hæve bidragssatsen fra 50 til 55 basispoint på fastforrentede lån med afdrag og fra 50 til 60 basispoint på øvrige lån. Realkredit Danmark og Nordea indfører fra 2012 kursskæring på 0,05 kurspoint ved refinansiering af rentetilpasningslån. Ved årlig refinansiering til kurs 100 svarer det til en årlig omkostning på 5 basispoint. De viste bidragssatser afspejler ikke kursskæringer og gebyrer i øvrigt.

Kilde: Nykredit Realkredit, Realkredit Danmark, Nordea Kredit og BRFkredit.

<sup>1</sup> Realkredit Danmarks senest udmeldte bidragssatser er 5 basispoint lavere, hvis låntageren indbetaler månedligt i stedet for kvartalsvis. Det gør langt de fleste låntagere i Realkredit Danmark.

parameter. Institutternes valg af bidragssatser vil derfor også være en afvejning mellem behovet for at øge indtægterne og den konkurrencemæssige ulempe, som en forhøjelse kan medføre. I 2009 hævede flere realkreditinstitutter bidragssatserne for erhvervslån. Siden 2010 har alle institutter med udlån til private desuden forhøjet, eller meddelt at de vil forhøje, bidragssatserne på disse lån som følge af stigende omkostninger, jf. boks 4.

Realkreditinstitutter skal som følge af kapitaldækningsreglerne som minimum holde basiskapital svarende til 8 pct. af de risikovægtede poster, dvs. instituttets aktiver i form af bl.a. udlån og værdipapirer vægtet afhængig af dets risiko. Hertil kommer, at der for hvert institut fastsæt-

## BIDRAGSSATSER – FORTSAT

Boks 4

Realkreditinstitutterne har begrundet forhøjelserne med øgede omkostninger og øgede krav til sikkerhed bag lånene. Efter 2007 er nedskrivningerne steget, og boligprisfald har medført, at institutterne har haft behov for at stille en øget mængde supplerende sikkerhed for de lån, hvor den bagvedliggende sikkerhed ikke længere opfylder lånegrænsen.

Derudover har kreditvurderingsbureauer over for de fleste institutter skærpet betingelserne for at opretholde realkreditobligationernes rating. Det har bl.a. givet sig udslag i et større behov for overkapitalisering. Ved overkapitalisering lægges mere sikkerhed for de udstedte obligationer, end lovgivningen kræver. De skærpede betingelser var bl.a. et resultat af, at et af kreditvurderingsbureauerne lagde større vægt på refinansieringsrisikoen ved rentetilpasningslån end tidligere. Herudover blev skærperne begrundet med forventningerne til realkreditinstitutternes fremtidige indtjening og forventning om stigende omkostninger til sikkerhed i kapitalcentrene.

## MARGINALE BIDRAGSSATSER FOR EJERBOLIGER EFTER BELÅNINGSGRAD OG LÅNTYPE

Tabel 4

Marginale bidragssatser i basispoint efter belåningsgrad	Nykredit/ Totalkredit		Realkredit Danmark <sup>1</sup>		Nordea Kredit		BRFkredit	
	59-60	79-80	59-60	79-80	59-60	79-80	59-60	79-80
Satser primo 2010								
Alle lån .....	70,0	70,0	85,0	85,0	90,0	90,0	50,0	95,0
Seneste udmeldte satser								
Fastforrentet, afdrag .....	75,0	100,0	92,5	92,5	97,0	97,0	80,0	115,0
RTL, afdrag .....	80,0	105,0	100,0	100,0	116,4	116,4	85,0	120,0
RTL, uden afdrag .....	85,0	110,0	102,5	102,5	121,3	121,3	85,0	120,0

Anm.: I intervallet fra 0-40 pct. er den gennemsnitlige og den marginale bidragssats sammenfaldende. Se desuden anmærkninger til tabel 3.

Kilde: Nykredit Realkredit, Realkredit Danmark, Nordea Kredit og BRFkredit.

<sup>1</sup> Realkredit Danmarks senest udmeldte bidragssatser er 5 basispoint lavere, hvis låntageren betaler månedligt i stedet for kvartalsvis. Det gør langt de fleste låntagere i Realkredit Danmark.

tes et individuelt solvenskrav, som tager højde for instituttets specifikke risici. Hvis et individuelt solvenskrav fastsættes højere end minimumssolvenskravet, udgør det instituttets kapitalkrav, som til enhver tid skal overholdes.

Ultimo juni 2011 udgjorde realkreditinstitutternes basiskapital mellem 12,3 og 34,9 pct. af de risikovægtede poster.<sup>1</sup> I vurderingen af kapitalforholdet bør tages i betragtning, at institutterne kan forhøje bidragssatserne.

<sup>1</sup> Opgjort for Nykredit Realkredit-koncernen (inkl. Totalkredit og Nykredit Bank), Realkredit Danmark, Nordea Kredit, BRFkredit (inkl. BRFkredit Bank) og DLR Kredit. De fire førstnævnte institutter er godkendt til at anvende interne ratingbaserede metoder til opgørelse af de risikovægtede poster, og er omfattet af en overgangsordning, hvorefter de pålægges et forhøjet kapitalkrav. Kapitaloverdækningen er inklusive overgangsordningens krav opgjort til henholdsvis 5,2, 16,0, 2,2, 6,3, 4,3. Institutternes overdækning skal ses i lyset af, at nogle indgår i større finansielle koncerner og derfor kan have adgang til yderligere kapital hos deres moderselskab.

## Investors sikkerhed

Investors krav mod instituttet er sikret i instituttets udlån med pant i fast ejendom. Investor har i tilfælde af konkurs en fortrinsstilling i forhold til simple kreditorer i både kapitalcentret og dernæst, hvis det er relevant, i konkursboet. Sikkerheden er knyttet sammen med obligationerne i kapitalcentre, der i tilfælde af en konkurs udskilles fra konkursboet. Hvert enkelt kapitalcenter skal opfylde det lovmæssige kapitalkrav på 8 pct. af de risikovægtede aktiver. Ifølge lovgivningen skal midlerne i det enkelte kapitalcenter ved en konkurs anvendes til dækning af krav fra indehaverne af realkreditobligationer, jf. boks 5.

I tilfælde af en konkurs udskilles realkreditinstituttets kapitalcentre fra konkursboet. Kurator kan drive kapitalcentret videre og er efter loven forpligtet og har vide beføjelser til at opfylde instituttets forpligtelser over for obligationsejere og modparter på finansielle instrumenter. Kura-

### KAPITALCENTRE

Boks 5

De rammer, som lovgivningen fastsætter for administration af kapitalcentre, giver obligationsejerne en høj grad af beskyttelse mod tab i tilfælde af udsteders konkurs.

Nyudstedelse af realkreditobligationer foregår i dag næsten udelukkende fra kapitalcentre, da det er et lovkrav for realkreditobligationer med SDO-status. I kapitalcentrene er de udstedte obligationer og de ydede lån knyttet sammen, og kapitalcentrene skal desuden holde tilstrækkelig kapital til at opfylde solvenskravet på 8 pct. Realkreditinstituttet skal løbende sikre, at kapitalcentret har tilstrækkelig kapital og skal om nødvendigt øge kapitalen i kapitalcentret.

Derudover skal realkreditinstituttet sikre tilstrækkelig supplerende sikkerhed i SDO-kapitalcentrene, hvis fx markedsværdien af ejendommene falder, eller markedsværdien af SDO'erne stiger så meget, at belåningsgrænsen brydes for det enkelte lån. Instituttet kan udstede junior covered bonds til at finansiere supplerende sikkerhed. Instituttet kan også af andre hensyn vælge at lægge yderligere aktiver ind i kapitalcentrene. Formålet kan fx være at opnå en bestemt rating af et kapitalcenter.

Realkreditlovgivningens regler for konkurs har aldrig været anvendt. Hvis den situation skulle opstå, hvor der anmeldes betalingsstandsning eller afsiges konkursdekret over et realkreditinstitut, fx hvis solvenskravet ikke er opfyldt, kan der som følge af lovgivningen ikke efterfølgende overføres midler fra kapitalcentrene til instituttet i øvrigt. Ved konkurs anvendes midlerne i det enkelte kapitalcenter – efter udgifter til konkursboets behandling mv. – til dækning af krav fra indehaverne af realkreditobligationer og modparter på finansielle instrumenter anvendt i risikostyringen. Herefter dækkes krav til eventuelle indehavere af junior covered bonds, som instituttet har udstedt i tilknytning til et kapitalcenter for at kunne stille supplerende sikkerhed. Overskydende midler indgår i konkursmassen for hele instituttet.

For instituttet i øvrigt fordeles midlerne i samme rækkefølge som for kapitalcentre. Hvis der i et kapitalcenter ikke er midler nok til at opfylde kravene fra indehaverne af realkreditobligationer, har disse en fortrinsstilling i konkursboet frem for de simple kreditorer. Dernæst betales øvrige fordringer i lige forhold.

tor skal i videst muligt omfang sikre, at kreditorerne betales rettidigt, dog under hensyntagen til, at alle kreditorer skal behandles ens. Da kapitalcentret er under afvikling, vil kurator ikke have mulighed for at foretage nyudlån. Låntagers rettigheder forbliver uændrede, dvs. at lånet fortsat er uopsigeligt fra instituttets/kapitalcentrets side, mens låntager fortsat kan indfri lånet.

For SDO-kapitalcentre er sikkerheden styrket, idet instituttet løbende har skullet stille supplerende sikkerhed for hvert enkelt lån, hvor den maksimale belåningsgrænse måtte være overskredet. Sikkerheden betyder, at obligationerne har en høj kreditkvalitet også efter instituttets konkurs.

Da obligationer og lån er udstedt under match funding-princippet, vil rente- og afdragsbetalinger på lånene svare til rente- og afdragsbetalinger på obligationerne, bortset fra obligationer, som udløber før lånet, og som kurator vil skulle erstatte ved en refinansiering. Det er dog en forudsætning for refinansieringen, at der efter udstedelsen forventes at være tilstrækkelige midler til kreditorerne. Kurator opkræver desuden bidrag og kan ligeledes som følge af lovgivningen hæve bidragssatsen, hvis det er begrundet i hensynet til markedsmæssige vilkår, og der er konstateret behov for yderligere midler til administration af boet. Kapitalcentret kan i yderste fald blive afviklet over fx 30 år, indtil den sidste låneaftale udløber.

Kurator har mulighed for, efter godkendelse fra det beskikkede tilsyn, at sælge dele af kapitalcentret til et andet realkreditinstitut. De vide be-  
føjelser til at videreføre kapitalcentret sikrer, at kurator har tid til at afhænde kapitalcentret og ikke er tvunget til hurtigt at realisere aktiverne. Samtidig vil kurator så vidt muligt opfylde obligationsejernes krav. Værdien af de løbende bidragsindtægter på lånene og de øvrige realkreditinstitutters mulighed for at øge deres markedsandel øger sandsynligheden for, at et kapitalcenter kan afhændes.

## PERSPEKTIVERING

---

Dansk økonomi er på linje med landene i resten af Europa ramt af afmatningen af de internationale konjunkturer. På en række områder fremstår dansk økonomi dog stærkere end i mange andre lande. Det har formentlig medvirket til, at danske realkreditobligationer i de seneste måneder har udvist stabil værdi og høj omsættelighed. Det er egenskaber, som kendetegner aktiver, der betragtes som sikker havn under generel finansiell uro. Denne udvikling ville ikke have fundet sted, hvis danske realkreditobligationer ikke af investorer opfattes som blandt de mest sikre aktiver med lav kreditrisiko og høj likviditet.

Det er en stor fordel for dansk økonomi, at der er tillid til dansk realkredit. Efter den finansielle krise er kravene til sikre aktiver steget. Baggrunden er, at finanskrisen har synliggjort en række risici, herunder likviditets- og refinansieringsrisiko. Hertil kommer de økonomiske eftervirkninger fra finanskrisen og den usikkerhed, som gældskrisen har skabt generelt.

Nationalbanken har tidligere påpeget både refinansieringsrisikoen ved rentetilpasningslån og risikoen for et stort behov for supplerende sikkerhed ved store boligprisfald, jf. Danmarks Nationalbank (2011). Risiciene skal ses i lyset af, at realkreditsystemet udgør en meget stor del af det finansielle system i Danmark. Selv en beskedent risiko for, at de påpegede risici materialiserer sig, bør derfor adresseres. Realkreditinstitutterne er opmærksomme på risiciene og har taget initiativer, der er rettet mod fortsat at sikre et bæredygtigt system.

I første omgang har institutterne arbejdet på at sprede refinansieringen af rentetilpasningslån over året med henblik på ad den vej at mindske refinansieringsrisikoen. Det har vist sig at tage meget lang tid at sprede auktionerne, da ændring af refinansieringstidspunktet for eksisterende låntagere går meget trægt.

I arbejdet med sikring af et bæredygtigt realkreditsystem indgår også ændringer af institutternes forretningsmodel, herunder indfasning af nye udstedelsesstrukturer med kapitalcentre med forskellig risikoprofil. Nogle institutter vil udskille lån med refinansieringsrisiko, primært rentetilpasningslån, til separate kapitalcentre. Hermed bliver risikoen knyttet til refinansiering i højere grad afspejlet i låneomkostningerne. Differentierede bidragsatser, hvor institutterne fastsætter højere bidrag på lån med større risiko for instituttet, kan ligeledes bidrage til en hensigtsmæssig prisdifferentiering. Ændringerne kan give låntager incitament til at optage lån med mindre refinansieringsrisiko. Et enkelt institut vil indføre tolagsbelåning, hvor udlån mod den inderste del af sikkerheden finansieres ved udstedelse fra et kapitalcenter, der udsteder obligationer med SDO-status, mens den yderste del af udlånet finansieres i et kapitalcenter, der udsteder obligationer uden SDO-status. Tolagsbelåning vil på sigt medføre en reduktion i det potentielle behov for supplerende sikkerhed.

Der bør i det videre arbejde også ses nærmere på sektorens rammebetingelser. Som tidligere nævnt fremstår dansk økonomi på mange områder stærkere end andre lande. De store bruttobalancer i husholdningerne – på passivside dækker det især realkreditlån – øger rentefølsomheden. Derfor er lave underskud, holdbare offentlige finanser og robuste overskud på betalingsbalancen afgørende rammevilkår også for husholdningernes økonomi.

Med en mere stabil boligprisudvikling ville økonomien stå endnu stærkere. Nationalbanken har tidligere påpeget, at udsvingene på boligmarkedet kan mindskes ved at genskabe forbindelsen mellem ejendomsværdiskatten og de aktuelle boligpriser og ved at udfase adgangen til afdragsfrie realkreditlån til ejerboliger, jf. Dam mfl. (2011). Et andet middel til at reducere fremtidige udsving på boligmarkedet kunne være at ændre principperne for værdiudmåling af ejendomme eller fastsættelse af belåningsgrænser, så lånemulighederne begrænses ved kraftige boligprisstigninger. Alternativet til et mere stabilt boligmarked kan være at skabe en større, fast sikkerhedsmargin over for udsving i boligpriserne fx lavere maksimal belåningsværdi.

## LITTERATUR

---

Buchholst, Birgitte Vølund, Jacob Gyntelberg og Thomas Sangill (2010), Liquidity of Danish government and covered bonds – before, during and after the financial crisis – preliminary findings, *Danmarks Nationalbank Working Papers*, nr. 70, september.

Dam, Niels Arne, Tina Saaby Hvolbøl, Erik Haller Pedersen, Peter Birch Sørensen og Susanne Hougaard Thamsborg (2011), Boligboblen der briste: Kan boligpriserne forklares? Og kan deres udsving dæmpes?, *Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt*, 1. kvartal, Del 1.

Danmarks Nationalbank (2011), Likviditet og finansieringsforhold, *Finansiell stabilitet*.

Mindested, Palle Bach og Lars Risbjerg (2011), Udviklingstendenser på det danske pengemarked, *Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt*, 3. kvartal, Del 1.





---

# Pengepolitiske strategier ved rentens nedre nulgrænse

---

*Niels Blomquist, Niels Arne Dam og Morten Spange, Økonomisk Afdeling*

---

## INDLEDNING OG SAMMENFATNING

---

Verdensøkonomien blev i forbindelse med finanskrisens udbrud i 2007-08 ramt af et tilbageslag af et omfang, som ikke er set siden den store depression i 1930'erne. Det har ført til stor ledig produktionskapacitet i økonomierne, hvilket alt andet lige lægger en dæmper på inflationen. De fleste centralbanker har en målsætning om gennem pengepolitikens tilrettelæggelse at holde inflationen i nærheden af et forudbestemt niveau. Inflationen kan således både blive for høj og for lav. Centralbankerne har som konsekvens af afmatningen nedsat deres renter til et niveau tæt ved nul for at forhindre, at inflation som følge af afmatningen kommer for langt under målsætningerne.

De renter, som centralbankerne tilbyder de private banker at placere midler til, kan ikke være lavere end nul. Mulighederne for at stimulere økonomien yderligere gennem traditionelle pengepolitiske tiltag er således i mange lande udtømte. Størrelsen af det økonomiske tilbageslag gør imidlertid, at en række centralbanker har ønsket at lempe pengepolitikken yderligere. Dermed har de været begrænsede af renternes nedre nulgrænse. De har derfor gjort brug af særlige tiltag for at tilføre økonomien yderligere pengepolitiske stimuli, enten i form af kommunikation omkring centralbankernes forventninger til de fremtidige pengepolitiske renter eller som køb og salg af værdipapirer på de finansielle markeder.

Kommunikationsstrategien udnytter, at det primært er de lidt længere renter, der påvirker efterspørgslen fra den private sektor. Ved at meddele, at de pengepolitiske renter forventes at blive holdt på et lavt niveau, kan centralbankerne potentielt reducere de lidt længere renter i markedet. Denne strategi har inden for de seneste år været anvendt af eksempelvis den amerikanske centralbank, Federal Reserve, og Bank of Canada.

Som et alternativ til kommunikation kan centralbanken intervenere i de finansielle markeder gennem enten kvantitative lempelser, kreditlempelser eller likviditetsstøtte. En kvantitativ lempelse dækker over et opkøb af værdipapirer med lang løbetid. Det reducerer renten på disse papirer og øger de private investorers likviditetsbeholdning. Gennem en

rebalancering af de private investorers porteføljer af finansielle aktiver kan det føre til et bredere funderet rentefald i økonomien.

Kreditlempelser vil typisk været rettet mod at afhjælpe situationen i udvalgte markeder. Det kan fx være markeder, hvor risikopræmierne er presset op i et niveau, der er ude af trit med centralbankens vurdering af de underliggende økonomiske forhold. Forskellen fra kvantitative lempelser er, at kreditlempelser er steriliserede. Den samlede mængde af likviditet forøges derfor ikke. Ved likviditetsstøtte forbedrer centralbanken likviditeten gennem nye og udvidede lånefaciliteter. Dermed reduceres den del af risikopræmierne, der skyldes likviditetsrisiko.

Federal Reserve, Den Europæiske Centralbank, ECB, og Bank of England har alle opkøbt værdipapirer i de finansielle markeder. Imidlertid har opkøbene været meget forskellige af natur. Bank of Englands opkøb har karakter af en traditionel kvantitativ lempelse, hvor banken primært har opkøbt statsobligationer. Sigtet med programmet har været at lempe pengepolitikken mere, end hvad der var muligt ved at nedsætte den pengepolitiske rente, for derved at indfri bankens inflationsmålsætning på 2 pct. Selv om inflationen i Storbritannien aktuelt er relativt høj, har skønnet således været, at inflationen ville falde til under målsætningen, hvis programmet ikke var blevet gennemført.

Federal Reserve har både foretaget kvantitative lempelser og kreditlempelser. Formålet har været at støtte både det økonomiske opsving og funktionen af vigtige kreditmarkeder. ECB's opkøb, som har haft karakter af kreditlempelser, har derimod været begrundet i at sikre effektiviteten af den pengepolitiske transmissionsmekanisme. Det primære formål har været at sikre, at nedsættelserne af de pengepolitiske renter er slået igennem på markedsrenterne. Dermed er ECB's opkøb et komplement til og ikke en substitut for nedsættelser af de pengepolitiske renter.

Empiriske undersøgelser tyder på, at både Federal Reserve og Bank of England har haft succes med at reducere markedsrenterne gennem deres opkøbsprogrammer. Der findes kun få analyser af programmernes realøkonomiske konsekvenser, men foreløbige resultater tyder på, at de har virket efter hensigten. ECB's tiltag vurderes at have medvirket til at sikre effektiviteten af den pengepolitiske transmissionsmekanisme, hvilket er dens succeskriterium.

## **PENGEPOLITIK VED RENTENS NEDRE NULGRÆNSE**

---

I de senere årtier har det været praksis, at centralbankernes primære pengepolitiske instrument er deres renter, som de private banker kan låne og anbringe penge til. Derigennem bliver renterne styrende for

markedsrenterne, som husholdninger og virksomheder møder i økonomien. Som beskrevet i boks 1, består de lange markedsrenter således af forventningerne til fremtidige pengepolitiske renter, hvortil der skal lægges risikopræmier, som afhænger af det konkrete aktivs karakteristika (som bl.a. dækker likviditet og konkursrisiko), og en terminspræmie.

Centralbankernes renteinstrument har den indbyggede begrænsning, at de nominelle renter, som centralbanken tilbyder de private banker at placere midler til, ikke kan være lavere end nul; i modsat fald ville den enkelte bank nemlig opnå større afkast ved blot at holde kontanter end ved at placere dem i centralbanken. Denne begrænsning kaldes *rentens nedre nulgrænse*.<sup>1</sup>

Nulgrænsen er kun sjældent et problem; i normale perioder bevæger inflationen sig omkring 2 pct., og hertil skal lægges et positivt realafkast, jf. ligning (1) i boks 1. Det giver centralbanken god mulighed for at variere de nominelle pengepolitiske renter uden at komme for nær en rente på nul.

Men i en svær recession, og særligt når denne ledsages af store spændinger i det finansielle system, kan forholdene tilsige, at selv en pengepolitisk rente nær nul giver markedsrenter, der er u hensigtsmæssigt høje. I denne situation må centralbanken ty til andre værktøjer end sine pengepolitiske renter.

Det er realrenterne, der har betydning for husholdningers og virksomheders økonomiske dispositioner. Sammenholder vi ligning (1) og (2) i boks 1, står det klart, at selv om den nominelle pengepolitiske rente  $l$  er presset så tæt på nul, som den kan komme, så kan realrenten på de pengepolitiske instrumenter,  $i$ , mindskes yderligere, hvis centralbanken kan bidrage til, at den forventede inflationstakt,  $\pi^e$ , øges.

Centralbanken har også muligheder for at påvirke de lange markedsrenter, jf. ligning (2) i boks 1. De lange pengemarkedsrenter afhænger af den private sektors forventninger til de fremtidige pengepolitiske renter. Centralbanken kan dermed påvirke de lange pengemarkedsrenter ved at signalere sine fremadrettede hensigter angående den pengepolitiske rente. Hvis centralbanken troværdigt kan signalere, at den vil holde renten uændret lav i en længere periode, vil obligationsrenterne naturligt reduceres, og inflationsforventningerne vil potentielt kunne stige. Det fører til lavere og potentielt negative *realrenter*. I en økonomi med en flydende valutakurs vil det alt andet lige føre til, at valutakursen deprecierer, hvilket stimulerer økonomien yderligere. I en situation,

---

<sup>1</sup> I praksis kan renten på indeståender i centralbanker blive moderat negativ. Det skyldes, at der er en række fordele forbundet med indeståender frem for kontanter, som bankerne er villige til at betale for. I artiklen ser vi bort fra dette, så den nedre grænse for renterne betegnes nulgrænsen.

PENGEPOLITISKE RENTER OG MARKEDSRENTER<sup>1</sup>

Boks 1

I pengemarkedet styrer centralbanken de korte pengemarkedsrenter via sin pengepolitiske rente og de markedsoperationer, der knytter sig hertil.<sup>2</sup> Den pengepolitiske rente  $l_t$  kan opdeles i to dele: realrenten  $i_t$  og den forventede inflation  $\pi_t^e$ .<sup>3</sup> Denne opdeling er væsentlig, da det er realrenten, som ligger til grund for husholdningerne og virksomhedernes beslutninger om opsparing og investering. Realrenten kan altså udtrykkes således:

$$i_t = l_t - \pi_t^e. \quad (1)$$

Husholdninger og virksomheder låner og placerer penge på de finansielle markeder til en nominal markedsrente  $R_t$ , som typisk er højere end den pengepolitiske rente. Det skyldes, at der til den sikre pengepolitiske rente lægges en risikopræmie,  $\sigma_t$ , som bl.a. afspejler kredit- og likviditetsrisici. Sådanne risici varierer med de særlige karakteristika for markedssegmenter, brancher og den enkelte virksomhed.

Den korte reale markedsrente  $r_t$  har da følgende sammenhæng med den pengepolitiske rente og inflationsforventningerne:

$$\begin{aligned} R_t &= l_t + \sigma_t \Rightarrow \\ r_t &= R_t - \pi_t^e = (l_t - \pi_t^e) + \sigma_t, \quad \text{eller} \\ r_t &= i_t + \sigma_t. \end{aligned}$$

Hertil kommer, at de fleste husholdninger og virksomheder baserer deres større økonomiske dispositioner på renter, der ligger fast i et længere tidsrum. Det gælder ikke mindst investeringer i boliger og erhvervskapital, der i Danmark i vidt omfang finansieres med realkreditobligationslån.

Ifølge den såkaldte forventningshypotese kan den lange rente opgøres som et gennemsnit af de forventede korte renter over den relevante horisont tillagt en terminspræmie, der kompenserer långiver for usikkerheden om udviklingen i realrenten i den givne periode. Denne usikkerhed tiltager, jo længere ud i fremtiden vi ser. Derfor vil terminspræmien typisk være større, jo længere en periode renten bindes fast. En fast real markedsrente for de følgende  $k$  perioder,  $r_t^k$ , kan således opskrives som følger:

$$\begin{aligned} r_t^k &= \sum_{j=0}^k r_{t,t+j}^e + \tau_t^j \Leftrightarrow \\ r_t^k &= \sum_{j=0}^k (i_{t+j}^e + \sigma_{t+j}^e) + \tau_t^k, \end{aligned} \quad (2)$$

hvor  $\tau_t^k$  betegner terminspræmien for at fastlåse renten i  $k$  perioder. Ligning (2) udtrykker altså, at den lange reale markedsrente udgøres af investorernes forventninger til summen af de fremtidige pengepolitiske realrenter og risikopræmierne over investeringshorisonten tillagt en terminspræmie.

Den gængse praksis i de seneste årtier har været, at centralbankernes primære redskab i pengepolitikken er de pengepolitiske renter, som styrer de korte markedsrenter og derigennem de længerelebende markedsrenter i henhold til sammenhængen udtrykt i ligning (2).

<sup>1</sup> Denne fremstilling bygger på Amano og Shukayev (2010).

<sup>2</sup> Her simplificerer vi tingene ved at antage, at der kun findes én pengepolitisk rente. Nationalbanken gør i praksis – i lighed med flertallet af centralbanker – brug af flere pengepolitiske renter. Disse og deres samspil med markedsrenterne på det danske pengemarked er nærmere beskrevet i Danmarks Nationalbank (2009).

<sup>3</sup> Vi følger den gængse praksis, at fodtegnet er en tidsangivelse, mens et toptegn  $e$  betegner forventninger dannet på tidspunkt  $t$ . I hovedteksten nedenfor udelader vi i øvrigt tidsangivelsen for enkelhedens skyld.

hvor mange lande signalerer lave renter, vil alle lande dog ikke samtidig kunne opnå en depreciering.

Alternativt kan centralbanken påvirke termins- og risikopræmierne via køb og salg af værdipapirer eller via særlige kreditfaciliteter. I det følgende gennemgås fire forskellige strategier til at reducere markedsrenterne, når de pengepolitiske renter er ved deres nedre grænse, nemlig kommunikation, kvantitative lempelser, kreditlempelser og likviditetsstøtte.

## KOMMUNIKATION

---

Flere centralbanker har ved nulgrænsen kommunikeret deres forventning til den fremtidige udvikling i den pengepolitiske rente. Eksempelvis annoncerede Bank of Canada fra april 2009, at den forventede at holde renten uændret på 0,25 pct. til udgangen af 2. kvartal 2010, betinget på den økonomiske udvikling. I juni 2010 satte den renten op. Bank of Japan forpligtede sig i marts 2001 til at holde renten lav (0 pct.), indtil inflationen blev positiv.

Federal Reserve meddelte 9. august 2011, at den sandsynligvis vil holde renten uændret i intervallet 0-0,25 pct. til midten af 2013. Tidligere var formuleringen, at renten sandsynligvis ville være uændret på et lavt niveau i en *længere periode*. Rentekurven, der afspejler summen af forventningen til fremtidige pengepolitiske renter,  $I$ , terminspræmie,  $\tau$ , og risikopræmier,  $\sigma$ , blev parallelforskuet nedad efter udmeldingen, jf. figur 1. Det bør dog bemærkes, at effekten var forholdsvis beskedent.

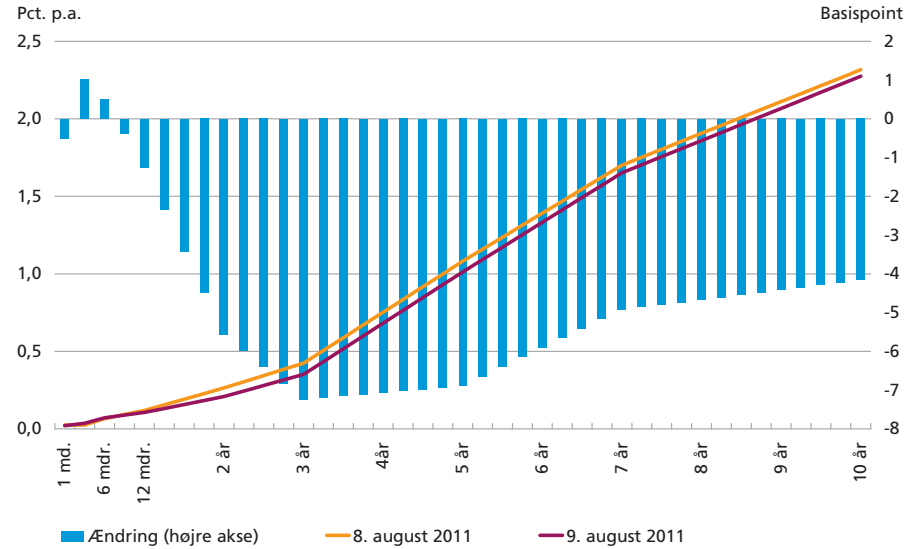
Centralbankens kommunikation står over for en særlig udfordring, når den pengepolitiske rente nærmer sig den nedre nulgrænse. På den ene side har centralbanken et ønske om at love at holde renten lav længe for gennem kommunikation at påvirke de længere renter. På den anden side ønsker centralbanken også en fleksibilitet til at kunne sætte renten op før det udmeldte, hvis den makroøkonomiske situation kræver det.

Internt i Federal Reserves pengepolitiske komite, FOMC, har det været diskuteret, hvor meget Federal Reserve skulle binde sig til at holde den pengepolitiske rente lav. På mødet 9. august 2011 foretrak tre medlemmer af FOMC ikke at kommunikere en specifik dato for, hvornår banken selv ventede at sætte renten op. Derimod har et andet medlem, Evans (2011), talt for, at Federal Reserve skulle binde sig til at holde renten uændret, indtil arbejdsløsheden var reduceret til 7 pct.

Ved at binde sig til at holde renten uændret i en længere periode risikerer centralbanken, at kommunikationen af markedet bliver opfattet som et løfte, snarere end en betinget forventning. Dermed kan den risikere at miste troværdighed, hvis forventningen ikke bliver indfriet. Tid-

AMERIKANSK RENTEKURVE OMKRING UDMELDINGEN FRA FOMC

Figur 1



Anm.: Rentekurven fremkommer som lineær interpolation mellem de enkelte punkter. Basispoint betegner procentpoint skaleret op med en faktor 100.

Kilde: Reuters EcoWin.

ligere erfaringer viser, at markedet ser ud til at reagere på både informationen fra centralbanken og anden makroøkonomisk information, jf. Moessner og Nelson (2008). De konkluderer, at centralbankernes kommunikation ikke tolkes af markedet som et løfte, men snarere et betinget skøn.

Enkelte centralbanker er i de senere år begyndt rutinemæssigt at offentliggøre deres forventninger til udviklingen i den pengepolitiske rente for de kommende 2-3 år (såkaldte rentebaner). Det gælder bl.a. i New Zealand, Norge og Sverige, der alle har en eksplicit inflationsmål-sætning. Ved at offentliggøre en rentebane forsøger de respektive centralbanker at styrke den private sektors forståelse af centralbankens reaktionsmønster. En bedre forståelse heraf kan gøre pengepolitikken mere effektiv, jf. fx Woodford (2005). Federal Reserve offentliggør ikke rentebaner. Siden 2003 har de imidlertid ved hjælp af ord eksplicit signaleret deres fremadrettede intentioner i de pressemeddelelser, som offentliggøres efter hvert FOMC-møde. De har dermed også fulgt den generelle tendens i retning af mere åbenhed omkring pengepolitikken.

Det kan imidlertid være vanskeligt for centralbanken at kommunikere renteforventningerne. Eksempelvis havde Sveriges Riksbank i 2009 vanskeligt ved at "styre" markedsforventningerne. Til trods for, at markedet delte dens vækst- og inflations-skøn, lå markedsforventningerne til udviklingen i den pengepolitiske rente markant over Riksbankens. Svens-

son (2010) forklarede fænomenet med, at markedet ved en de facto nulrente ved, at renten ikke kan blive lavere. Derimod vil der være en positiv sandsynlighed for, at renten stiger, før Riksbanken selv forventer det. Dermed vil den gennemsnitlige forventning til renteutviklingen ligge højere end det, banken forventer.

### Likviditetsfælde og deflation

Kommunikationsstrategien er forbundet med en særlig risiko, hvis prisudviklingen samtidig er vendt til deflation (generelt faldende priser); i så fald kan økonomien blive fanget i en såkaldt *likviditetsfælde*, hvor realrenten er positiv trods en nominel rente på nul. Denne situation er nærmere beskrevet i boks 2.

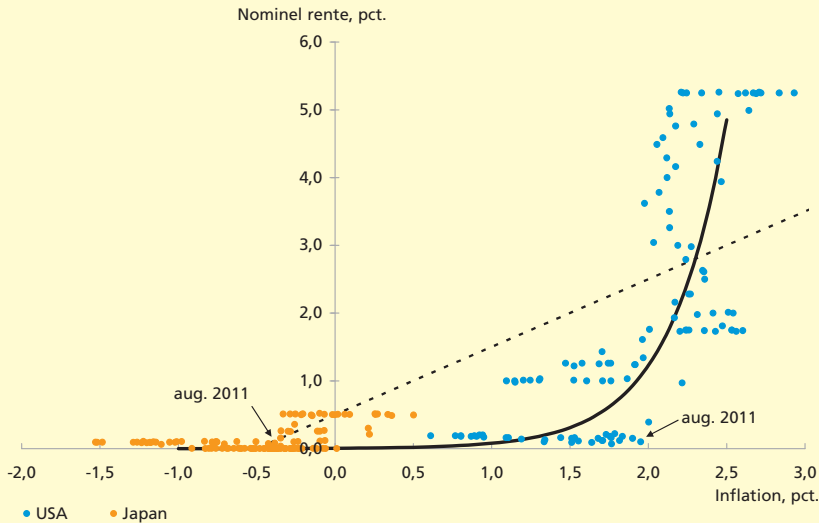
Bullard (2010) diskuterer centralbankens særlige udfordringer i en likviditetsfælde. I den situation betragter han ikke kommunikationsstrategien som hensigtsmæssig: Hvis banken stærkt signalerer, at den vil holde renten meget lav i en længere periode, underbygger det netop de private aktørers forventninger om, at økonomien nu befinder sig i et regime med lav rente og faldende priser. Udsigten til lav nominel rente i længere tid bidrager dermed ikke til at mindske realrenten; i stedet fastholdes økonomien i den u hensigtsmæssige tilstand med vigende priser. Japans økonomiske udvikling i de senere år har netop haft disse karakteristika, jf. boks 2.

I en sådan situation vil kvantitative lempelser ifølge Bullard være et langt stærkere instrument til at skabe positive inflationsforventninger.

KLAPPER LIKVIDITETSFÆLDEN VED RENTENS NEDRE NULGRÆNSE?	Boks 2
<p>De særlige økonomiske omstændigheder, som er knyttet til rentens nulgrænse, medfører risiko for en såkaldt <i>likviditetsfælde</i>, jf. analysen i Benhabib mfl. (2001). Med likviditetsfælde menes, at økonomien havner i en tilstand, hvor den nominelle rente er nær nul, mens priserne er stagneret eller ligefrem faldende (deflation). I denne situation har centralbanken ikke blot mistet sin pengepolitiske rente som styringsinstrument; den deflationære udvikling vil samtidig bidrage til at hæmme vækst og fastholde økonomien i en u hensigtsmæssig tilstand.</p> <p>Den skitserede tilstand med en rente nær nul og faldende priser passer nøje på udviklingen i Japan gennem det seneste tiår, jf. figur 2. I figuren viser de gule cirkler, hvordan inflationen og den nominelle rente udviklede sig måned for måned fra januar 2002 til august 2011. Det fremgår, at den nominelle rente har bevæget sig mellem 0 og 0,5 pct., mens inflationstakten har været overvejende negativ med årlige prisfald på op til 1,5 pct.</p> <p>Udviklingen i amerikansk rente og inflation i samme periode er vist i figur 2 med blå cirkler. Udviklingen i USA står i skærende kontrast til den i Japan – den årlige inflationsrate befinder sig overvejende mellem 1,5 og 3 pct. og kommer aldrig under 0,6 pct., mens den korte rente tydeligt tiltager i takt med en højere inflationsstakt.</p>	

## RENTE OG INFLATION I USA OG JAPAN

Figur 2



Anm.: Månedlige observationer for perioden januar 2002 til august 2011. Den stiplede linje viser fisher-ligningen for fast realrente på 0,5 pct. Den fuldt optrukne linje illustrerer en stiliseret rentereaktionsfunktion baseret på Bullard (2010).

Kilde: OECD og Bullard (2010).

Sammenhængen mellem de to vidt forskellige situationer i henholdsvis Japan og USA kan forklares ved at kombinere tre økonomiske sammenhænge:

1. Det faktum, at afkastet på et aktiv kan opdeles i en realrente og en forventet inflationstakt, jf. ligning (1) i boks 1. Denne sammenhæng, som også kaldes fisher-ligningen, er vist i figur 2 ved den stiplede linje. Her har vi for enkelhedens skyld antaget et konstant reelt afkast på 0,5 pct. om året, jf. Bullard (2010).<sup>1</sup>
2. Rentens nedre nulgrænse, som tydeligt fremgår af figuren.
3. En antagelse om, at centralbanken som udgangspunkt fører en såkaldt *aktiv rentepolitik*, som er et bærende princip for de inflationsmålsregimer, der har været en meget udbredt pengepolitisk strategi i de senere årtier, jf. Danmarks Nationalbank (2009, kap. 1). Princippet tilsiger, at hvis inflationstakten skønnes at overstige centralbankens inflationsmål over en mellemlang horisont, skal centralbanken svare igen med en endnu større stigning i sin pengepolitiske rente.<sup>2</sup> Dermed stiger realrenten, jf. ligning (1) i boks 1, hvilket dæmper den økonomiske aktivitet og dermed punkterer den skønnede stigning i inflationen.

Vi kan illustrere centralbankens aktive pengepolitik ved en kurve i figur 2 med en hældning større end én – hermed fanges netop, at centralbanken reagerer på udsving i inflationsforventningerne med en rentereaktion, der er større end en til en. En sådan pengepolitisk reaktionsfunktion er illustreret i figur 2 ved den fuldt optrukne linje, hvor hældningen netop er større end en for normale inflationsniveauer.

Kombinationen af sammenhængene 1 og 3 i en normal tilstand illustreres da ved krydset mellem den stiplede og den fuldt optrukne linje i figur 2's øvre højre hjørne.



## FORTSAT

## Boks 2

Her er inflationstakten sammenfaldende med centralbankens målsætning og med de private aktørers forventninger til inflationsudviklingen. Dermed har vi fået en økonomisk langsigtslige vægt, som økonomien i normale tider vil bevæge sig omkring.

En vigtig følge af sammenhæng 2, rentens nedre nulgrænse, er imidlertid, at princippet for en aktiv pengepolitik ikke kan gælde for alle inflationsniveauer. For tilpas lav inflation må centralbankens rentereaktion blive mindre end én; ellers ville den falde under sin nulgrænse, hvilket er umuligt. Denne sammenhæng ses i figur 2 ved, at rentereaktionsfunktionen (den fuldt optrukne linje) bøjer af og bliver vandret for lave inflationsniveauer. Her er pengepolitikken altså blevet *passiv*: Den har mistet sin stabiliserende egenskab, hvilket økonomiens private aktører også må forventes at gennemskue. Det giver anledning til en anden lige vægt i økonomien, nemlig krydset mellem de to linjer i figurens nedre venstre hjørne. Også her svarer inflationstakten til den, økonomiens aktører forventer, og centralbanken er ude af stand til at påvirke den gennem sin pengepolitiske rente. Det er denne situation, som betegnes en likviditetsfælde.

<sup>1</sup> Den faktiske realrente kan udvise betydelige udsving over tid. Det reale afkast på sikre værdipapirer har generelt været lavt i de senere årtier, og særligt i den viste periode siden 2002, som har været præget af flere negative stød til den globale økonomi.

<sup>2</sup> Princippet kaldes også taylor-princippet efter Taylor (1993 og 1999), jf. også den omfattende analyse i Woodford (2003).

Dermed stimuleres den økonomiske aktivitet, og økonomien bringes tilbage mod den ønskede lige vægt med et moderat positivt inflationsniveau, hvor centralbanken igen har mulighed for at bruge sin styringsrente som et aktivt instrument til at stabilisere økonomien.

## KVANTITATIVE LEMPELSER, KREDITLEMPELSER OG LIKVIDITETSSTØTTE

Som et alternativ til at reducere forventningen til de fremtidige pengepolitiske renter kan centralbanken søge at mindske terminspræmien  $\tau$ . Det kan ske ved at købe værdipapirer med lang varighed og dermed øge den samlede efterspørgsel efter disse papirer. Dermed presses kurserne i vejret og renterne ned. Når centralbanken ikke intervenserer i markedet på anden vis, øger den samtidig likviditetsbeholdningen hos de investorer, der køber papirer fra.

Investorerne vil typisk ønske at genplacere denne likviditet i aktiver, der minder om dem, de før havde. Hermed udbredes den øgede efterspørgsel til en større gruppe af aktiver, der i bred forstand deler karakteristika med de papirer, centralbanken opkøbte i første omgang. Denne effekt af usteriliserede opkøb kaldes også *porteføljebalance-effekten*, jf. Joyce mfl. (2011). På den måde mindskes terminspræmien for en bred klasse aktiver. Denne type indgreb kaldes en *kvantitativ lempelse*.<sup>1</sup> En

<sup>1</sup> Begreberne kvantitative lempelser og kreditlempelser (*quantitative*, henholdsvis *credit easing*) bruges i vidt omfang i de senere års litteratur og ofte med forskellige betydninger. Vi følger i denne artikel Bank of Canadas (2009) terminologi.

sådan vil typisk også påvirke risikopræmierne  $\sigma$ , ikke mindst for de typer af aktiver, som centralbanken køber op i.

Centralbanken kan også foretage målrettede opkøb af papirer i særlige segmenter af de finansielle markeder, hvor risikopræmierne  $\sigma$  er presset op i et niveau, der er ude af trit med bankens vurdering af de underliggende økonomiske forhold. Opkøbene løfter den samlede efterspørgsel efter disse papirer, hvilket mindsker risikopræmierne. Opkøbenes likviditetspåvirkning steriliseres ved, at centralbanken sælger papirer i mere velfungerende markeder for et tilsvarende beløb. Sådanne indgreb benævnes *kreditlempelser*, da de lemper kreditvilkårene uden at påvirke den samlede mængde af likviditet.<sup>1</sup>

Centralbanken kan yderligere søge at mindske risikopræmien i perioder med krise eller stress i de finansielle markeder. Dette kan fx ske gennem en række tiltag, der skal sikre solvente banker adgang til den fornødne likviditet, når pengemarkedet fryser til. Under den finansielle krise har likviditeten på de finansielle markeder været udfordret. Det har ført til en øget betydning af den del af risikopræmien, der vedrører likviditetsrisici. Gennem nye og udvidede lånefaciliteter kan centralbanken forbedre likviditeten og dermed reducere risikopræmierne gennem mindre likviditetsrisici. Sådanne tiltag kaldes *likviditetsstøtte*.<sup>2</sup>

Kvantitative lempelser, kreditlempelser og likviditetsstøtte er alle tiltag, der er reserveret til perioder, hvor økonomien er i en særligt vanskelig situation. Det skyldes, at de kan føre til, at finansielle aktivers afkast ikke afspejler deres reelle risici. Dermed forvrides investorernes incitamenter i retning af at foretage uhensigtsmæssigt risikable investeringer. Tiltagene kan da også umiddelbart trækkes tilbage, når økonomien normaliseres. Desuden er deres indvirkning på økonomien mere usikker end effekten af traditionelle ændringer i de pengepolitiske renter.

### Strategierne er i praksis forbundne

Når centralbanken køber aktiver, vil det føre til en øget efterspørgsel efter de udvalgte typer af aktiver. I det omfang markedet vurderer aktiverne som risikobehæftede, vil opkøbet således mindske risikopræmien – der er dermed tale om en kreditlempelse. Hvis centralbanken ikke steriliserer sit opkøb ved at sælge andre papirer i tilsvarende omfang, øger den samtidig pengebeholdningen hos de investorer, den køber papirer

<sup>1</sup> Bemærk, at betydningen af sterilisering bygger på en antagelse om, at porteføljebalancekanalen er aktiv. Når centralbankerne handler værdipapirer med de private banker, antages disse dermed efterfølgende selv at handle i markedet for at rebalancere deres porteføljesammensætning med dertil hørende konsekvenser for renter og kurser.

<sup>2</sup> Se Dam og Risbjerg (2009) for en gennemgang af likviditetsstøtte-tiltag i Danmark og euroområdet under krisen.

fra – der er altså også tale om en kvantitativ lempelse. Usteriliserede opkøb af værdipapirer, der ikke opfattes som sikre, har således karakter af såvel kvantitativ lempelse som kreditlempelse.

Det ligger også i den førnævnte porteføljebalance-effekt, at aktiver, der deler mange karakteristika med dem, centralbanken opkøber, påvirkes mest. Dermed mindskes risikopræmien for disse specielt, mens mindre beslægtede papirer påvirkes gennem den bredere terminspræmie.

Ud over at påvirke de lange pengemarkedsrenter gennem terminspræmien vil kvantitative lempelser typisk også virke gennem en såkaldt *signalerings-effekt*. Det skyldes, at centralbanken gennem lempelserne signalerer, at den gerne vil reducere renteniveauet mere end, hvad der er muligt gennem ændringer i de pengepolitiske renter. Det underbygger, at banken ikke påtænker rentestigninger i den nærmeste fremtid. Et sådant signal vil holde markedsrenterne nede og modvirke et fald i inflationsforventningerne, der kunne føre til stigende realrenter. Dermed styrkes den private efterspørgsel. Signalerings-effekten kæder således opkøbsstrategierne sammen med kommunikationsstrategien.

I det omfang aktiverne købes direkte af bankerne, vil det desuden føre til en stigning i bankernes reserver. Det forbedrer deres kapacitet til at låne ud, hvilket gennem *bankudlånskanalen* kan have en gunstig virkning på den private efterspørgsel, jf. Drejer mfl. (2011).

## KVANTITATIVE LEMPELSER OG KREDITLEMPELSER UNDER KRISEN

---

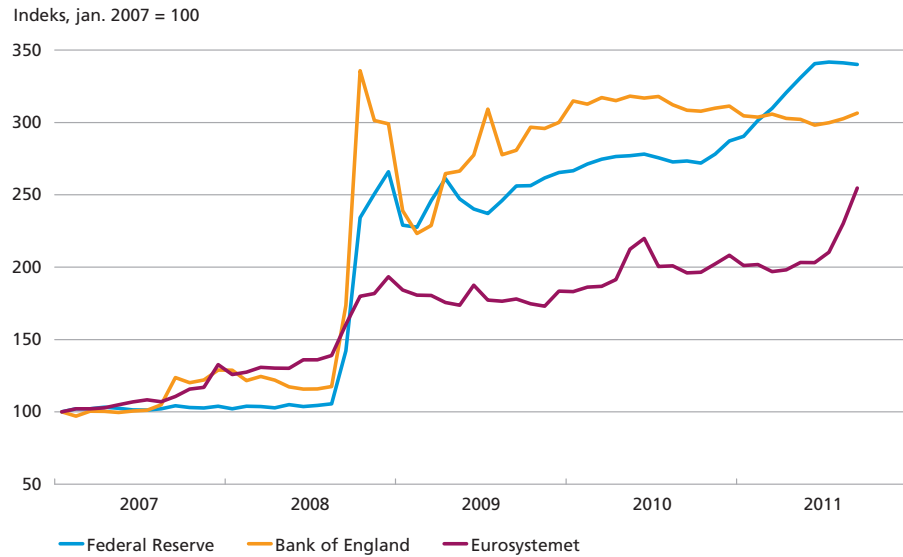
Federal Reserve, Bank of England og ECB har alle reduceret deres pengepolitiske renter til tæt ved nul. Endvidere har de gjort brug af både kvantitative lempelser og kreditlempelser for at reducere risiko- og terminspræmier for markedsrenterne. Centralbankernes balancer er således blevet forøget, jf. figur 3. Ud over opkøb af aktiver har centralbankerne også ageret som *lender of last resort*, hvor de har øget udlånene til bankerne.

### USA

Federal Reserve, Fed, har af flere omgange iværksat opkøbsprogrammer, som indebærer både kvantitative lempelser og kreditlempelser. Fed annoncerede 25. november 2008 det første opkøbsprogram: De ville købe for op til 600 mia. dollar i realkreditobligationer og Mortgage-Backed Securities, MBS, udstedt eller garanteret af de statsgaranterede boligfinansieringsinstitutter, Freddie Mac og Fannie Mae. Derudover lancerede Fed en ny facilitet, *Term Asset-Backed Securities Loan Facility*, TALF, med en ramme på 200 mia. dollar. Ved at udvide belåningsgrundlaget i Fed med Asset-Backed Securities, ABS, baseret på nye lån til min-

## CENTRALBANKERNES BALANCER

Figur 3



Anm.: Eurosystemet består af ECB og de nationale centralbanker i euroområdet.  
Kilde: Reuters EcoWin.

dre virksomheder, studielån, billån og kreditkortlån var målet at understøtte denne del af ABS-markedet, der ifølge Fed ikke fungerede. Den 18. marts 2009 annoncerede Fed, at den ville forøge opkøbene af real-kreditobligationer og MBS med yderligere 850 mia. dollar. Disse tiltag kan ses som kreditlempelser, da de havde til formål at reducere risikopræmien i markederne. Opkøbene blev ikke steriliseret og havde dermed også et kvantitativt element.

Fed annoncerede endvidere 18. marts 2009 en kvantitativ lempelse i form af opkøb for 300 mia. dollar af amerikanske statsobligationer, omtalt i pressen som QE1, med henblik på at forbedre de finansielle forhold i økonomien. Den 3. november 2010 meddelte Fed, at den ville iværksætte et opkøb af amerikanske statsobligationer for 600 mia. dollar, det såkaldte QE2. Til forskel fra de tidligere opkøb blev dette opkøb begrundet med dårligere makroøkonomiske udsigter og et ønske om at sikre, at inflationen udviklede sig på linje med Feds mandat. Opkøbene ville primært ske i statsobligationer med en løbetid på 3-10 år.

Den 21. september 2011 annoncerede Fed, at den ville forøge den gennemsnitlige løbetid på beholdningen af statsobligationer. Konkret vil Fed sælge for 400 mia. dollar statsobligationer med løbetid under 3 år og reinvestere dem i statsobligationer med løbetid mellem 6 og 30 år. Igen var formålet at reducere terminspræmien for at støtte det økonomiske opsving. Opkøbet falder uden for denne artikels sondering mellem kvantitative lempelser og kreditlempelser, da opkøbene steriliseres, men

ikke er rettet mod specifikke kreditmarkeder. Opkøbene øger varigheden af Feds beholdning af statsobligationer og vil ændre hældningen på rentekurven. På annonceringsdagen blev renten på den 30-årige statsobligationsrente reduceret med 0,2 procentpoint, mens renten på en 2-årig statsobligation steg med 0,03 procentpoint.

### **Storbritannien**

Bank of Englands opkøb af aktiver har haft karakter af kvantitativ lempelse. Banken har primært opkøbt britiske statsobligationer. Opkøbsprogrammet blev iværksat 5. marts 2009, hvor banken annoncerede, at den ville opkøbe for 75 mia. pund. På trods af, at inflationen de seneste år har været relativt høj, forventede banken således, at den som følge af et svagt kapacitetspres på mellemlangt sigt ville falde til et niveau, der var lavere end målsætningen på 2 pct. Efterfølgende har Bank of England øget opkøbsprogrammet. Senest blev det 6. oktober 2011 forøget med 75 mia. pund til i alt 275 mia. pund. De efterfølgende opkøb har også været begrundet i de svage inflationsforventninger.

### **Euroområdet**

ECB's opkøb af aktiver har været begrundet i at sikre den pengepolitiske transmissionsmekanisme. Opkøbene har således haft karakter af kreditlempelse. I perioden fra juli 2009 til udgangen af juni 2010 opkøbte ECB for 60 mia. euro af virksomhedsobligationer (covered bonds). På mødet i Styrelsesrådet 6. oktober 2011 blev det besluttet at genoptage opkøbsprogrammet med et planlagt køb på 40 mia. euro i perioden november 2011 til udgangen af oktober 2012. Derudover har ECB, gennem Securities Markets Programme, SMP, der blev iværksat 10. maj 2010, haft mulighed for at opkøbe privat og offentlig gæld i markeder der, ifølge ECB, er dysfunktionelle. Pr. 2 december 2011 har ECB opkøbt for 206,9 mia. euro. Likviditetseffekten heraf er blevet steriliseret.

## **EVALUERING AF PROGRAMMERNE**

---

Empirien tyder på, at både Federal Reserve og Bank of England har haft succes med at reducere markedsrenterne gennem kvantitative lempelser. Chung (2011) vurderer, at Federal Reserves opkøb i 2009 reducerede renten på 10-årige statsobligationer med omtrent 0,50 procentpoint. Baseret på en række studier af kvantitative lempelsers effekt på rentekurven argumenterer Williams (2011) for, at QE2 har reduceret rentekurven med 0,15-0,20 procentpoint.

Ifølge Williams (2011) vil en reduktion i de pengepolitiske renter på 0,75 procentpoint typisk give sig udslag i et fald i renterne på lange

statspapirer på 0,15-0,20 procentpoint, om end sammenhængen mellem de korte og de lange renter er usikker og afhænger af den aktuelle situation. Chung (2011) vurderer, at de allerede foretagne samt planlagte opkøb svarer til en reduktion i de korte renter på 3 hele procentpoint. Den samlede effekt af QE1 og QE2 svarer således til en betydelig ned-sættelse af de pengepolitiske renter. Det bør dog bemærkes, at renten på statspapirer næppe er den primære rente, der bestemmer husholdninger og virksomheders efterspørgsel. De kvantitative lempelser har imidlertid påvirket økonomiens renteniveau generelt, jf. diskussionen ovenfor.

Joyce mfl. (2011) finder, at det britiske opkøbsprogram har reduceret renterne på mellem- og langfristede statsobligationer med ca. 1 procentpoint. Effekterne på de øvrige markedsrenter er mere usikre. Virkningen på den private sektors formue er også usikker, men programmet vurderes af have forøget husholdningernes finansielle formue med i omegnen af 16 pct. Det dækker over den samlede effekt af højere kurser på stats- og virksomhedsobligationer samt højere aktiekurser.

Som følge af krisen kan de sædvanlige estimater for renternes påvirkning af realøkonomien ikke uden videre anvendes. Der findes da også kun få analyser af programmernes realøkonomiske konsekvenser. Chung mfl. (2011) har foretaget en modelbaseret analyse af de økonomiske effekter af de kvantitative lempelser, der har fundet sted siden 2008. De finder, at arbejdsløsheden i 2012 forventes at være 1,5 procentpoint lavere, end den ellers ville have været. Desuden har lempelserne forhindret deflation. Ifølge estimater fra konsulent- og prognosevirksomheden Macroeconomic Advisors har QE2 dog kun forøget bruttonationalproduktet, BNP med 0,4 pct. og reduceret arbejdsløsheden med 0,2 procentpoint, jf. Wen (2011).

Joyce mfl. (2011) har estimeret effekterne af Bank of Englands kvantitative lempelser på BNP og inflation. De finder, at programmet har løftet BNP med 1,5-2 pct., mens inflationen målt ved årsstigningstakten i forbrugerprisindekset CPI har været 0,75-1,5 procentpoint højere end ellers. Effekten på inflationen svarer nogenlunde til, hvad der kan opnås ved en reduktion i den pengepolitiske rente på 1,5-3 procentpoint.

I eurområdet har motivationen for de særlige pengepolitiske tiltag ikke været at styrke efterspørgslen, men derimod at sikre, at den pengepolitiske transmissionsmekanisme har kunnet fungere under krisen. Vurderingen er, at tiltagene har virket som ønsket, jf. ECB (2011). Det understreges imidlertid også, at de særlige tiltag skal udfases igen på et passende tidspunkt. Ellers kan de forvride incitamenterne for deltagerne i de finansielle markeder og forsinke en nødvendig tilpasning af balancerne.

## LITTERATUR

---

Amano, Robert og Malik Shukayev (2010), Monetary policy and the zero bound on nominal interest rates, *Bank of Canada Review*, sommer.

Bank of Canada (2009), *Monetary policy report*, april.

Benhabib, Jess, Stephanie Schmitt-Grohé og Martín Uribe (2001), The perils of Taylor rules, *Journal of Economic Theory*, vol. 125, nr. 1.

Bullard, James (2010), Seven faces of "the peril", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, nr. 5.

Chung, Hess, Jean-Philippe Laforte, David Reifschneider og John C. Williams (2011), Have we underestimated the likelihood and severity of zero lower bound effects?, *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Papers*, nr. 1.

Dam, Niels Arne og Lars Risbjerg (2009), Centralbankernes tiltag og balancer under krisen, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Danmarks Nationalbank (2009), *Pengepolitik i Danmark*, 3. udgave.

Drejer, Peter, Marianne C. Koch, Morten H. Rasmussen, Morten Spange og Søren V. Sørensen (2011), Hvordan virker pengepolitikken i Danmark?, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal, Del 2.

ECB (2011), The ECB's non-standard measures – impact and phasing-out, *Monthly Bulletin*, juli.

Evans, Charles L. (2011), *The Fed's dual mandate responsibilities: Maintaining credibility during a time of immense economic challenges*, tale ved Michigan Council on Economic Education.

Joyce, Michael, Matthew Tong og Robert Woods (2011), The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact, Bank of England, *Quarterly Bulletin*, 3. kvartal.

Moessner, Richhild og William R. Nelson (2008), Central bank policy guidance and financial market functioning, *International Journal of Central Banking*, vol. 7, nr. 3.

Svensson, Lars E.O. (2010), Policy expectations and policy evaluations: The role of transparency and communication, Sveriges Riksbank, *Economic Review*, nr. 1.

Taylor, John B. (1993), Discretion versus policy rules in practice, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39.

Taylor, John B. (1999), A historical analysis of monetary policy rules, i J.B. Taylor (red.), *Monetary policy rules*, University of Chicago Press.

Wen, Yi (2011), Monetary policy's effect on unemployment, Federal Reserve Bank of St. Louis, *Economic Synopsis*.

Williams, John C. (2011), Unconventional monetary policies: Lessons from the past three years, *FRBSF Economic Letter*, nr. 3.

Woodford, Michael (2003), *Interest and prices*, Princeton University Press.

Woodford, Michael (2005), Central bank communication and policy effectiveness, *NBER Working Papers*, nr. 11898.



---

# Formueindkomst fra udlandet

---

*Robert Wederkinck, Statistisk Afdeling*

## INDLEDNING OG SAMMENFATNING

---

Danmark har siden 2005 haft betydelige indtægter på betalingsbalanceposten formueindkomst efter mange år, hvor udgifterne oversteg indtægterne. Samtidig er Danmark gået fra at være en skyldnation til at være en kreditornation som følge af de næsten uafbrudte betalingsbalanceoverskud siden 1988. I forhold til det samlede overskud på betalingsbalancens løbende poster er formueindkomstens betydning endda blevet markant forøget, jf. figur 1. Den positive og stigende indtægt fra formueindkomsten medfører, at danskernes indkomst, og dermed forbrugsmuligheder, overstiger indkomsten målt ved den indenlandske værdiskabelse (Danmarks bruttonationalprodukt, BNP)<sup>1</sup>. I 2010 gav formueindkomsten således et bidrag (nettoindtægt) til dansk økonomi på 42 mia. kr., svarende til 2,4 pct. af BNP.

Danmarks aktiver og passiver over for udlandet udgjorde 4.537 henholdsvis 4.356 mia. kr. ultimo 2010, dvs. Danmarks nettoformue var på 181 mia. kr. Sammenholdes denne med formueindkomsten giver det umiddelbart et simpelt afkast på 23 pct. For at forstå, hvordan denne indtægt er fremkommet, er det nødvendigt at se på, hvilke elementer der genererer formueindkomsten. Artiklen giver et overblik over, hvordan Danmarks formueindkomst skabes, og hvilke typer af investeringer der bidrager mest.

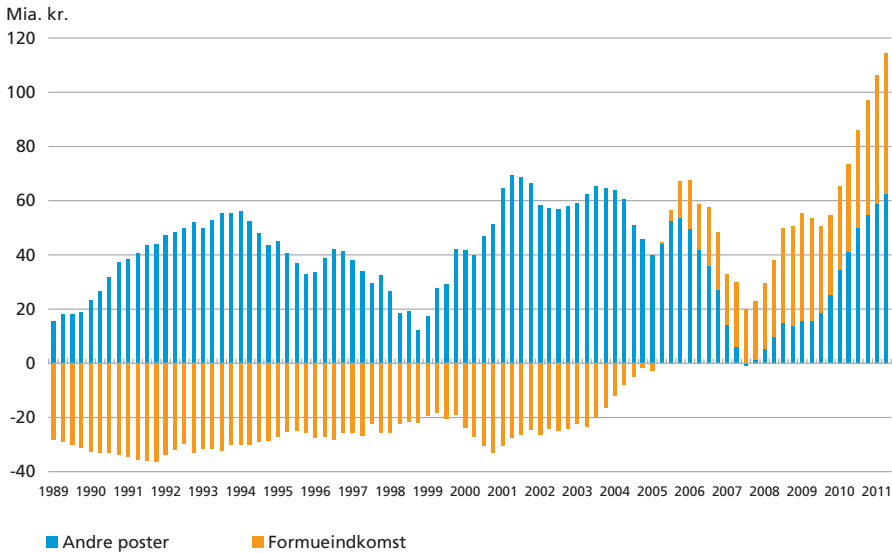
Helt overordnet kan Danmarks relativt høje formueindkomst henføres til, at Danmarks investeringsaktiver over for udlandet indeholder mere risiko end vores passiver. Derfor giver aktiverne i de fleste år et større afkast end passiverne. Fx har Danmark nettoformue for direkte investeringer, og de har større risiko og større forventet afkast end obligationer, hvor Danmark har nettogæld. For obligationer gælder endvidere, at danskere har investeret mere i mindre kreditværdige obligationer med længere løbetid, end udlændinge har investeret i tilsvarende danske obligationer.

---

<sup>1</sup> Ud over nettoformueindkomsten udgøres forskellen mellem BNP og bruttonationalindkomsten, BNI, af nettolønindkomst, som har været negativ i de senere år. I 2010 var der således nettoudgifter for 10 mia. kr. for Danmark på denne post.

**BETALINGSBALANCES LØBENDE POSTER FORDELT PÅ FORMUEINDKOMST OG ANDRE POSTER – 4. KVARTAL AKKUMULERET**

Figur 1



Anm.: Andre poster er varer, tjenester, lønindkomst og løbende overførsler.  
 Kilde: Danmarks Statistik.

## HVAD ER FORMUEINDKOMST?

Formueindkomst er i betalingsbalancesammenhæng afkastet af den kapital, danskere investerer i udlandet henholdsvis udlændinge investerer i Danmark i form af renter, udbytte og ikke-udloddet indtjening, jf. boks 1. Opgørelsen omfatter således både indtægter og udgifter.

Der vil derfor ofte være en tæt sammenhæng mellem på den ene side formuen over for udlandet og på den anden side formueindkomsten. Er formuen negativ, har landet udlandsgæld og typisk udgifter på formueindkomstposten. Det omvendte gør sig gældende med positiv formue. Denne sammenhæng holder i store træk for Danmark, jf. figur 2.

Grundlæggende ændrer Danmarks formue over for udlandet sig som følge af overskud/underskud på betalingsbalancens løbende poster<sup>1</sup> eller værdiregulering af eksisterende aktiver og passiver. Over et længere tidsforløb udlignes værdireguleringerne dog typisk, og formuen/gælden bestemmes derfor primært af det akkumulerede overskud/underskud på betalingsbalancens løbende poster, jf. figur 3.

I 1988 udgjorde Danmarks udlandsgæld 47 pct. af BNP og formueindkomsten -3,7 pct., mens formuen 1. halvår 2011 var 15 pct. af BNP og for-

<sup>1</sup> Formelt er det udviklingen i Danmarks nettofordringserhvervelse over for udlandet, der er summen af overskuddet på betalingsbalancens løbende poster og kapitaloverførsler, netto. For Danmarks vedkommende er kapitaloverførsler, netto, traditionelt ubetydelige.

**DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER OVER FOR UDLANDET OG FORMUEINDKOMSTEN AFLEDT HERAF**

Boks 1

Danmarks finansielle aktiver og passiver over for udlandet opgøres i henhold til IMF's betalingsbalancemanual (BPM5) og viser værdien af danske residents samlede fordringer på udlændinge (bruttoformue) og udenlandske residents fordringer på Danmark (bruttogæld). Danmarks nettoformue over for udlandet opgøres som bruttoformue fratrukket bruttogæld. Opgørelsen fordeles på indenlandske sektorer og forskellige finansielle instrumenter (investeringstyper). I manualen anvendes følgende opdeling

- Direkte investeringer
- Porteføljeaktier
- Obligationer
- Finansielle derivater
- Andre investeringer
- Reserveaktiver (kun centralbanken).

For den enkelte investor består afkast af investeringer af både rente, udbytte og værdiændringer (valutakursgevinster/tab og prisændringer). I opgørelsen af formueindkomsten indgår kun de to første elementer.

Direkte investeringer er ejerskab på mere end 10 pct. af en virksomhed og underopdeles i posterne egenkapital og koncernlån. Formueindkomsten for direkte investeringer opgøres for egenkapitalinvesteringer som summen af udloppet og ikke-udloppet udbytte, dvs. overskuddet i datterselskaber. For koncernlån består formueindkomsten af rentebetalinger.

Porteføljeaktier er ejerskab under 10 pct., og her registreres alene udloppet udbytte som formueindkomst. Ikke-udloppet overskud vil indgå i prisfastsættelsen af aktier, og dermed i værdien af beholdningen, men indgår ikke i den løbende opgørelse af formueindkomsten. Der vil derfor være en tendens til, at indkomsten afledt af porteføljeaktier undervurderes i forhold til indkomsten registreret for direkte investeringer.

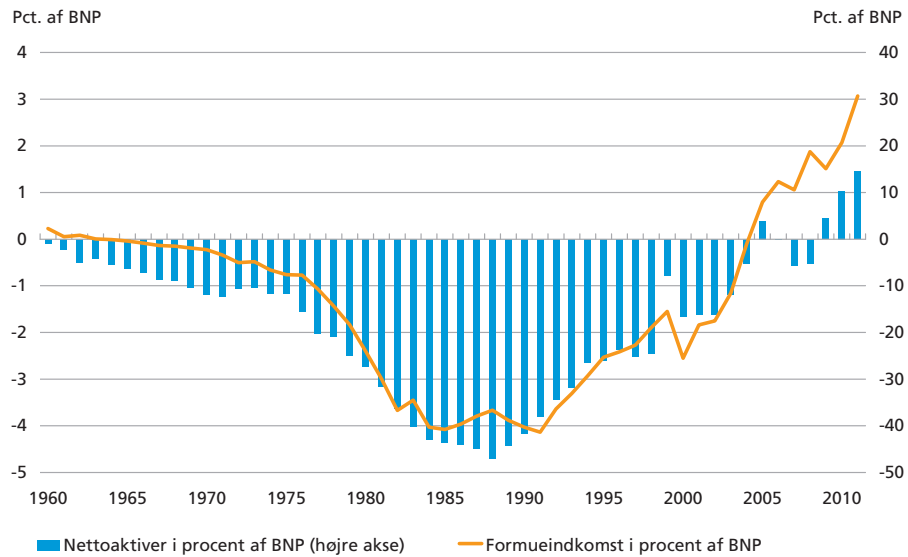
Obligationer er rentebærende gældsinstrumenter, hvor formueindkomsten udgøres af renter. For nulkuponpapirer beregnes fordelt emissionskurstab, der posteres som rente på/af de pågældende papirer.

Finansielle derivater er finansielle instrumenter, hvor prisen afhænger af prisen på det(de) underliggende aktiv(er), der kan være fx aktier, aktieindeks, råvarer, valutakurser mv. I betalingsbalancesammenhæng er der ikke formueindkomst for finansielle derivater, da alle tab/gevinster her bogføres som værdiændringer.

Andre investeringer er bl.a. lån og indskud samt handelskreditter, hvor formueindkomsten består af renter.

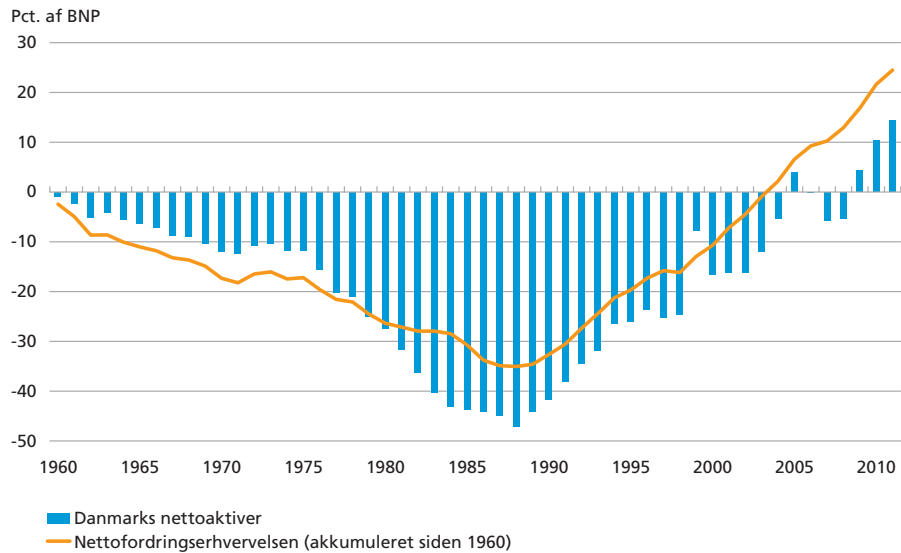
Reserveaktiver er likvide udenlandske aktiver holdt af centralbanken og består primært af korte indskud i udenlandske banker samt obligationer. Formueindkomst herfra består dermed også af rentebetalinger.

mueindkomsten 3,4 pct. af BNP, jf. figur 2. Forholdet mellem gæld/formue på den ene side og udgifter/indtægter på den anden side har dermed ændret sig. Opgørelsen er behæftet med en vis usikkerhed, da der er tale om meget store bruttostørrelser bag de nævnte nettostørrelser.

**DANMARKS NETTOAKTIVER OVER FOR UDLANDET OG FORMUEINDKOMST** Figur 2


Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank. Tallene for Danmarks nettoaktiver for perioden 1975-90 bygger på beregninger foretaget af Christensen og Hald (2000).

Baggrunden for skiftet er, at sammensætningen af Danmarks aktiver og passiver over for udlandet har ændret sig, kombineret med at renteniveauet er betydeligt lavere i dag.

**DANMARKS NETTOAKTIVER OVER FOR UDLANDET OG AKKUMULERET NETTOFORDRINGSERHVERVELSE** Figur 3


Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank. Tallene for Danmarks nettoaktiver for perioden 1975-90 bygger på beregninger foretaget af Christensen og Hald (2000).

FORMUEINDKOMST – BEHOLDNINGS- OG AFKASTEFFEKT	Boks 2
Afkastet af den investerede kapital og dermed formueindkomst er:	
Formueindkomst = Beholdning*afkastgrad	(1)
<p>Stiger beholdningen af et givet aktiv, vil formueindkomsten målt i kroner således stige selv ved uændret afkastgrad. Ligeledes vil en uændret beholdning med stigende afkastgrad medføre øget formueindkomst målt i kroner.</p> <p>Udviklingen i formueindkomsten på et givet aktiv kan dermed dekomponeres i en beholdningseffekt og en afkasteffekt.</p> <p>Afkasteffekten afhænger af det pågældende aktivs tilhørende risikoprofil. Ifølge grundlæggende finansieringsteori bør det risikokorrigerede afkast af forskellige investeringer være ens, dvs. for investeringstyper med forskellig grad af risiko skal observeres forskellige afkastgrader. Jo større risiko, jo højere forventet afkastgrad.</p>	

## DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER OVER FOR UDLANDET

Danmarks aktiver og passiver over for udlandet er sammensat af en række forskellige finansielle produkter (aktier, obligationer og lån/indskud i banker) med forskellig risiko og forventet afkast. Forskelle mellem de instrumenter, hvor Danmark har formue henholdsvis gæld over for udlandet, i kombination med forskelle i risiko-/afkastprofil, er den primære forklaring på både niveauet og udviklingen i den samlede formueindkomst, jf. boks 2.

På helt overordnet plan kan aktiverne (og passiverne) kategoriseres i tre typer af investeringer. Første type er direkte investeringer, hvor risikoen er høj. Anden type er porteføljeinvesteringer i aktier, som også har høj risiko<sup>1</sup>, mens tredje type er långivning<sup>2</sup> enten i form af almindelige lån eller via udstedelse af obligationer. De to første typer er kendetegnet ved, at afkastet er betinget af, at der skabes et overskud i virksomheden, mens långivning giver anledning til løbende rentebetalinger. Investeringer i aktier er mere risikobetonede end obligationsinvesteringer.

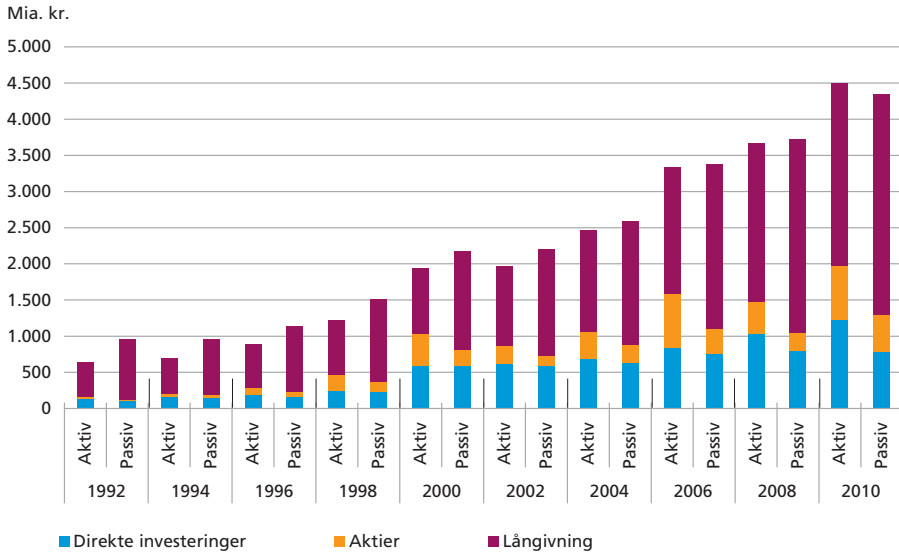
Danmarks aktiver og passiver over for udlandet er vokset fra at udgøre henholdsvis 72 og 106 pct. af BNP i 1992 til ultimo 2010 at udgøre 254 og 239 pct. af BNP. Alene denne beholdningseffekt medfører, at de samlede indtægter og udgifter er vokset markant i løbet af perioden. Kombineres dette med, at der er sket et markant skift i sammensætningen af både aktiver og passiver over for udlandet, jf. figur 4, fås hovedforklaringen bag Danmarks formueindkomst.

<sup>1</sup> Når der differentieres mellem direkte investeringer og porteføljeinvesteringer i aktier, er det på grund af forskellig opgørelse af formueindkomst for de to investeringstyper, jf. boks 1.

<sup>2</sup> På passivside er der tale om låntagning og ikke långivning.

DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER OVER FOR UDLANDET

Figur 4



Anm.: Ekskl. finansielle derivater.  
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Frem til 2004 havde Danmark gæld over for udlandet – hovedsageligt i form af låntagning. Siden 2005 har Danmark øget aktiverne mere end passiverne – som følge af et betydeligt overskud på betalingsbalancens løbende poster – og det er primært gået til direkte investeringer og andre aktieinvesteringer. Danmark har således fortsat gæld vedrørende låntagningen, men har opbygget formue for de to andre investeringstyper. I forhold til tidligere har Danmarks aktiver en ganske anden risiko-profil i dag, og profilen er anderledes end for passiverne. Sammenhængen mellem risiko og afkast tilsiger, at afkastet af aktiverne vil være større end afkastet af passiverne.

## AFKAST AF INVESTERINGER

Afkastgraderne for de enkelte investeringstyper fremgår af tabel 1. De er højest for direkte investeringer – både på indtægts- og udgiftssiden – og lavest for porteføljeaktier. Det skyldes, at kun udloddet overskud (dividende) medtages, jf. boks 1. Kursgevinster indgår med andre ord ikke som en del af formueindkomsten, men ses udelukkende som en værdiregulering af investeringerne<sup>1</sup>. Stigende aktiekurser, som følge af øget ikke-udloddet overskud, vil derfor øge værdien af aktieformuen.

<sup>1</sup> Ifølge Saabye (2003) svarer udbetalt dividende typisk til et afkast på 1-2 pct.

FORMUEINDKOMST FRA UDLANDET, NETTO FORDELT PÅ BEHOLDNINGS-  
OG AFKASTGRADEFFEKT

Tabel 1

Mia. kr.	Faktisk formueindkomst	Beholdningseffekt			Afkastgradeffekt		
		Direkte investeringer	Aktier	Långivning	Direkte investeringer	Aktier	Långivning
1999 .....	-18,8	1,3	2,2	-17,2	1,1	-1,1	-5,1
2000 .....	-33,0	1,2	3,5	-19,9	-12,8	-0,9	-4,1
2001 .....	-24,6	0,6	3,2	-21,4	-1,7	0,4	-5,6
2002 .....	-24,0	1,1	2,8	-16,6	-10,1	0,1	-1,2
2003 .....	-16,2	1,0	2,0	-10,7	-0,3	-1,1	-7,2
2004 .....	-1,5	2,0	2,5	-9,1	5,1	1,1	-3,0
2005 .....	12,2	6,9	4,4	-10,8	7,9	-1,0	4,9
2006 .....	20,1	6,6	10,7	-15,5	15,4	3,5	-0,7
2007 .....	17,8	8,2	9,8	-21,8	7,8	11,4	2,4
2008 .....	32,3	10,7	9,4	-21,1	17,3	8,3	7,8
2009 .....	24,1	12,6	5,0	-11,6	8,1	4,1	5,8
2010 .....	36,1	23,2	4,4	-9,7	3,8	8,0	6,4

Anm.: Beregningerne er ekskl. Danmarks Statistiks opgørelse af formueindkomst vedrørende bygge og anlæg, da der ikke opgøres en beholdning for denne post og dermed ikke kan skelnes mellem de to effekter. Effekterne er beregnet ved se på, hvad formueindkomsten ville være, hvis afkastgraderne henholdsvis beholdningerne var ens på aktiv- og passivside.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

Formueindkomsten vil derfor indirekte blive påvirket positivt via en beholdningseffekt, jf. boks 2. For direkte investeringer medtages det samlede overskud/underskud.

Formueindkomsten kan opdeles i en beholdningseffekt og en afkastgradeffekt jf. boks 2. Bidraget til Danmarks nettoindtægt fra de to elementer fremgår af tabel 1.

For især direkte investeringer er der store forskelle fra år til år i betydningen af de to effekter. For långivning er der en klar tendens til, at forskelle i afkastgrad er vendt til en dansk fordel. Dansk låntagning i udlandet, især via salg af stats- og realkreditobligationer, sker nu til et lavere renteniveau end den långivning, som danskere yder til udlandet.

For de forskellige investeringstyper er risikoen givet ved, hvor stor usikkerheden er for, at det faktiske afkast afviger fra det forventede. Jo større usikkerhed, jo større risiko. Det fremgår ligeledes af tabel 2, at det høje afkast på direkte investeringer også følges op af en højere risiko end de andre investeringstyper.

Siden 2004 har afkastet af danske direkte investeringer i udlandet været større end udlandets af deres direkte investeringer i Danmark. En del af forklaringen skyldes en forskellig brancheprofil, jf. tabel 3. Udenlandske investeringer inden for finansieringsvirksomhed mv. udgør således en markant større andel end de tilsvarende danske. Afkastet i denne branche har, som følge af finanskrisen, været beskedent de senere år.

AFKASTGRADER FOR DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER OVER FOR UDLANDET Tabel 2

Pct.	Indtægter			Udgifter		
	Direkte investeringer	Aktier	Långivning	Direkte investeringer	Aktier	Låntagning
1999 .....	5,6	1,2	4,4	5,2	1,7	4,9
2000 .....	8,5	1,4	4,8	11,2	1,7	5,2
2001 .....	5,5	1,5	4,6	5,8	1,4	5,0
2002 .....	3,5	1,8	4,0	5,1	1,8	4,1
2003 .....	4,9	1,5	2,8	4,9	1,9	3,3
2004 .....	6,2	2,2	2,8	5,4	1,8	3,0
2005 .....	10,4	2,2	3,4	9,4	2,5	3,1
2006 .....	8,6	3,7	3,5	6,7	3,0	3,5
2007 .....	8,5	3,6	4,0	7,5	1,6	3,9
2008 .....	7,1	4,1	4,1	5,2	2,4	3,8
2009 .....	5,2	2,6	2,4	4,3	1,6	2,2
2010 .....	6,3	2,5	2,0	5,9	1,1	1,7
Gennemsnit ..	6,7	2,4	3,6	6,4	1,9	3,6
Risiko <sup>1</sup> .....	1,91	0,94	0,86	1,96	0,50	1,02

Anm.: Afkastgraderne er beregnet ekskl. Danmarks Statistiks opgørelse af formueindkomst vedrørende bygge og anlæg, da der ikke opgøres en beholdning for denne post. Afkastgraden kan derfor ikke beregnes for denne. Se Damgaard mfl. (2010).

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

<sup>1</sup> Risiko er her givet ved standardafvigelsen.

Den anden vej rundt udgør danske investeringer i fremstillingsvirksomhed 25 pct. af danske investeringer i udlandet, men kun godt 12 pct. af udenlandske investeringer i Danmark. Generelt på tværs af brancher har det registrerede afkast været højere for danske investeringer i udlandet end for udenlandske investeringer i Danmark.

DIREKTE INVESTERINGER FORDELT PÅ BRANCHE, GENNEMSITLIG ANDEL AF BEHOLDNINGER OG AFKASTGRAD

Tabel 3

Pct.	Indtægter		Udgifter	
	Andel	Afkast	Andel	Afkast
Energi- og vandforsyning, bygge- og anlægsvirksomhed .....	1,0	6,3	2,5	0,3
Fast ejendom, udlejning, forretningsservice mv. ....	24,3	10,1	29,5	4,9
Finansieringsvirksomhed mv. og forsikring og hjælpevirksomheder .....	11,2	8,0	20,2	6,5
Fremstillingsvirksomhed .....	25,7	12,6	11,7	10,5
Handel-, hotel- og restaurantvirksomhed .....	6,5	11,6	11,7	9,8
Landbrug, fiskeri og råstofudvinding .....	5,0	19,2	2,3	108,9
Offentlig og personlig service .....	0,5	18,2	0,3	17,1
Transport, oplagringsvirksomhed og kommunikation .....	10,7	10,5	6,0	3,0
Uoplyst branche .....	15,1	4,1	15,8	5,5

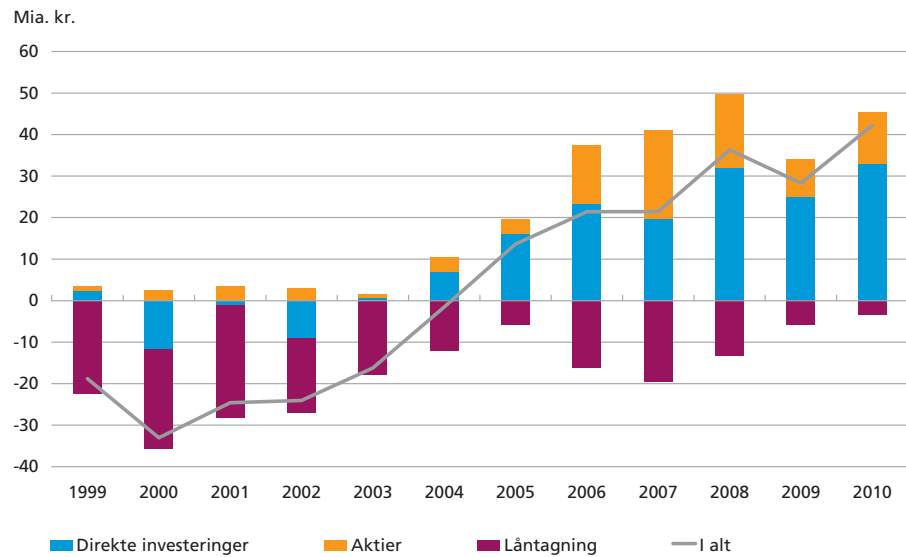
Anm.: Aritmetisk gennemsnit for 2005-10. Ekskl. formueindkomst fra Danmarks Statistik vedrørende bygge- og anlæg, da der ikke opgøres beholdninger for denne post.

Kilde: Danmarks Nationalbank.



NETTOFORMUEINDKOMST FORDELT PÅ INSTRUMENT

Figur 5



Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

Kombinationen af risikotagning, branchesammensætning og held/dygtighed bidrager dermed til at forklare den overordnet set højere danske afkastgrad.

Den samlede effekt på formueindkomsten af en forskellig sammensætning af aktiver og passiver over for udlandet og tilhørende afkast-/risikoprofil ses tydeligt i figur 5. Nettoindtægten fra direkte investeringer er meget stor i forhold til nettoudgiften for låntagning til trods for, at de to instrumenter numerisk set udgør samme andel af BNP. Lidt populært kan man sige, at Danmark låner billigt i udlandet og investerer midlerne i højt forrentede aktiver, men påtager sig også en risiko.

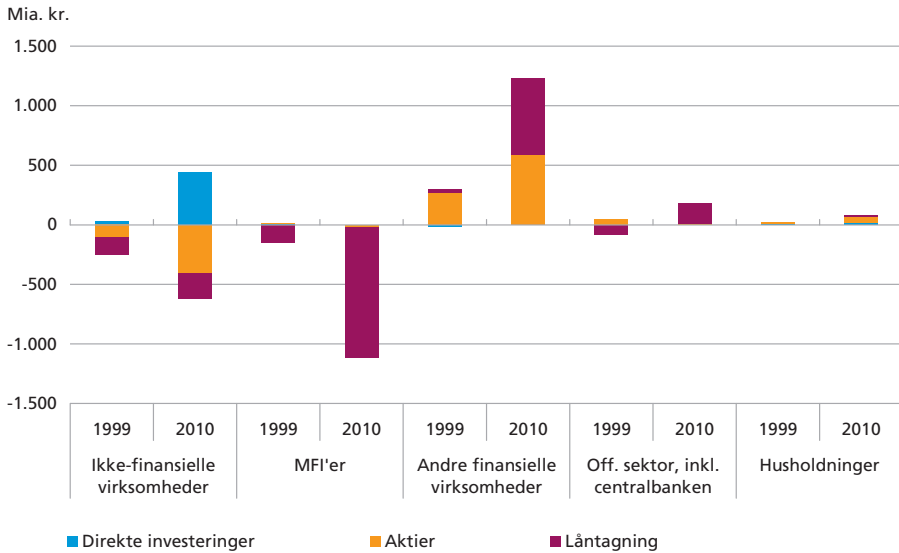
## LÅNTAGERE OG INVESTORER

Danmark har, ud over at vende gæld til formue, opbygget store bruttopositioner i forhold til udlandet de seneste tyve år. Opbygningen af de store bruttopositioner kan især henføres til en ændret adfærd blandt de indenlandske sektorer. Fra 1999 til 2010 har danske penge- og realkreditinstitutter (MFI'er) således øget deres låntagning i udlandet med 900 mia. kr., jf. figur 6. Andre lande har haft en tilsvarende udvikling, hvor sammensmeltningen af penge- og kapitalmarkederne globalt set har været efterfulgt af betydelig låntagning og investering på tværs af landegrænser.

Penge- og realkreditinstitutterne har for en stor dels vedkommende kanaliseret midlerne videre til forsikrings- og pensionselskaber samt

## SEKTOR- OG INSTRUMENTFORDELING AF DANMARKS NETTOFORMUE VED UDGANGEN AF 1999 HENHOLDSVIS 2010

Figur 6



Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

investeringsforeninger (andre finansielle virksomheder), som så har investeret i udenlandske aktier og obligationer, jf. figur 6. Derudover har en del af låntagningen været anvendt af danske virksomheder til at investere i udenlandske datterselskaber (direkte investeringer). Da danske virksomheder tillige optager lån i udlandet, har de ikke samlet set reduceret deres gæld til udlandet væsentligt, men har ændret sammensætningen ved i stigende grad at kanalisere deres investeringer til udlandet.<sup>1</sup>

Den ændrede sammensætning af aktiver og passiver afspejler sig også i formueindkomsten modtaget fra udlandet, jf. figur 7. Det er pensionselskaber, investeringsforeninger og ikke-finansielle virksomheder, som via deres udenlandske investeringer genererer formueindkomsten. Investeringerne er muliggjort af penge- og realkreditinstitutternes udenlandske låntagning. De ikke-finansielle virksomheders indtægter fra høje direkte investeringer modvirkes i et vist omfang af renteudgifter fra udenlandsk låntagning, mens pensionselskaber og investeringsforeninger stort set ikke har udgifter i forhold til udlandet.

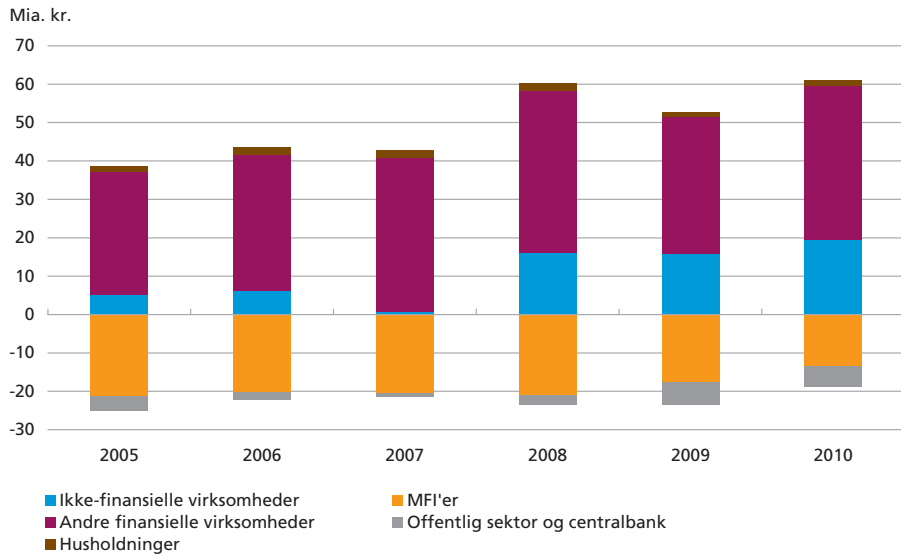
Danske husholdningers låntagning i udlandet og direkte ejerskab over udenlandske aktiver er meget begrænset, jf. figur 6.

Indirekte har husholdningerne dog ejerskab til en betydelig del af Danmarks samlede udenlandske aktiver og passiver og dermed formue-

<sup>1</sup> Nettogælden for aktier afspejler udenlandsk interesse for danske virksomheder, fx Novo Nordisk.

FORMUEINDKOMST (NETTOINDTÆGT) FORDELT PÅ SEKTOR

Figur 7



Anm.: Andre finansielle virksomheder dækker over bl.a. forsikrings- og pensionselskaber samt investeringsforeninger.  
 Kilde: Danmarks Nationalbank.

indkomst. Husholdningernes formue i forsikrings- og pensionselskaber udgør 73 pct. af forsikrings- og pensionselskabernes samlede aktiver.

Samtidig ejer husholdningerne 27 pct. af de danske investeringsforeninger. Dermed tilfalder en stor del af formueindkomsten indirekte husholdningssektoren. På den anden side ejer udenlandske investorer danske realkreditobligationer for 357 mia. kr. ved udgangen af 2010 svarende til en ejerandel på 11 pct. På samme tidspunkt udgjorde udlån til husholdningerne 60 pct. af realkreditinstitutternes samlede lån. Reelt bærer husholdningerne dermed en betragtelig del af de renteudgifter til udlandet, som realkreditinstitutterne umiddelbart betaler.

Den beskrevne udvikling i danske husholdningers låntagning og investering, og den heraf følgende risikoprofil, bidrager dermed til at forklare, at Danmark har positiv nettoformueindkomst i forhold til udlandet. Husholdningernes formue og gæld er nærmere behandlet i en anden artikel i denne kvartaloversigt, Isaksen mfl. (2011).

## LITTERATUR

---

Christensen, Tom Nordin og Jens Hald (2000), Danmarks udlandsgæld fra 1960-99, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

Damgaard, Jannick, Mathies Lau Friis Laursen og Robert Wederkinck (2010), Forecasting direct investment equity income for the Danish balance of payments, *Danmarks Nationalbank Working Papers*, nr. 65.

Isaksen, Jacob, Paul Lassenius Kramp, Louise Funch Sørensen og Søren Vester Sørensen (2011), Husholdningernes opsparing og gæld – et internationalt landestudie, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Saabye, Niki (2003), Risikopræmien på aktier, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

---

## Nationalbankdirektør Nils Bernsteins tale ved Finansrådets årsmøde 5. december 2011

---

Der er hen over efteråret sket en afdæmpning af den økonomiske aktivitet i de avancerede økonomier, især i euroområdet, og en nedjustering af udsigterne.

Der er dog store forskelle landene imellem. Generelt er væksten i lande med sunde offentlige finanser og eksterne balancer, som fx Tyskland og Sverige, fortsat fornuftig. Omvendt er der lavvækst i lande med store interne og eksterne ubalancer. Det gælder især de gældsplagede lande i Sydeuropa.

Nedjusteringen af vækstudsigterne afspejler flere faktorer. For det første er den europæiske statsgældskrise langt fra løst, men skærpet hen over sommeren, og i USA er der stor usikkerhed om de mellemfristede finanspolitiske planer. For det andet er forbruger- og erhvervstilliden faldet mange steder. Husholdninger og virksomheder konsoliderer sig fortsat, bl.a. i lyset af fald i aktiekurser og boligpriser. For det tredje betyder kombinationen af fortsat finansiell uro, lavere vækstforventninger og presset fra de finansielle markeder, at flere lande har måttet intensivere konsolideringen af de offentlige finanser.

Finanspolitikken er i øjeblikket, isoleret set, medcyklisk, dvs. den er med til at fordybe vækstafdæmpningen. På den anden side ville en mere ekspansiv finanspolitik givet medføre højere renter. Sammen med høj offentlig gæld gør det, at der ikke er noget alternativ til at stramme op. Mange lande betaler nu prisen for tidligere tiders "laden-stå-til" i den økonomiske politik. Det afspejler sig bl.a. i, at arbejdsløsheden er stigende og nu er over 10 pct. i euroområdet og 9 pct. i USA. I de værst ramte eurolande ses ledighedsprocenter til op over 20. Især de unge har svært ved at finde fodfæste på arbejdsmarkeder, som favoriserer de allerede ansatte.

Udsigterne for den kommende tid er usædvanligt usikre. Lavere tillid i husholdninger, virksomheder og den finansielle sektor er ofte tegn på en nærtstående aktivitetsnedgang. De seneste prognoser fra OECD og EU forudsiger da også kun et moderat opsving i USA, mens euroområdet under ét forventes at stagnere, med risiko for nulvækst eller mindre. Håndteringen af udfordringerne i de stærkt gældsplagede lande er afgørende for mulighederne for at dæmpe usikkerheden og dermed understøtte vækstbetingelserne i euroområdet.

Så til dansk økonomi. Efter solid vækst i 2. kvartal faldt BNP ret kraftigt i 3. kvartal ifølge de foreløbige tal. BNP kom 0,3 pct. under niveauet i samme periode i 2010. Det var ikke kun en svag eksportudvikling, der var årsagen til vækstnedgangen, men også fald i det offentlige forbrug, som et resultat af bestræbelserne på at få styr på det offentliges økonomi. Generelt har vækstforløbet været meget ujævnt de senere år. Det gør også, at man skal være varsom med at tolke for hårdt på tal for et enkelt kvartal.

Det ændrer dog ikke ved det overordnede billede af, at dansk økonomi på linje med verdensøkonomien er inde i en afmatning. Den vil formentlig fortsætte et godt stykke ind i 2012, og vi forventer først, at der for alvor kommer gang i den danske vækst igen i 2013. Vi lægger ikke i vor prognose til grund, at gældskrisen vil være løst i løbet af kort tid. Vi forudsætter på den anden side heller ikke det totale sammenbrud. Vi lægger teknisk til grund, at der bliver tale om "muddling through", dvs. at Europa forsøger at klare sig igennem på bedste beskab.

Jeg vil godt advare mod, at der tegnes et alt for sort billede af dansk økonomi. Selv om vi forventer en mindre stigning i ledigheden den kommende tid, klarer det danske arbejdsmarked sig relativt godt. Beskæftigelsen er faldet lidt siden begyndelsen af 2010, og arbejdsløsheden er kun lidt over sit strukturelle niveau. Privatforbruget er sløjt, men det skyldes fortsat konsolidering snarere end mangel på økonomiske midler i husholdningerne.

Det er tilfredsstillende, at den ny regering planlægger at reducere underskuddet på de offentlige finanser til under 3 pct. af BNP i 2013, samt forbedre den strukturelle balance med 1,5 pct. af BNP over årene 2011-13, svarende til EU-henstillingen. Hertil kommer tilslutningen til gennemførelsen af vigtige arbejdsmarkedsreformer – den delvise udfasning af efterlønnen samt forkortelse af dagpengeperioden. Det vil bidrage til at øge den strukturelle beskæftigelse væsentligt og dermed modvirke den demografisk betingede reduktion af arbejdsstyrken.

Det står klart, at finansloven for 2012 ikke indebærer nogen forbedring af den strukturelle offentlige saldo næste år. Så meget desto vigtigere bliver det at stramme op i 2013 for at holde linjen i finanspolitikken.

Det er åbenbart for enhver, der følger udviklingen, at euroområdet befinder sig i en både økonomisk og politisk krise. I snart to år er det gået den forkerte vej. Stadig flere lande kæmper med stigende gæld og høje renter. Det afspejler markedernes manglende tillid til, at de berørte lande er i stand til at bringe orden i eget hus. Flere har søgt og fået finansiel bistand udefra – på betingelser, som får samfundet til at knage i fugerne. I Grækenland og Italien er de demokratisk forankrede regeringer

ger sat uden for døren, og Belgien har nu, af andre grunde, i over et år været uden en rigtig regering.

Det mest bekymrende er dog, at de fælles løsninger, som regeringscheferne har kunnet blive enige om, endnu ikke har været i stand til at standse en stadig mere faretruende udvikling, på trods af gentagne udsagn om, at man vil gøre "what-ever it takes". Hvad det er, har vi endnu til gode at se – og hertil kommer, at det, man kan blive enige om, har man vanskeligt ved at implementere.

Ikke at det er let. Det handler jo om, hvad og hvor hurtigt det enkelte land skal levere til gengæld for fællesskabets støtte. Og findes der overhovedet et fælles balancepunkt herfor, som både kan tiltrædes politisk og bringe markederne til ro?

Men tag ikke fejl. De nødvendige økonomiske tilpasninger vil under alle omstændigheder finde sted, enten gennem styrede politiske processer eller gennem markedernes ubønhørlige krav, hvis politikerne giver op.

Personligt har jeg stadig troen på, at der vil blive fundet politiske løsninger. Alternativet vil være kaotisk og få det historiske europæiske projekt til at kuldsejle. Historiens dom vil være for tung at bære.

Hvor efterlader det Danmark? Der er desværre ikke meget, vi kan gøre for at dæmme op over for de negative påvirkninger, vi får udefra. En lille åben økonomi som den danske bliver hårdt ramt, når det går tilbage på eksportmarkederne, og de finanspolitiske muligheder er indsnævret. Med en forholdsvis lav offentlig gæld og en bred politisk enighed om at reducere underskuddet på de offentlige finanser, har vi indtil nu undgået de værste direkte virkninger af det finansielle uvejr. Det er ikke en situation, vi ved egen hjælp kan vokse os ud af på kort sigt. Vi kan understøtte vores eksportpotentiale gennem en ansvarlig økonomisk politik, i kombination med overenskomster, der imødegår vores langstrakte tab af lønkonkurrenceevne, ligesom vi gennem reformer kan lægge et solidt fundament for det opsving, der engang vil komme. Hertil kommer, at vi skal lægge os i selen for at fastholde forudsætningerne for det lave renteniveau, som holder hånden under de svage konjunkturer.

Skal vi bruge billedsproget, skal vi gøre som små skibe i stormvejr: Vi skal rebe sejlene og ligge underdrejet, indtil stormen løjer af – i mellemtiden kan vi så rydde op og gøre klart skib; det vil vise sig at være det mest skånsomme for både besætning, passagerer og fartøj.

Jeg er helt opmærksom på, at dette ikke er nogen særlig heroisk tilgang. Men det hører med i billedet, at situationen i Danmark, herunder arbejdsløsheden, er bedre end i mange af de lande, vi sædvanligvis sammenligner os med. Så en ambition om at komme gennem krisen på det nuværende velstandsniveau, er ikke så ringe endda. Vi skal undgå at

skabe urealistiske forventninger om fremgang, der ikke kan leveres under de nuværende vilkår.

Statsgældskrisen trækker sine spor på stort set alle fronter, og de europæiske banker er en væsentlig part i krisen. I EU er der gennemført stresstest af de største banker i sommeren 2011, og i efteråret er der lavet en kapitaltest af bankerne med markedsværdiansættelse af statspapirer. Bankerne skal have en egentlig kernekapital på 9 pct. som bolverk mod stormvejret. Har de ikke det, skal bankerne forsøge at rejse kapital og tilbageholde udbytte. I sidste ende kan der blive tale om statslige kapitalindskud.

I tillæg hertil er der enighed i EU om, at det skal være muligt for de europæiske lande at beslutte at give nye individuelle statsgarantier til deres banker på ensartede vilkår efter en model, som minder om den, vi har anvendt her i landet.

Netop som følge af Bankpakke 2 er der fortsat bred statslig involvering i den danske banksektor med både statslige kapitalindskud og individuelle, statsgaranterede obligationslån. Det er midlertidige foranstaltninger, som skulle skabe den fornødne arbejdsro til at tilpasse kapitalgrundlag, finansieringskilder og forretningsmodeller.

Som det ser ud i dag, kan de danske banker generelt set stå på egne ben ved udløb af statsgarantierne. Banksektoren er fornuftigt kapitaliseret. Det viser Nationalbankens stresstest, og det bekræftes af den europæiske stress- og kapitaltest.

Der er dog stadig banker, som har et noget svagere udgangspunkt, og som vil have svært ved at skaffe ny finansiering, når de statsgaranterede lån udløber. En af årsagerne hertil kan fx være, at de fortsat ligger inde med dårlige aktiver i kombination med et svagt kapitalgrundlag. Her kan Finansiell Stabilitet eventuelt komme ind i billedet.

Det er Nationalbankens opfattelse, at vi i Danmark ikke skal imødegå disse specifikke problemer ved at beslutte at indføre en generel mulighed for statsgaranti, som Ecofin har åbnet op for. Det forlænger blot en uholdbar forretningsmodel.

Et bidrag til løsning uden nye statsgarantier er Nationalbankens udvidelse af belåningsgrundlaget med pengeinstitutters udlån af god bonitet. Dermed vil institutterne have en mulighed for finansiering, hvis øvrige anstrengelser ikke lykkes. Samtidig kan udlånene tælle med i pengeinstitutternes likviditet, selv om de ikke er pantsat i Nationalbanken, hvis kravene er opfyldt. Eventuelt nye statsgarantier bør efter Nationalbankens opfattelse ikke komme på tale, før de eksisterende muligheder er udtømte.

Brancheundersøgelser har de seneste måneder peget på, at det er blevet sværere for erhvervsvirksomheder at opnå finansiering.



Nationalbankens udlånsundersøgelse viser også, at kreditpolitikken på det seneste igen er strammet lidt over for både husholdninger og erhverv. Institutterne har især strammet via prisen ved godkendelse af lån. Udvidelse af rentemarginalen er en naturlig – og i den nuværende situation – nødvendig måde for bankerne til at øge indtjeningen. Funding er blevet sværere og dyrere at fremskaffe. Markederne stiller større krav til kapital, og risikoen for tab er steget.

Det ser i øvrigt ud til, at penge- og realkreditinstitutterne i højere grad er begyndt at differentiere mellem kundegrupper på baggrund af risikoprofil. Der er således ingen tvivl om, at visse virksomheder og brancher oplever, at det er blevet vanskeligere at opnå lån.

Det samlede udlån til erhverv fra penge- og realkreditinstitutterne er fortsat relativt højt, og det synes ikke at være berettiget at tale om en generel kreditklemme. Den seneste tendens til yderligere stramninger bør følges nøje.

Pengeinstitutterne skal selvfølgelig foretage den fornødne kreditvurdering af projekterne, men det er ikke god kreditvurdering, hvis en sådan foretages en bloc og ikke individuelt. Jeg tror, at I skal være opmærksomme på, at hvis der udvikler sig en generel kreditklemme, kan det afføde løsninger, som ikke nødvendigvis vil være i jeres langsigtede interesse.

Endelig til den mere tekniske afdeling. Nationalbanken påvirker som bekendt primært pengemarkederne gennem sine pengepolitiske instrumenter i den helt kort ende.

I euroområdet har der i seneste måneder været flere tegn på spændinger i pengemarkederne. Det samme har været tilfældet herhjemme, hvor de lidt længere danske pengemarkedsrenter i perioder er steget som følge af trægheder i udvekslingen af likviditet.

Pengemarkedsrenterne er bestemmende for kronekursen. Så for at understøtte fastkurspolitikken supplerer Nationalbanken nu sine pengepolitiske instrumenter med likviditetsjusterende kroneudlån. De kan anvendes på tidspunkter og i det omfang, der er behov for. Renten og løbetiden på udlånet vil afspejle markedsforholdene. Udlånet kan foretages som udlån mod pant i Nationalbankens sikkerhedsgrundlag eller via FX swaps, hvor sikkerheden er valuta. Nationalbanken kan foretage tildelingen af likviditet via auktion eller indgå bilaterale udlånsforretninger med enkeltmodparter. Sådanne instrumenter kendes også fra andre centralbankers likviditetsstyring.

De nærmere modaliteter for udlånene, herunder løbetid og tildelingsprocedure, vil blive fastsat i forbindelse med et eventuelt udlån.

Lad mig afslutte med at takke Finansrådet og dets medlemmer og formand for godt og frugtbart samarbejde i det forløbne år.

Tak for opmærksomheden.



---

## Pressemeddelelser

---

### **30. SEPTEMBER 2011: NYE LÅNEMULIGHEDER I NATIONALBANKEN**

---

Nationalbanken udvider pengeinstitutternes adgang til at optage lån mod sikkerhed i Nationalbanken. Det sker ved at udvide det hidtidige sikkerhedsgrundlag – især statsobligationer og realkreditobligationer – med pengeinstitutternes egne udlån af god bonitet.

Nationalbanken indfører desuden 6 måneders lån ved siden af de nuværende 7 dages lån til en rente, der følger Nationalbankens udlånsrente, p.t. 1,55 pct.

"Udvidelsen har til formål at supplere pengeinstitutternes adgang til at optage lån og dermed at bygge bro til en situation uden statsgarantier, når disse udløber i 2012 og 2013", siger nationalbankdirektør Nils Bernstein.

### **3. NOVEMBER 2011: RENTENEDSÆTTELSE**

---

Nationalbankens udlånsrente, renten på indskudsbeviser og foliorenten nedsættes med 0,35 procentpoint til henholdsvis 1,20 pct., 0,65 pct. og 0,55 pct. Diskontoen nedsættes med 0,25 procentpoint til 1,0 pct. Nedsættelsen har virkning fra 4. november 2011.

Rentenedsættelsen har baggrund i, at Den Europæiske Centralbank, ECB, har nedsat renten ved sine primære markedsoperationer med 0,25 procentpoint til 1,25 pct. Hertil kommer, at Nationalbanken har købt valuta i markedet.

Nationalbankens rentesatser er herefter:

Udlånsrenten: 1,20 pct.

Renten på indskudsbeviser: 0,65 pct.

Foliorenten: 0,55 pct.

Diskontoen: 1,0 pct.

### **8. DECEMBER 2011: RENTENEDSÆTTELSE**

---

Nationalbankens udlånsrente nedsættes med 0,40 procentpoint til 0,80 procent. Renten på indskudsbeviser, foliorenten og diskontoen nedsæt-

tes med 0,25 procentpoint til henholdsvis 0,40 procent, 0,30 procent og 0,75 pct. Nedsættelsen har virkning fra 9. december 2011.

Rentenedsættelsen har baggrund i, at Den Europæiske Centralbank, ECB, har nedsat renten ved sine primære markedsoperationer med 0,25 procentpoint til 1,0 pct. Nationalbanken har samtidig benyttet lejligheden til at indsnævre spændet mellem udlånsrenten og renten på indskudsbeviser for at reducere mulighederne for udsving i de korte pengemarkedsrenter.

Nationalbankens rentesatser er herefter:

Udlånsrenten: 0,80 pct.

Renten på indskudsbeviser: 0,40 pct.

Foliorenten: 0,30 pct.

Diskontoen: 0,75 pct.

## 8. DECEMBER 2011: NYE INSTRUMENTER

---

Med henblik på midlertidigt at øge penge- og realkreditinstitutternes adgang til længere finansiering indfører Nationalbanken mulighed for at optage lån med 3 års løbetid. Udlånene foretages mod sikkerhed i Nationalbankens sikkerhedsgrundlag. Renten på den 3-årige udlånsfacilitet vil være variabel og følge Nationalbankens 7-dages pengepolitiske udlånsrente. De nye udlån tilbydes ved siden af Nationalbankens udlån med løbetider på 7 dage og 6 måneder. Nationalbanken vil indbyde penge- og realkreditinstitutterne til en drøftelse af ordningens tilrettelæggelse.

Som omtalt ved Finansrådets årsmøde 5. december 2011 supplerer Nationalbanken tillige sine instrumenter med likviditetsjusterende ind- og udlånsoperationer i kroner for at understøtte fastkurspolitikken. Operationerne kan anvendes til at justere likviditetssituationen i pengemarkedet på tidspunkter og i det omfang, der er behov for. Renten og løbetiden på operationerne vil afspejle markedsforholdene.

---

## Tabelfafsnit

---

Renter og aktiekursindeks .....	1
Udvalgte poster fra Nationalbankens balance .....	2
Forskellige faktorerers påvirkning af penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken .....	3
Udvalgte poster fra MFI-sektorens konsoliderede balance .....	4
Pengemængden .....	5
Udvalgte poster fra pengeinstitutternes balance .....	6
Udvalgte poster fra realkreditinstitutternes balance .....	7
Penge- og realkreditinstitutternes udlån til indlændinge .....	8
Realkreditinstitutternes udlån fordelt på lånetype .....	9
Pengeinstitutternes effektive rentesatser .....	10
Nationalbankens udlånsundersøgelse .....	11
Udvalgte poster fra investeringsforeningernes balance .....	12
Indenlandske værdipapirer fordelt på ejers hjemland .....	13
Husholdningernes finansielle aktiver og passiver .....	14
Virksomhedernes finansielle aktiver og passiver .....	15
Betalingsbalancens løbende poster (nettoindtægter) .....	16
Betalingsbalancens hovedposter (netto fra udlandet) .....	17
Betalingsbalancens porteføljeinvesteringer (netto fra udlandet) .....	18
Danmarks aktiver og passiver over for udlandet .....	19
Nationalregnskabets forsyningsbalance .....	20
EU-harmoniseret forbrugerprisindeks (HICP) og underliggende inflation (IMI) .....	21
Udvalgte månedlige økonomiske indikatorer .....	22
Udvalgte kvartalsvise økonomiske indikatorer .....	23
Valutakurser .....	24
Effektiv kronekurs .....	25
Nationalbankens statistiske publikationer	

## Kilde- og signaturforklaring

... Tal foreligger ikke eller er uden større interesse.

Visse af de seneste tal kan være foreløbige. Der kan som følge af afrundinger være mindre forskelle mellem summen af de enkelte tal og de anførte totalbeløb.

Redaktionen af tabelafsnittet er afsluttet den 9. december 2011.

Danmarks Nationalbank er kilde til tabellerne 1-15, 17-19 og 24-25, dog er Nasdaq OMX Copenhagen kilde til serierne over obligationsrenter og aktiekursindeks i tabel 1. Danmarks Statistik er kilde til tabellerne 16 og 20-23. Beregningerne i tabel 21 og 25 er foretaget af Danmarks Nationalbank på basis af data fra Danmarks Statistik og OECD.

## RENTER OG AKTIEKURSIDEK

Tabel 1

Gældende ultimo året/fra	Nationalbankens rentesatser				ECB's rentesats	Ultimo	Penge- mar- kedsren- te, 3 mæ- neders usikret	Effektive obligationsrenter		Aktie- kurs indeks OMXC20 (tidl.KFX )
	Udlån	Ind- skuds- beviser	Folio	Diskon- to	Primæ- re mar- keds- opera- tioner, fast rente <sup>1</sup>			10-årig stat	30-årig realkre- dit	
	Procent p.a.							Procent p.a.		
2006 .....	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50	2006 .....	3,81	3,95	5,24	441,48
2007 .....	4,25	4,25	4,00	4,00	4,00	2007 .....	4,65	4,48	5,61	464,14
2008 .....	3,75	3,75	3,50	3,50	2,50	2008 .....	4,20	3,31	6,21	247,72
2009 .....	1,20	0,95	0,85	1,00	1,00	2009 .....	0,85	3,62	5,19	336,69
2010 .....	1,05	0,70	0,60	0,75	1,00	2010 .....	0,87	2,98	4,53	457,58
2010 20 maj	1,05	0,60	0,50	0,75	1,00	nov 10 ..	0,80	2,82	4,47	424,77
27 maj	1,05	0,50	0,40	0,75	1,00	dec 10 ..	0,87	2,98	4,53	457,58
15 okt	1,05	0,60	0,50	0,75	1,00	jan 11 ..	0,84	3,15	4,65	462,11
29 okt	1,05	0,70	0,60	0,75	1,00	feb 11 ..	0,82	3,17	4,71	473,64
2011 8 apr	1,30	0,95	0,85	1,00	1,25	mar 11 ..	0,92	3,39	5,23	467,15
8 jul	1,55	1,20	1,10	1,25	1,50	apr 11 ..	1,02	3,27	5,19	462,81
26 aug	1,55	1,10	1,00	1,25	1,50	maj 11 ..	1,04	3,03	5,11	456,25
16 sep	1,55	1,00	0,90	1,25	1,50	jun 11 ..	1,15	2,98	5,16	431,06
4 nov	1,20	0,65	0,55	1,00	1,25	jul 11 ..	1,22	2,80	5,04	420,54
9 dec	0,80	0,40	0,30	0,75	1,00	aug 11 ..	1,36	2,35	4,88	359,41
						sep 11 ..	0,97	2,06	4,15	350,34
						okt 11 ..	1,15	2,33	4,26	362,77
9 dec	0,80	0,40	0,30	0,75	1,00	nov 11 ..	1,10	2,04	4,21	385,19

<sup>1</sup> Til og med 7. oktober 2008 minimumsbudrente.

## UDVALGTE POSTER FRA NATIONALBANKENS BALANCE

Tabel 2

	Valuta- reserven	Seddel- og mønt- omløb	Statens inde- stående i National- banken	Penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken			
				Pengepolitiske indlån		Pengepo- litiske lån	Netto- stilling i alt
				Indskuds- beviser	Nettoin- destæen- de på foliokonti		
Ultimo	Mia. kr.						
2006 .....	171,7	59,8	73,8	163,2	8,8	153,7	18,2
2007 .....	168,8	61,6	89,9	200,5	9,4	216,8	-6,9
2008 .....	211,7	61,3	262,8	118,5	9,7	240,9	-112,7
2009 .....	394,5	60,8	212,4	166,2	22,1	104,2	84,1
2010 .....	428,7	62,5	179,4	132,5	14,5	9,3	137,8
nov 10 .....	419,2	61,1	192,2	111,3	15,3	1,2	125,4
dec 10 .....	418,6	62,5	177,3	132,5	14,5	9,3	137,8
jan 11 .....	430,1	60,3	184,0	120,5	14,8	2,4	133,0
feb 11 .....	446,4	60,7	235,2	66,8	23,9	0,4	90,4
mar 11 .....	453,9	59,9	242,2	95,0	12,2	7,9	99,4
apr 11 .....	454,1	61,9	244,9	85,5	12,0	0,9	96,6
maj 11 .....	453,4	62,0	245,4	79,4	17,2	0,3	96,4
jun 11 .....	456,8	62,4	252,2	93,7	13,4	13,9	93,3
jul 11 .....	456,9	61,8	229,5	101,8	15,3	0,6	116,5
aug 11 .....	475,7	60,5	265,9	82,9	17,2	0,8	99,3
sep 11 .....	490,3	60,5	287,0	80,8	12,1	3,9	89,0
okt 11 .....	489,9	60,5	294,5	66,1	17,0	3,6	79,4
nov 11 .....	467,7	61,0	256,4	89,3	14,3	0,2	103,4



**FORSKELLIGE FAKTORERS PÅVIRKNING AF PENGE- OG REALKREDIT-  
INSTITUTTERNES NETTOSTILLING OVER FOR NATIONALBANKEN**

Tabel 3

	Statsfinanserne			Nationalbankens nettovalutakøb			Nationalbankens nettoobligationskøb	Andre faktorer	Penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken	
	Indenlandsk bruttofinansieringsbehov	Salg af indenlandske statspapirer mv.	Likviditetspåvirkning	Interventionskøb af valuta, netto	Andet	I alt			Ændring	Ultimo
2006 .....	-14,5	16,2	-30,6	-34,3	4,3	-30,0	-4,9	-1,2	-66,7	18,2
2007 .....	-26,1	2,9	-29,1	-1,7	7,2	5,5	-0,4	-1,4	-25,3	-6,9
2008 .....	-11,9	99,6	-111,5	-19,9	0,1	-19,8	0,6	24,9	-105,8	-112,7
2009 .....	178,6	123,8	54,8	153,6	17,1	170,7	6,5	-35,3	196,8	84,1
2010 .....	169,6	160,7	8,8	45,7	4,3	50,0	-0,4	-4,7	53,7	137,8
nov 10 .....	24,2	10,3	13,9	-2,2	0,0	-2,2	0,0	-2,2	9,5	125,4
dec 10 .....	20,9	6,3	14,6	0,2	-0,4	-0,2	-0,5	-1,5	12,4	137,8
jan 11 .....	8,5	14,9	-6,4	0,0	1,2	1,2	-1,4	1,8	-4,8	133,0
feb 11 .....	-27,5	9,5	-37,0	0,0	2,2	2,2	0,6	-8,5	-42,6	90,4
mar 11 .....	1,5	-0,2	1,7	-0,4	-0,7	-1,1	1,0	7,4	9,0	99,4
apr 11 .....	12,0	15,1	-3,1	0,0	0,7	0,7	0,2	-0,5	-2,7	96,6
maj 11 .....	9,1	9,5	-0,3	0,0	-0,7	-0,7	0,5	0,3	-0,3	96,4
jun 11 .....	10,1	14,2	-4,0	0,0	0,6	0,6	0,9	-0,5	-3,0	93,3
jul 11 .....	38,2	15,8	22,4	0,0	0,5	0,5	-0,1	0,3	23,2	116,5
aug 11 .....	-14,8	14,4	-29,2	11,2	0,5	11,7	-1,3	1,7	-17,2	99,3
sep 11 .....	0,5	21,4	-20,8	14,0	0,5	14,5	0,8	-4,8	-10,3	89,0
okt 11 .....	19,2	26,5	-7,4	0,0	-0,4	-0,4	0,1	-1,8	-9,6	79,4
nov 11 .....	13,0	6,9	6,1	10,7	-0,8	9,9	-0,3	8,3	24,0	103,4

## UDVALGTE POSTER FRA MFI-SEKTORENS KONSOLIDEREDE BALANCE

Tabel 4

	Balance- sum	Aktiver				Passiver		Uden- landske netto- aktiver <sup>1</sup>
		Indenlandske udlån		Indenlandske værdipapirer		Inden- landske indlån	Udstedte obligati- oner mv.	
		Offentlig sektor	Privat sektor	Obligati- oner mv.	Aktier mv.			
Ultimo	Mia. kr.							
2006 .....	4.656,2	116,8	2.956,0	51,8	60,3	1.079,6	1.433,4	-223,0
2007 .....	5.446,3	117,5	3.356,1	43,3	63,5	1.224,8	1.505,2	-304,5
2008 .....	6.286,4	129,1	3.724,3	40,6	56,7	1.487,5	1.508,4	-407,9
2009 .....	5.968,5	135,9	3.647,9	78,2	65,5	1.442,8	1.650,9	-417,6
2010 .....	6.159,1	146,6	3.696,6	41,8	87,9	1.410,1	1.660,4	-397,7
okt 10 .....	6.351,9	141,5	3.701,9	54,7	85,8	1.446,4	1.754,5	-309,4
nov 10 .....	6.331,3	142,4	3.699,5	29,3	86,2	1.415,4	1.676,6	-385,2
dec 10 .....	6.159,1	146,6	3.696,6	41,8	87,9	1.410,1	1.660,4	-397,7
jan 11 .....	6.096,8	144,2	3.664,0	42,8	90,0	1.400,0	1.696,5	-335,1
feb 11 .....	6.112,6	142,9	3.648,1	45,9	95,1	1.451,9	1.674,9	-300,5
mar 11 .....	6.087,3	146,0	3.671,9	46,2	93,6	1.448,4	1.678,0	-303,1
apr 11 .....	6.062,1	145,5	3.660,0	49,5	92,1	1.463,0	1.683,1	-264,7
maj 11 .....	6.063,8	143,6	3.638,1	58,6	88,2	1.465,2	1.712,0	-250,5
jun 11 .....	5.985,7	147,4	3.649,3	60,0	87,4	1.458,7	1.714,3	-254,7
jul 11 .....	6.062,7	148,5	3.631,9	57,8	87,1	1.462,8	1.729,9	-260,0
aug 11 .....	6.190,1	142,6	3.630,0	67,2	83,6	1.486,9	1.735,5	-247,3
sep 11 .....	6.360,4	143,3	3.657,2	69,2	79,9	1.511,6	1.736,0	-261,3
okt 11 .....	6.255,6	144,6	3.647,3	72,8	81,4	1.509,5	1.726,8	-246,0
				Ændring i forhold til året før, pct.				
2006 .....	...	8,3	14,4	-31,8	12,8	10,9	8,7	...
2007 .....	...	0,6	13,5	-16,4	5,2	13,5	5,0	...
2008 .....	...	9,8	11,0	-6,2	-10,7	21,4	0,2	...
2009 .....	...	5,3	-2,1	92,4	15,5	-3,0	9,4	...
2010 .....	...	7,9	1,3	-46,6	34,3	-2,3	0,6	...
okt 10 .....	...	7,5	1,6	-26,2	36,1	0,9	7,6	...
nov 10 .....	...	9,1	1,4	-60,8	36,3	0,3	2,0	...
dec 10 .....	...	7,9	1,3	-46,6	34,3	-2,3	0,6	...
jan 11 .....	...	7,8	0,1	-46,5	32,4	-3,1	0,7	...
feb 11 .....	...	8,0	-0,1	-36,5	38,6	1,4	-0,9	...
mar 11 .....	...	7,9	0,4	-40,1	35,3	1,3	-0,1	...
apr 11 .....	...	6,7	0,3	-34,0	32,6	2,4	0,6	...
maj 11 .....	...	5,0	-1,1	-11,6	12,0	2,2	0,2	...
jun 11 .....	...	4,7	-1,8	11,0	9,9	1,5	0,3	...
jul 11 .....	...	3,4	-1,6	24,4	7,7	1,2	1,0	...
aug 11 .....	...	2,7	-2,3	4,3	2,9	0,8	-1,1	...
sep 11 .....	...	0,1	-1,5	6,7	-3,5	5,6	-0,5	...
okt 11 .....	...	2,2	-1,5	33,1	-5,2	4,4	-1,6	...

Anm.: MFI-sektoren omfatter danske monetære finansielle institutioner, dvs. penge- og realkreditinstitutter, andre kreditinstitutter, pengemarkedsforeninger samt Danmarks Nationalbank.

<sup>1</sup> MFI-sektorens udenlandske nettoaktiver er opgjort som differencen mellem alle aktiver og passiver, hvor MFI-sektorens modpart er udlænding.

## PENGEMÆNGDEN

Tabel 5

	Seddel- og mønt- omløb <sup>1</sup>	Indlån på anfor- dring	M1	Tidsind- skud med opr. løbetid =<2 år	Indlån med opsigel- sesvarsel =< 3 mdr.	M2	Genkøbs- forret- ninger	Udstedte obligati- oner mv. med opr. løbetid =< 2 år	M3
Ultimo	Mia. kr.								
2006 .....	50,7	648,6	699,3	145,6	17,9	862,8	8,0	21,3	892,1
2007 .....	51,9	703,2	755,1	204,8	18,0	977,9	6,2	61,5	1.045,7
2008 .....	50,4	702,8	753,2	286,4	18,4	1.058,0	4,0	57,0	1.119,1
2009 .....	48,5	744,6	793,1	203,0	19,6	1.015,7	10,9	143,0	1.169,7
2010 .....	52,6	747,8	800,4	143,9	18,0	962,3	58,2	241,0	1.261,8
okt 10 .....	51,8	772,1	823,9	160,6	17,9	1.002,4	33,8	231,8	1.268,1
nov 10 .....	52,1	764,2	816,2	149,2	18,2	983,7	38,4	230,3	1.252,5
dec 10 .....	52,6	747,8	800,4	143,9	18,0	962,3	58,2	241,0	1.261,8
jan 11 .....	50,7	743,8	794,5	140,2	18,0	952,7	49,9	126,9	1.129,8
feb 11 .....	51,8	743,5	795,2	141,6	17,9	954,8	49,7	125,9	1.130,5
mar 11 .....	50,8	729,3	780,1	143,5	16,9	940,5	52,8	154,4	1.148,0
apr 11 .....	52,7	753,4	806,1	138,1	17,1	961,3	43,7	102,6	1.107,9
maj 11 .....	52,3	756,0	808,3	141,7	17,2	967,2	41,4	112,7	1.121,5
jun 11 .....	52,4	735,0	787,4	141,5	16,9	945,8	50,7	119,1	1.115,8
jul 11 .....	52,0	749,7	801,7	146,7	16,9	965,3	57,1	135,3	1.158,0
aug 11 .....	51,4	735,2	786,6	140,4	17,0	943,9	66,8	131,4	1.142,3
sep 11 .....	51,4	730,8	782,3	140,4	17,9	940,6	73,0	168,1	1.181,9
okt 11 .....	51,8	732,7	784,5	139,7	17,2	941,4	59,6	141,5	1.142,7
	Ændring i forhold til året før, pct.								
2006 .....	...	...	8,7	...	...	10,9	...	...	11,5
2007 .....	...	...	8,0	...	...	13,3	...	...	17,2
2008 .....	...	...	-0,3	...	...	8,2	...	...	7,0
2009 .....	...	...	5,3	...	...	-4,0	...	...	4,5
2010 .....	...	...	0,9	...	...	-5,3	...	...	7,9
okt 10 .....	...	...	2,3	...	...	-4,4	...	...	4,2
nov 10 .....	...	...	1,1	...	...	-5,0	...	...	4,5
dec 10 .....	...	...	0,9	...	...	-5,3	...	...	7,9
jan 11 .....	...	...	-2,3	...	...	-7,9	...	...	-6,9
feb 11 .....	...	...	-2,6	...	...	-6,6	...	...	-5,1
mar 11 .....	...	...	-3,8	...	...	-6,0	...	...	-5,0
apr 11 .....	...	...	-2,8	...	...	-5,3	...	...	-8,4
maj 11 .....	...	...	-3,7	...	...	-5,8	...	...	-9,0
jun 11 .....	...	...	-4,7	...	...	-5,1	...	...	-8,7
jul 11 .....	...	...	-4,9	...	...	-5,4	...	...	-10,9
aug 11 .....	...	...	-6,2	...	...	-6,9	...	...	-12,7
sep 11 .....	...	...	-4,2	...	...	-2,7	...	...	-5,2
okt 11 .....	...	...	-4,8	...	...	-6,1	...	...	-9,9

<sup>1</sup> Seddel og møntomløb eksklusive pengeinstitutternes beholdning.

## UDVALGTE POSTER FRA PENGEINSTITUTTERNES BALANCE

Tabel 6

	Balance- sum	Aktiver					Passiver	
		Udlån til MFler	Indenlandske udlån			Behold- ning af værdi- papirer	Lån fra MFler	Indlån
			I alt	Heraf:				
				Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber			
Ultimo		Mia. kr.						
2006 .....	3.216,1	715,0	1.124,3	475,0	458,0	889,6	1.127,8	1.153,9
2007 .....	3.940,0	924,3	1.333,6	557,4	551,8	1.065,8	1.433,5	1.353,9
2008 .....	4.568,5	974,6	1.546,3	586,8	603,3	1.092,1	1.444,2	1.424,2
2009 .....	4.147,6	876,1	1.359,1	575,7	529,7	1.203,5	1.168,8	1.427,4
2010 .....	4.197,4	902,7	1.334,6	570,2	494,7	1.157,1	1.118,3	1.489,7
okt 10 .....	4.347,9	921,8	1.349,0	563,9	496,3	1.154,1	1.174,2	1.513,3
nov 10 .....	4.398,6	977,6	1.339,0	560,7	498,6	1.179,5	1.235,7	1.509,7
dec 10 .....	4.197,4	902,7	1.334,6	570,2	494,7	1.157,1	1.118,3	1.489,7
jan 11 .....	4.079,9	833,4	1.300,3	560,8	488,9	1.160,6	1.050,1	1.476,2
feb 11 .....	4.023,8	831,9	1.280,1	558,7	485,2	1.134,6	1.002,5	1.465,0
mar 11 .....	3.976,6	796,4	1.300,1	565,1	482,6	1.133,1	996,4	1.442,9
apr 11 .....	3.930,7	728,2	1.286,8	559,9	478,5	1.127,2	903,1	1.443,6
maj 11 .....	3.909,1	740,1	1.258,5	556,0	462,0	1.112,7	831,5	1.496,1
jun 11 .....	3.870,4	731,0	1.273,4	564,4	463,4	1.131,6	949,6	1.461,1
jul 11 .....	3.923,9	723,1	1.253,8	560,4	449,4	1.146,8	937,7	1.493,2
aug 11 .....	4.011,0	733,3	1.238,1	559,8	446,4	1.139,0	953,4	1.476,8
sep 11 .....	4.159,8	758,7	1.264,2	566,9	453,0	1.120,1	989,2	1.486,5
okt 11 .....	4.045,9	734,2	1.252,7	561,9	446,2	1.122,1	978,8	1.453,2
Ændring i forhold til året før, pct.								
2006 .....	...	9,7	22,2	19,8	23,8	3,2	15,8	8,1
2007 .....	...	29,3	18,6	17,4	20,5	19,8	27,1	17,3
2008 .....	...	5,4	15,9	5,3	9,3	2,5	0,7	5,2
2009 .....	...	-10,1	-12,1	-1,9	-12,2	10,2	-19,1	0,2
2010 .....	...	3,0	-1,8	-1,0	-6,6	-3,9	-4,3	4,4
okt 10 .....	...	17,5	-0,6	0,2	-4,1	-6,7	11,5	3,5
nov 10 .....	...	13,4	-1,2	0,0	-5,8	-2,1	9,0	4,2
dec 10 .....	...	3,0	-1,8	-1,0	-6,6	-3,9	-4,3	4,4
jan 11 .....	...	-12,3	-4,5	-0,8	-6,6	-3,3	-15,4	2,3
feb 11 .....	...	-14,2	-4,8	-0,4	-9,3	-3,9	-19,5	2,5
mar 11 .....	...	-16,1	-3,5	-0,2	-9,4	-8,7	-20,4	0,9
apr 11 .....	...	-20,5	-3,5	0,0	-9,4	-5,3	-20,8	-0,4
maj 11 .....	...	-22,8	-7,0	-0,5	-12,3	-8,5	-29,1	2,2
jun 11 .....	...	-20,4	-8,3	-0,9	-12,9	-11,3	-20,8	2,4
jul 11 .....	...	-22,7	-7,9	-0,5	-12,0	-7,8	-18,4	0,0
aug 11 .....	...	-24,0	-9,7	-0,6	-13,9	-6,8	-17,9	-4,4
sep 11 .....	...	-16,6	-7,3	-0,7	-10,3	-8,5	-23,7	1,5
okt 11 .....	...	-20,3	-7,1	-0,3	-10,1	-2,8	-16,6	-4,0

Anm.: Eksklusive danske pengeinstitutters enheder i udlandet.

## UDVALGTE POSTER FRA REALKREDITINSTITUTTERNES BALANCE

Tabel 7

	Balance- sum	Aktiver					Passiver	
		Udlån til MFLer	Indenlandske udlån			Behold- ning af værdi- papirer	Lån fra MFLer	Udstedte obliga- tioner mv.
			I alt	Heraf:				
				Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber			
Ultimo		Mia. kr.						
2006 .....	2.699,9	245,1	1.834,8	1.420,2	358,2	574,1	226,5	2.297,9
2007 .....	3.088,2	362,8	2.015,5	1.549,2	404,0	649,2	344,2	2.495,2
2008 .....	3.322,7	428,5	2.164,6	1.629,6	466,7	633,5	474,4	2.582,3
2009 .....	3.827,1	512,2	2.278,8	1.712,2	501,0	927,6	539,3	3.048,3
2010 .....	4.009,6	572,6	2.347,1	1.749,2	532,0	976,9	632,1	3.139,3
okt 10 .....	3.285,6	498,7	2.336,6	1.744,0	525,6	347,7	536,6	2.564,8
nov 10 .....	3.405,8	524,7	2.344,3	1.749,1	528,8	424,5	568,7	2.633,8
dec 10 .....	4.009,6	572,6	2.347,1	1.749,2	532,0	976,9	632,1	3.139,3
jan 11 .....	3.207,3	454,3	2.346,3	1.747,2	533,2	307,5	529,4	2.480,7
feb 11 .....	3.226,3	455,3	2.349,7	1.749,0	534,8	312,5	525,5	2.487,0
mar 11 .....	3.432,6	509,9	2.354,7	1.748,4	539,1	465,1	562,9	2.635,3
apr 11 .....	3.202,2	451,5	2.356,3	1.751,7	539,0	297,5	506,8	2.482,4
maj 11 .....	3.227,5	453,5	2.363,0	1.754,5	542,7	305,7	515,0	2.503,8
jun 11 .....	3.266,8	508,2	2.365,1	1.754,5	544,3	295,6	528,5	2.509,4
jul 11 .....	3.256,6	481,8	2.368,2	1.756,3	545,4	300,7	530,9	2.516,0
aug 11 .....	3.310,8	493,3	2.375,9	1.762,0	548,0	325,5	546,5	2.560,9
sep 11 .....	3.494,0	574,1	2.375,7	1.760,1	549,0	433,9	597,5	2.693,1
okt 11 .....	3.339,0	510,7	2.379,3	1.763,7	551,8	336,8	553,7	2.588,5
Ændring i forhold til året før, pct.								
2006 .....	...	141,7	10,2	10,8	7,2	-11,0	49,3	2,7
2007 .....	...	48,0	9,9	9,1	12,8	13,1	52,0	8,6
2008 .....	...	18,1	7,4	5,2	15,5	-2,4	37,8	3,5
2009 .....	...	19,5	5,3	5,1	7,4	46,4	13,7	18,0
2010 .....	...	11,8	3,0	2,2	6,2	5,3	17,2	3,0
okt 10 .....	...	21,4	2,9	2,7	4,4	1,1	17,3	4,7
nov 10 .....	...	24,9	2,9	2,6	4,9	-0,5	24,7	3,0
dec 10 .....	...	11,8	3,0	2,2	6,2	5,3	17,2	3,0
jan 11 .....	...	5,9	2,8	1,9	5,7	10,5	9,3	2,6
feb 11 .....	...	3,9	2,7	1,9	5,3	7,5	6,0	1,7
mar 11 .....	...	1,9	2,8	1,9	6,3	23,5	4,4	3,8
apr 11 .....	...	6,3	2,6	2,0	4,8	-0,1	2,9	1,2
maj 11 .....	...	-1,4	2,6	1,9	4,9	1,9	0,4	0,5
jun 11 .....	...	-2,9	2,3	1,6	5,0	-9,2	-3,0	-1,2
jul 11 .....	...	0,8	2,2	1,4	5,0	-7,7	0,1	0,0
aug 11 .....	...	-1,9	2,1	1,3	5,4	-4,8	-0,6	-0,1
sep 11 .....	...	-1,6	1,8	1,1	4,6	5,8	2,9	1,6
okt 11 .....	...	2,4	1,8	1,1	5,0	-3,1	3,2	0,9

## PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN TIL INDLÆNDINGE

Tabel 8

	Samlet udlån			Pengeinstitutternes udlån			Realkreditinstitutternes udlån		
	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv mv.	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv mv.	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv mv.
Ultimo	Mia. kr.								
2006 .....	3.000,8	1.895,2	1.002,6	1.166,0	475,0	636,9	1.834,8	1.420,2	365,7
2007 .....	3.387,8	2.106,7	1.173,0	1.372,3	557,4	760,5	2.015,5	1.549,2	412,4
2008 .....	3.787,5	2.216,4	1.456,4	1.622,9	586,8	978,3	2.164,6	1.629,6	478,1
2009 .....	3.682,4	2.287,9	1.283,8	1.403,6	575,7	770,0	2.278,8	1.712,2	513,8
2010 .....	3.704,3	2.319,4	1.281,8	1.357,2	570,2	738,6	2.347,1	1.749,2	543,1
okt 10 .....	3.708,2	2.307,9	1.295,7	1.371,6	563,9	759,1	2.336,6	1.744,0	536,6
nov 10 .....	3.705,9	2.309,8	1.293,6	1.361,6	560,7	753,7	2.344,3	1.749,1	539,9
dec 10 .....	3.704,3	2.319,4	1.281,8	1.357,2	570,2	738,6	2.347,1	1.749,2	543,1
jan 11 .....	3.666,2	2.308,0	1.259,1	1.319,9	560,8	714,8	2.346,3	1.747,2	544,3
feb 11 .....	3.649,4	2.307,7	1.245,9	1.299,7	558,7	699,9	2.349,7	1.749,0	546,0
mar 11 .....	3.674,4	2.313,5	1.263,0	1.319,7	565,1	712,4	2.354,7	1.748,4	550,5
apr 11 .....	3.660,7	2.311,6	1.254,7	1.304,4	559,9	704,3	2.356,3	1.751,7	550,3
maj 11 .....	3.639,2	2.310,6	1.234,8	1.276,1	556,0	680,6	2.363,0	1.754,5	554,3
jun 11 .....	3.656,1	2.318,9	1.237,2	1.291,0	564,4	681,2	2.365,1	1.754,5	556,0
jul 11 .....	3.640,8	2.316,7	1.224,1	1.272,7	560,4	666,9	2.368,2	1.756,3	557,2
aug 11 .....	3.632,9	2.321,8	1.220,0	1.257,0	559,8	660,0	2.375,9	1.762,0	560,0
sep 11 .....	3.658,7	2.327,0	1.239,8	1.283,0	566,9	678,8	2.375,7	1.760,1	560,9
okt 11 .....	3.650,8	2.325,6	1.234,5	1.271,5	561,9	670,7	2.379,3	1.763,7	563,8
Ændring i forhold til året før, pct.									
2006 .....	14,8	12,9	17,7	22,7	19,8	24,8	10,2	10,8	7,0
2007 .....	12,9	11,2	17,0	17,7	17,4	19,4	9,9	9,1	12,8
2008 .....	11,8	5,2	24,2	18,3	5,3	28,6	7,4	5,2	15,9
2009 .....	-2,8	3,2	-11,9	-13,5	-1,9	-21,3	5,3	5,1	7,5
2010 .....	0,6	1,4	-0,2	-3,3	-1,0	-4,1	3,0	2,2	5,7
okt 10 .....	1,0	2,1	-0,6	-2,2	0,2	-3,3	2,9	2,7	3,5
nov 10 .....	0,7	2,0	-0,9	-2,8	0,0	-4,1	2,9	2,6	3,8
dec 10 .....	0,6	1,4	-0,2	-3,3	-1,0	-4,1	3,0	2,2	5,7
jan 11 .....	-0,5	1,3	-2,9	-5,8	-0,8	-8,4	2,8	1,9	5,3
feb 11 .....	-0,7	1,3	-3,6	-6,1	-0,4	-9,4	2,7	1,9	5,0
mar 11 .....	-0,1	1,3	-2,1	-4,9	-0,2	-7,4	2,8	1,9	5,9
apr 11 .....	0,0	1,5	-1,8	-4,3	0,0	-6,3	2,6	2,0	4,6
maj 11 .....	-1,3	1,3	-5,0	-7,7	-0,5	-11,7	2,6	1,9	4,8
jun 11 .....	-2,0	1,0	-6,6	-8,9	-0,9	-14,3	2,3	1,6	5,0
jul 11 .....	-1,6	0,9	-5,3	-7,8	-0,5	-12,5	2,2	1,4	4,9
aug 11 .....	-2,2	0,8	-6,7	-9,6	-0,6	-15,0	2,1	1,3	5,4
sep 11 .....	-1,5	0,7	-4,3	-7,2	-0,7	-10,6	1,8	1,1	4,7
okt 11 .....	-1,5	0,8	-4,7	-7,3	-0,3	-11,6	1,8	1,1	5,1

Anm.: Inklusive udlån i danske pengeinstitutters enheder i udlandet. "Erhverv mv." inkluderer ikke-finansielle selskaber, pensions- og forsikringselskaber, andre finansielle formidlere og finansielle hjælpeenheder (men ikke penge- og realkreditinstitutter), samt ukendt sektor.

## REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN FORDELT PÅ LÅNETYPE

Tabel 9

	Indekslån	Fastfor- rentede lån	Rentetilpasningslån		I alt	Heraf:		
			I alt	Heraf =<1 år		I alt	Lån i	Afdragsfri
							valuta	lån <sup>1</sup>
Ultimo	Mia. kr.							
2006 .....	83,5	797,5	951,7	720,5	1.832,7	85,7	432,2	
2007 .....	77,9	889,2	1.045,6	796,6	2.012,7	123,8	547,3	
2008 .....	72,4	903,9	1.189,1	900,3	2.165,4	155,3	626,4	
2009 .....	68,3	740,2	1.472,7	1.106,6	2.281,2	211,4	695,1	
2010 .....	63,9	644,1	1.641,0	1.190,5	2.349,0	232,3	740,6	
okt 10 .....	66,5	652,1	1.619,8	1.177,3	2.338,4	231,3	731,8	
nov 10 .....	66,1	654,1	1.626,3	1.180,5	2.346,4	232,1	736,7	
dec 10 .....	63,9	644,1	1.641,0	1.190,5	2.349,0	232,3	740,6	
jan 11 .....	64,0	640,1	1.643,6	1.183,3	2.347,7	231,2	741,6	
feb 11 .....	64,1	643,9	1.647,8	1.184,8	2.355,8	231,5	744,8	
mar 11 .....	64,3	635,8	1.657,6	1.188,3	2.357,7	231,6	749,1	
apr 11 .....	64,4	633,4	1.660,4	1.197,0	2.358,1	230,8	751,2	
maj 11 .....	64,1	634,9	1.666,1	1.200,2	2.365,1	230,7	754,0	
jun 11 .....	62,2	634,0	1.670,4	1.202,8	2.366,7	231,3	757,1	
jul 11 .....	62,2	632,3	1.675,5	1.205,1	2.370,0	230,4	759,3	
aug 11 .....	62,2	636,1	1.679,5	1.206,3	2.377,8	230,4	762,9	
sep 11 .....	62,2	631,1	1.684,1	1.215,4	2.377,4	230,0	765,8	
okt 11 .....	62,3	627,1	1.691,7	1.207,6	2.381,1	227,8	769,5	

Anm.: Tabellen inkluderer alene indenlandske realkreditudlån, hvorimod tabel 7 og 8 omfatter samtlige indenlandske udlån fra realkreditinstitutter.

<sup>1</sup> Realkreditinstitutternes afdragsfri lån til ejerboliger og fritidshuse mv.

## PENGEINSTITUTTERNES EFFEKTIVE RENTESATSER

Tabel 10

	Udlån				Indlån			
	Samlet	Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber	Finansiel- le selska- ber	Samlet	Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber	Finansiel- le selska- ber
	Procent p.a.							
1. kv. 06 .....	4,8	6,2	4,5	2,8	1,9	1,5	2,0	2,4
2. kv. 06 .....	5,0	6,4	4,7	3,1	2,1	1,8	2,3	2,6
3. kv. 06 .....	5,2	6,6	5,0	3,3	2,4	2,1	2,5	2,8
4. kv. 06 .....	5,4	6,8	5,2	3,5	2,7	2,4	2,9	3,2
1. kv. 07 .....	5,7	7,1	5,5	3,6	3,1	2,8	3,2	3,4
2. kv. 07 .....	5,9	7,2	5,7	4,0	3,4	3,1	3,4	3,8
3. kv. 07 .....	6,1	7,4	6,0	4,1	3,6	3,3	3,6	4,0
4. kv. 07 .....	6,2	7,4	6,1	4,3	3,7	3,4	3,7	4,1
1. kv. 08 .....	6,2	7,5	6,1	4,5	3,7	3,5	3,8	4,2
2. kv. 08 .....	6,5	7,7	6,3	4,6	3,8	3,6	3,9	4,2
3. kv. 08 .....	6,6	7,8	6,5	4,9	4,0	3,6	4,1	4,5
4. kv. 08 .....	7,0	8,4	7,1	5,2	4,4	3,9	4,5	5,0
1. kv. 09 .....	6,0	7,4	6,3	4,0	3,3	2,8	3,2	4,1
2. kv. 09 .....	5,1	6,4	5,4	2,7	2,2	2,0	2,0	2,6
3. kv. 09 .....	4,5	6,0	5,0	2,1	1,7	1,7	1,5	1,9
4. kv. 09 .....	4,1	5,6	4,6	1,7	1,4	1,5	1,1	1,5
1. kv. 10 .....	3,9	5,5	4,4	1,5	1,2	1,4	0,9	1,3
2. kv. 10 .....	3,6	5,3	4,2	1,3	1,0	1,2	0,7	1,0
3. kv. 10 .....	3,5	5,1	4,1	1,2	0,9	1,1	0,6	0,8
4. kv. 10 .....	3,6	5,1	4,2	1,2	0,9	1,1	0,6	0,9
1. kv. 11 .....	3,8	5,2	4,2	1,3	1,0	1,1	0,7	0,9
2. kv. 11 .....	4,0	5,3	4,3	1,6	1,1	1,2	0,8	1,1
3. kv. 11 .....	4,2	5,6	4,6	1,7	1,2	1,3	0,9	1,3
okt 10 .....	3,5	5,2	4,2	1,1	0,9	1,1	0,6	0,8
nov 10 .....	3,7	5,2	4,3	1,2	0,9	1,1	0,6	0,9
dec 10 .....	3,5	5,1	4,1	1,1	0,9	1,0	0,7	0,9
jan 11 .....	3,8	5,2	4,2	1,3	0,9	1,1	0,6	0,9
feb 11 .....	3,8	5,2	4,3	1,4	1,0	1,1	0,7	1,0
mar 11 .....	3,9	5,1	4,2	1,4	1,0	1,1	0,7	0,9
apr 11 .....	4,0	5,2	4,4	1,5	1,0	1,1	0,8	1,1
maj 11 .....	4,1	5,3	4,4	1,6	1,1	1,2	0,8	1,2
jun 11 .....	4,0	5,3	4,4	1,6	1,1	1,2	0,9	1,1
jul 11 .....	4,1	5,5	4,5	1,7	1,2	1,3	0,9	1,3
aug 11 .....	4,3	5,6	4,7	1,8	1,2	1,3	1,0	1,3
sep 11 .....	4,2	5,7	4,6	1,6	1,2	1,3	0,9	1,3
okt 11 .....	4,2	5,7	4,7	1,6	1,2	1,3	0,9	1,2



## NATIONALBANKENS UDLÅNSUNDERSØGELSE

Tabel 11

	Ændring i penge- og realkreditinstitutternes kreditpolitik			
	Erhvervsudlån		Udlån til private	
	Udvikling i det pågældende kvartal	Forventninger til udviklingen i det efterfølgende kvartal	Udvikling i det pågældende kvartal	Forventninger til udviklingen i det efterfølgende kvartal
	Nettotal			
1. kv. 09 .....	-59,8	-27,6	-23,1	-5,2
2. kv. 09 .....	-10,4	-6,7	-1,0	-5,0
3. kv. 09 .....	-3,7	-0,9	-0,1	-4,7
4. kv. 09 .....	2,4	-4,1	-4,5	0,0
1. kv. 10 .....	-7,3	-0,2	-4,5	-4,8
2. kv. 10 .....	0,6	0,9	0,0	4,7
3. kv. 10 .....	1,1	-0,1	-0,3	4,6
4. kv. 10 .....	8,4	10,1	0,0	0,1
1. kv. 11 .....	-2,7	3,0	4,4	-5,7
2. kv. 11 .....	-8,5	0,9	0,0	-4,4
3. kv. 11 .....	-20,7	-1,9	-23,3	0,3

Anm.: Et negativt (positivt) tal viser, at kreditpolitikken er strammet (lempet), så det er blevet sværere (lettere) at opnå lån. Nettotallet er institutternes vurdering af ændringerne fra kvartal til kvartal, og det angiver derfor ikke udviklingen i absolutte niveauer. For en mere detaljeret gennemgang se Carina Moselund Jensen og Tania Al-Zagheer Sass, Nationalbankens udlånsundersøgelse - Ny statistik over ændringer i penge- og realkreditinstitutternes kreditpolitik, Kvartalsoversigt 1. kvartal 2009.

## UDVALGTE POSTER FRA INVESTERINGSFORENINGERNES BALANCE

Tabel 12

	Balance- sum	Aktiver		Passiver			
		Værdipapir- beholdning		Medlemmernes formue fordelt på sektor			
		Obligati- oner mv.	Aktier mv.	Hushold- ninger	Forsik- rings- selskaber og pen- sions- kasser	Øvrige	Udland
Ultimo				Mia. kr.			
2006 .....	924,8	431,8	385,4	294,3	289,6	305,1	28,8
2007 .....	1.020,7	477,9	411,6	295,2	336,8	322,0	29,2
2008 .....	773,2	425,3	222,5	211,4	266,9	238,1	14,6
2009 .....	865,4	487,5	301,4	252,7	357,8	185,1	22,7
2010 .....	1.287,6	768,8	385,9	299,1	653,1	235,5	25,2
okt 10 .....	1.201,5	752,4	337,0	286,8	578,2	215,1	27,1
nov 10 .....	1.249,8	754,2	382,4	291,2	606,5	219,3	27,5
dec 10 .....	1.287,6	768,8	385,9	299,1	653,1	235,5	25,2
jan 11 .....	1.299,6	778,6	390,9	299,7	653,0	237,9	26,4
feb 11 .....	1.315,5	791,9	397,9	301,2	658,4	243,3	26,7
mar 11 .....	1.290,6	776,6	387,1	299,1	657,6	241,1	26,4
apr 11 .....	1.295,4	775,2	386,7	298,4	662,6	240,4	25,9
maj 11 .....	1.363,0	798,7	391,0	303,1	668,0	295,1	26,2
jun 11 .....	1.348,3	784,4	380,9	301,0	655,2	295,1	26,3
jul 11 .....	1.365,5	809,4	375,7	303,2	660,3	300,4	26,5
aug 11 .....	1.340,2	822,3	333,5	292,4	646,8	295,8	23,8
sep 11 .....	1.335,6	829,9	325,7	287,1	642,7	291,1	23,3
okt 11 .....	1.383,0	830,5	363,9	295,0	659,1	299,8	24,7

## INDENLANDSKE VÆRDIPAPIRER FORDELT PÅ EJERS HJEMLAND

Tabel 13

	Obligationer mv.						Aktier	
	I alt		Heraf:					
			Statspapirer		Realkreditobligationer			
	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet		
Ultimo	Kursværdi, mia. kr.							
2006 .....	2.541,3	464,7	380,1	172,6	2.034,9	285,9	989,4	361,8
2007 .....	2.701,2	475,8	301,9	176,2	2.247,1	287,7	996,1	445,4
2008 .....	2.981,3	405,0	363,1	158,5	2.419,4	227,4	529,9	244,4
2009 .....	3.414,8	431,8	394,1	159,8	2.802,7	252,0	641,0	347,5
2010 .....	3.551,4	538,8	473,9	173,1	2.846,1	341,3	784,5	545,5
okt 10 .....	2.946,8	538,5	483,7	195,9	2.232,8	316,6	718,9	518,5
nov 10 .....	3.182,1	488,3	470,9	179,1	2.485,0	284,8	725,5	522,0
dec 10 .....	3.551,4	538,8	473,9	173,1	2.846,1	341,3	784,5	545,5
jan 11 .....	2.795,8	573,5	461,9	190,5	2.110,1	359,9	789,1	543,6
feb 11 .....	2.821,3	552,7	463,4	194,6	2.138,2	336,6	793,3	560,3
mar 11 .....	2.966,7	542,4	451,6	194,1	2.297,9	328,5	772,8	553,6
apr 11 .....	2.806,2	562,4	463,1	199,6	2.129,2	340,5	781,5	554,2
maj 11 .....	2.830,2	566,1	477,4	197,8	2.140,7	348,8	766,2	538,8
jun 11 .....	2.816,5	599,7	475,0	202,0	2.132,9	380,3	716,8	513,0
jul 11 .....	2.837,5	589,7	493,0	209,9	2.141,4	362,4	699,5	503,5
aug 11 .....	2.882,9	620,7	500,7	232,6	2.180,4	370,6	611,7	431,2
sep 11 .....	3.047,5	630,1	516,9	251,4	2.330,6	359,8	593,6	425,0
okt 11 .....	2.931,4	636,9	514,2	264,1	2.219,2	355,0	586,9	439,6

Anm.: Omfatter noterede og unoterede værdipapirer registreret i Værdipapircentralen.

## HUSHOLDNINGERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER

Tabel 14

	Aktiver					Passiver		
	Kontanter og bankindskud mv.	Obligationer mv.	Aktier og andele i investeringsfor- eninger mv.	Opspa- ring i livsforsik- rings- og pensions- ordninger mv.	I alt	Lån mv.	Finansiel netto- formue	I alt
Ultimo	Mia. kr.							
2006 .....	839	181	1.563	1.681	4.263	2.095	2.168	4.263
2007 .....	902	188	1.453	1.722	4.264	2.273	1.991	4.264
2008 .....	905	173	794	1.786	3.659	2.409	1.251	3.660
2009 .....	936	165	1.032	1.924	4.057	2.537	1.520	4.057
2010 .....	967	148	1.251	2.131	4.498	2.676	1.821	4.497
2. kv. 10 .....	944	153	1.090	2.103	4.290	2.601	1.690	4.291
3. kv. 10 .....	942	156	1.133	2.175	4.406	2.623	1.783	4.406
4. kv. 10 .....	967	148	1.251	2.131	4.498	2.676	1.821	4.497
1. kv. 11 .....	937	148	1.217	2.126	4.428	2.649	1.779	4.428
2. kv. 11 .....	935	142	1.160	2.148	4.385	2.665	1.720	4.385

## VIRKSOMHEDERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER

Tabel 15

	Aktiver				Passiver				
	Kontanter, bankindskud og afgivne kreditter mv.	Obligationer mv.	Aktier og andele i investeringsfor- retninger mv.	I alt	Forpligtelser			Finansiell nettoformue	I alt
					Lån mv.	Udstedte obligationer mv.	Udstedte aktier mv.		
Ultimo	Mia. kr.								
2006 .....	837	148	3.083	4.068	1.584	139	4.429	-2.085	4.068
2007 .....	911	134	2.923	3.968	1.732	118	4.284	-2.166	3.968
2008 .....	1.050	106	1.788	2.944	1.932	108	2.518	-1.614	2.944
2009 .....	1.052	107	2.225	3.385	1.892	136	3.062	-1.705	3.385
2010 .....	1.156	124	2.655	3.934	1.936	143	3.745	-1.890	3.934
2. kv. 10 .....	1.106	105	2.353	3.564	1.973	129	3.247	-1.786	3.564
3. kv. 10 .....	1.119	110	2.417	3.645	1.968	132	3.364	-1.819	3.646
4. kv. 10 .....	1.156	124	2.655	3.934	1.936	143	3.745	-1.890	3.934
1. kv. 11 .....	1.137	130	2.560	3.826	1.838	158	3.645	-1.815	3.826
2. kv. 11 .....	1.096	122	2.440	3.657	1.860	150	3.383	-1.737	3.657

Anm: Virksomheder er defineret som ikke-finansielle selskaber.

## BETALINGSBALANCENS LØBENDE POSTER (NETTOINDTÆGTER)

Tabel 16

	Varer (fob)	Tjenester	Vare- og tjeneste- balance	Løn- og formue- indkomst	Løbende overførsler	Løbende poster i alt
Mia. kr.						
2006 .....	18,2	42,0	60,2	16,8	-28,4	48,6
2007 .....	2,1	40,3	42,5	9,7	-29,2	23,0
2008 .....	4,2	52,1	56,3	23,0	-28,7	50,5
2009 .....	41,8	24,0	65,8	17,8	-28,9	54,6
2010 .....	48,5	48,1	96,6	32,6	-32,4	96,9
nov 09 - okt 10 .....	53,8	42,7	96,5	28,2	-32,0	92,7
nov 10 - okt 11 .....	49,7	50,5	100,2	49,3	-31,2	118,2
okt 10 .....	3,9	5,0	8,9	3,5	-2,3	10,1
nov 10 .....	4,9	5,0	9,9	3,5	-2,1	11,3
dec 10 .....	0,6	4,7	5,3	3,0	-2,2	6,1
jan 11 .....	4,9	3,6	8,5	5,0	-3,9	9,5
feb 11 .....	4,3	3,5	7,8	3,7	-3,7	7,9
mar 11 .....	7,2	3,0	10,3	1,0	-3,2	8,1
apr 11 .....	4,5	4,8	9,3	2,6	-2,0	9,9
maj 11 .....	3,2	2,9	6,1	6,4	-2,1	10,4
jun 11 .....	3,8	4,1	7,9	5,6	-2,0	11,4
jul 11 .....	4,1	3,4	7,5	5,5	-2,6	10,4
aug 11 .....	5,0	5,2	10,2	4,9	-2,5	12,6
sep 11 .....	3,7	5,7	9,4	5,0	-2,5	11,8
okt 11 .....	3,5	4,5	8,0	3,1	-2,3	8,7

BETALINGSBALANCENS FINANSIELLE POSTER (NETTO FRA UDLANDET)

Tabel 17

	Fodrings- erhver- velse, netto <sup>1</sup>	Kapitalimport				Andet <sup>3</sup>	National- bankens transakti- oner med udlandet <sup>4</sup>
		Direkte investeringer		Porteføl- jeinveste- ringer <sup>2</sup>	Anden kapital- import		
		Danske i udlandet	Uden- landske i Danmark				
		Mia. kr.					
2006 .....	48,6	-50,2	16,1	-103,3	83,4	-33,0	-38,3
2007 .....	23,3	-112,3	64,3	-32,0	56,5	-1,0	-1,2
2008 .....	50,9	-67,6	9,3	52,7	-49,5	-67,1	-71,4
2009 .....	54,4	-33,9	21,1	69,7	193,3	-16,6	288,0
2010 .....	97,4	-19,5	-41,6	-24,5	93,8	-79,1	26,5
nov 09 - okt 10 .....	93,2	-9,2	-20,3	-109,4	158,3	-71,7	40,9
nov 10 - okt 11 .....	122,6	-107,2	50,7	117,1	-61,9	-51,9	69,4
okt 10 .....	10,1	26,9	-9,0	14,7	-50,8	1,1	-7,1
nov 10 .....	11,4	-12,3	16,5	-66,4	37,6	15,2	2,0
dec 10 .....	6,2	23,3	-47,8	79,2	-22,0	-38,8	0,1
jan 11 .....	9,6	-10,0	-7,1	7,7	-24,8	25,9	1,2
feb 11 .....	7,9	-11,4	-1,4	10,1	-10,5	22,5	17,2
mar 11 .....	8,1	-2,8	4,5	4,8	0,3	-6,4	8,5
apr 11 .....	9,9	-13,9	3,2	36,1	-2,9	-30,5	2,0
maj 11 .....	10,4	-11,3	42,4	5,9	-48,5	3,6	2,5
jun 11 .....	11,5	-21,1	2,7	23,0	15,6	-27,7	4,1
jul 11 .....	14,1	-8,6	-3,0	-38,7	27,6	8,2	-0,4
aug 11 .....	12,7	2,3	4,2	43,0	-18,1	-24,3	19,8
sep 11 .....	11,9	-36,9	32,1	27,3	-38,8	17,2	12,8
okt 11 .....	8,8	-4,5	4,5	-15,0	22,7	-16,8	-0,3

<sup>1</sup> Omfatter løbende poster i alt og kapitaloverførsler mv.

<sup>2</sup> Kan afvige fra totalen i Tabel 18, da porteføljeinvesteringer offentliggøres 1-2 uger tidligere end betalingsbalancens samlede finansielle poster.

<sup>3</sup> Omfatter fejl og udeladelser.

<sup>4</sup> Omfatter transaktioner i *alle* Nationalbankens udenlandske mellemværender og ikke alene ændring i de mellemværender, der indgår i valutareserven. Sidstnævnte offentliggøres ved pressemeddelelse 2. bankdag i måneden og fremgår af tabel 2.

BETALINGSBALANCENS PORTEFØLJEINVESTINGER (NETTO FRA UDLANDET) Tabel 18

	Danske værdipapirer			Udenlandske værdipapirer		I alt <sup>1</sup>
	Obligationer i kroner	Obligationer i valuta	Aktier	Obligationer	Aktier	
	Mia. kr.					
2006 .....	16,3	70,0	-34,4	-21,5	-133,8	-103,3
2007 .....	26,2	73,4	15,0	-96,4	-50,1	-32,0
2008 .....	-59,8	142,1	11,3	-91,0	50,1	52,7
2009 .....	-4,3	162,3	38,0	-82,5	-43,8	69,7
2010 .....	62,9	-42,9	40,1	-60,4	-24,1	-24,5
okt 10 .....	19,1	9,8	9,5	-17,6	-6,1	14,7
nov 10 .....	-26,1	-12,9	-1,0	-20,8	-5,5	-66,4
dec 10 .....	7,3	60,7	12,2	9,0	-10,0	79,2
jan 11 .....	36,5	-5,3	0,4	-13,2	-10,7	7,7
feb 11 .....	-11,3	34,5	-2,6	-7,8	-2,6	10,1
mar 11 .....	3,5	6,8	-1,5	2,0	-6,1	4,8
apr 11 .....	4,5	14,8	8,7	12,6	-4,6	36,1
maj 11 .....	5,7	7,5	-15,4	8,3	-0,2	5,9
jun 11 .....	14,0	-30,4	0,4	31,4	7,6	23,0
jul 11 .....	-1,7	-27,1	0,4	-4,9	-5,3	-38,7
aug 11 .....	23,9	-4,6	-5,4	21,1	8,0	43,0
sep 11 .....	4,5	-18,1	0,1	36,8	4,0	27,3
okt 11 .....	9,2	-10,2	-0,3	-6,6	-7,2	-15,0

Anm.: Et negativt fortegn (-) angiver, at indlændinge netto har købt udenlandske værdipapirer, eller at udlændinge netto har solgt danske værdipapirer.

<sup>1</sup> Kan afvige fra "Porteføljelinvesteringer" i Tabel 17, da betalingsbalancens samlede finansielle poster offentliggøres 1-2 uger senere.



## DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER OVER FOR UDLANDET

Tabel 19

	Direkte investeringer		Porteføljeinvesteringer		Finansielle derivater, netto	Andre investeringer			Danmarks Nationalbank	I alt
	Egenkapital	Koncernlån	Aktier mv.	Obligationer mv.		Handelskreditter	Lån og indskud	Andre		
Ultimo	Mia. kr.									
<b>Aktiver</b>										
2006 .....	579	260	746	678	47	41	823	30	178	3.383
2007 .....	650	288	794	733	0	47	1.035	32	176	3.755
2008 .....	650	379	449	783	83	45	1.101	37	226	3.753
2009 .....	730	376	612	926	21	38	927	32	400	4.061
2010 .....	833	401	734	1.030	39	45	990	33	432	4.537
2. kv. 10 .....	822	407	643	1.031	67	45	970	32	483	4.500
3. kv. 10 .....	808	423	657	1.022	86	45	1.067	34	474	4.617
4. kv. 10 .....	833	401	734	1.030	39	45	990	33	432	4.537
1. kv. 11 .....	833	401	739	1.018	11	47	961	33	454	4.497
2. kv. 11 .....	856	437	729	975	23	50	913	32	459	4.475
<b>Passiver</b>										
2006 .....	482	270	356	1.066	•	32	1.142	35	4	3.386
2007 .....	543	277	422	1.123	•	36	1.409	38	5	3.853
2008 .....	511	292	242	1.198	•	41	1.398	40	121	3.844
2009 .....	497	303	348	1.362	•	34	1.402	38	5	3.988
2010 .....	490	290	520	1.433	•	40	1.538	41	5	4.356
2. kv. 10 .....	513	310	431	1.507	•	34	1.495	40	42	4.371
3. kv. 10 .....	506	304	454	1.376	•	38	1.664	42	37	4.422
4. kv. 10 .....	490	290	520	1.433	•	40	1.538	41	5	4.356
1. kv. 11 .....	485	279	535	1.458	•	39	1.466	41	3	4.306
2. kv. 11 .....	495	307	490	1.484	•	41	1.360	42	2	4.220
<b>Nettoaktiver</b>										
2006 .....	98	-11	390	-387	47	10	-319	-5	174	-3
2007 .....	108	11	372	-390	0	11	-375	-6	171	-98
2008 .....	139	87	207	-415	83	4	-297	-3	105	-91
2009 .....	233	73	264	-436	21	3	-475	-6	395	73
2010 .....	343	111	214	-403	39	4	-548	-8	428	181
2. kv. 10 .....	308	98	213	-477	67	11	-525	-8	441	128
3. kv. 10 .....	302	119	203	-354	86	7	-597	-8	437	195
4. kv. 10 .....	343	111	214	-403	39	4	-548	-8	428	181
1. kv. 11 .....	348	122	203	-439	11	9	-505	-9	452	191
2. kv. 11 .....	361	130	239	-509	23	9	-446	-10	457	255

Anm.: Som hovedprincip for opgørelsen er der anvendt markedsværdi.

## NATIONALREGNSKABETS FORSYNINGSBALANCE

Tabel 20

	Bruttonationalprodukt	Indenlandsk efterspørgsel					Eksport af varer og tjenester	Import af varer og tjenester
		Privat konsum	Offentligt konsum	Faste bruttoinvesteringer	Lagerforøgelser	I alt		
2006 .....	1.631,7	786,6	422,6	356,0	14,6	1.579,8	849,6	797,7
2007 .....	1.695,3	820,4	440,0	371,4	24,8	1.656,5	885,2	846,5
2008 .....	1.753,2	840,0	465,4	371,7	20,4	1.697,5	959,6	904,0
2009 .....	1.667,8	814,9	497,0	313,5	-20,1	1.605,2	793,7	731,1
2010 .....	1.754,6	850,9	510,2	305,1	-4,0	1.662,3	883,0	790,7
3. kv. 10 .....	443,4	209,0	127,2	77,7	-1,2	412,8	231,6	201,0
4. kv. 10 .....	453,7	222,5	130,2	80,7	-2,8	430,6	230,3	207,2
1. kv. 11 .....	433,8	212,2	126,3	70,0	1,5	410,0	232,1	208,3
2. kv. 11 .....	450,7	216,9	129,5	79,0	1,8	427,2	240,0	216,6
3. kv. 11 .....	443,3	212,1	126,9	77,9	1,1	418,0	245,2	219,9

## Realvækst i forhold til året før, pct.

2006 .....	3,4	3,6	2,8	14,2	...	5,2	9,0	13,4
2007 .....	1,6	3,0	1,3	0,4	...	2,3	2,8	4,3
2008 .....	-0,8	-0,3	1,9	-4,1	...	-0,9	3,3	3,3
2009 .....	-5,8	-4,2	2,5	-13,4	...	-6,7	-9,8	-11,6
2010 .....	1,3	1,9	0,3	-3,7	...	1,3	3,2	3,5
3. kv. 10 .....	2,9	1,5	0,0	0,1	...	2,3	5,2	4,0
4. kv. 10 .....	2,2	2,1	-0,7	3,3	...	2,2	6,9	7,2
1. kv. 11 .....	1,9	-0,8	-0,7	0,8	...	0,6	9,7	7,8
2. kv. 11 .....	1,9	0,1	0,1	-0,6	...	-0,1	8,5	4,6
3. kv. 11 .....	-0,2	-0,7	-1,1	-0,3	...	-0,4	5,7	6,4

## Realvækst i forhold til sidste kvartal (sæsonkorrigeret), pct.

3. kv. 10 .....	1,3	1,8	-0,4	1,7	...	0,6	3,2	-0,4
4. kv. 10 .....	-0,5	-0,9	-0,5	-0,6	...	-0,7	-0,2	1,6
1. kv. 11 .....	-0,1	-0,4	-0,2	-4,5	...	-0,7	4,5	1,0
2. kv. 11 .....	1,2	-0,4	1,2	3,9	...	0,8	0,8	2,2
3. kv. 11 .....	-0,8	-0,3	-1,6	0,3	...	-0,4	0,4	1,3

EU-HARMONISERET FORBRUGERPRISINDEKS (HICP) OG  
UNDERLIGGENDE INFLATION (IMI)

Tabel 21

	HICP							Nettoprisindeks <sup>1</sup>		
	Delkomponenter:									
	Total	Energi	Fødevarer	Kerneinflation <sup>2</sup>	Administrerede priser		HICP ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser <sup>3</sup>	Nettoprisindeks ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser <sup>3</sup>	Fordelt på <sup>4</sup> :	
					Husleje	Offentlige ydelser			Import input <sup>5</sup>	IMI <sup>6</sup>
Vægtfordeling i pct.										
100	10,4	17,4	72,2	7,4	3,9	60,9	53,2	16,8	36,4	
Vækst i forhold til året før, pct.										
2006 .....	1,9	5,3	2,2	1,2	2,1	0,9	1,1	1,3	3,1	0,4
2007 .....	1,7	0,3	3,7	1,3	2,1	0,6	1,2	1,4	1,4	1,4
2008 .....	3,6	7,7	6,7	2,1	2,8	3,5	1,9	2,1	4,0	1,1
2009 .....	1,1	-4,0	0,5	2,0	3,1	4,8	1,7	1,9	-4,3	5,1
2010 .....	2,2	9,2	2,1	1,2	2,8	3,9	0,8	0,9	1,7	0,5
1. kv. 09 .....	1,7	-4,6	3,2	2,2	2,7	4,2	2,0	2,3	-1,9	4,4
2. kv. 09 .....	1,1	-5,5	0,7	2,2	3,1	5,0	1,9	2,1	-4,2	5,2
3. kv. 09 .....	0,6	-5,9	-0,5	2,0	3,5	5,1	1,6	1,9	-6,0	6,0
4. kv. 09 .....	0,9	0,3	-1,5	1,6	2,9	4,9	1,2	1,6	-5,0	4,9
1. kv. 10 .....	1,9	8,9	0,0	1,4	2,9	3,7	1,0	1,2	-1,3	2,3
2. kv. 10 .....	2,0	10,1	0,8	1,1	2,8	3,9	0,7	0,7	1,0	0,6
3. kv. 10 .....	2,3	8,8	3,2	1,1	2,5	4,0	0,8	0,9	3,2	-0,2
4. kv. 10 .....	2,5	9,1	4,5	1,1	2,9	4,0	0,7	0,8	3,8	-0,6
1. kv. 11 .....	2,6	9,3	3,4	1,4	2,9	3,7	1,0	0,8	5,4	-1,3
2. kv. 11 .....	2,9	9,0	4,9	1,5	2,8	2,0	1,3	1,3	6,0	-0,9
3. kv. 11 .....	2,6	9,3	3,3	1,4	3,2	1,9	1,1	0,9	4,2	-0,7

Anm.: Vægtfordelingen afspejler vægtgrundlaget januar 2009.

<sup>1</sup> Nettoprisindekset er renset for moms, afgifter og pristilskud.<sup>2</sup> Kerneinflationen er afgrænset som stigningen i HICP ekskl. energi og fødevarer.<sup>3</sup> Varer og tjenester ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser udgør 60,9 pct. af HICP's vægtgrundlag og 53,2 pct. af nettoprisindekset. Forskellen afspejler, at de samme varer og tjenester fylder forskelligt i de to indeks, og er ikke et udtryk for afgiftsindholdet i forbrugerpriserne.<sup>4</sup> Opsplitningen af nettoprisindekset på import og IMI er baseret på Danmarks Statistiks input-output tabel.<sup>5</sup> Import input omfatter et input af indirekte energiindhold.<sup>6</sup> IMI udtrykker den indenlandske markedsbestemte inflation. For en detaljeret gennemgang af IMI, se Bo William Hansen og Dan Knudsen, Indenlandsk markedsbestemt inflation, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2005.

## UDVALGTE MÅNEDLIGE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 22

	Arbejdsløshed		Mængdeindeks		Tvangs- auktioner	Nyregi- strer- inger af person- biler	For- bruger- tillids- indika- tor	Sammensat konjunktur- indikator for		
	Pct. af arbejds- styrken		Industri <sup>2</sup>	Detail- handel				Industri	Bygge- og anlægs- virk- somhed	Service <sup>3</sup>
	Brutto <sup>1</sup>	Netto								
2006 .....	...	3,9	105,7	103,5	1.231	156.719	10,5	9	21	24
2007 .....	3,7	2,7	107,0	104,9	1.392	162.481	7,5	5	9	20
2008 .....	2,7	1,9	106,7	101,7	2.840	150.663	-7,7	-7	-16	3
2009 .....	5,0	3,7	88,2	97,0	4.140	112.249	-5,0	-17	-44	-13
2010 .....	6,2	4,3	90,6	96,7	5.222	153.612	1,8	3	-35	4
Sæsonkorrigeret										
nov 10 .....	6,3	4,3	90,6	96,7	404	14.378	3,9	-2	-32	9
dec 10 .....	6,3	4,2	89,7	96,2	420	13.873	1,9	-1	-30	3
jan 11 .....	6,2	4,2	94,8	96,7	426	14.739	1,9	5	-32	8
feb 11 .....	6,1	4,1	90,7	96,0	428	14.064	0,9	4	-21	10
mar 11 .....	6,1	4,1	92,8	96,0	385	14.608	1,4	1	-16	7
apr 11 .....	6,0	3,9	95,6	96,6	400	13.713	-0,2	9	-20	13
maj 11 .....	6,1	4,1	98,5	95,3	395	14.887	0,8	12	-16	8
jun 11 .....	6,1	4,1	94,7	94,8	353	14.079	2,9	4	-20	10
jul 11 .....	6,2	4,1	98,1	94,0	390	14.100	-1,5	5	-18	9
aug 11 .....	6,2	4,2	94,1	94,5	412	13.760	-2,7	4	-20	-1
sep 11 .....	6,2	4,2	94,7	94,5	444	13.634	-4,0	0	-17	-4
okt 11 .....	6,2	4,2	94,4	94,5	425	13.303	-5,9	-1	-17	-9
nov 11 .....	...	...	...	...	467	...	-8,7	2	-18	-7

<sup>1</sup> Inklusive aktiverede.<sup>2</sup> Eksklusive skibsværfter.<sup>3</sup> Omlagt maj 2011.

## UDVALGTE KVARTALSVISE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 23

	Beskæftigelse		Lønindeks			Ejendoms- priser (enfamilie- huse) i pct. af ejendoms- værdi 2006
	I alt	Privat	Alle brancher i Danmark, totalt	Industrien i Danmark	Industrien i udlandet	
2006 .....	2.825	1.980	145,7	146,1	134,0	100,3
2007 .....	2.903	2.061	151,4	152,1	138,0	104,8
2008 .....	2.952	2.114	158,1	158,5	142,6	100,1
2009 .....	2.856	2.006	162,9	163,2	145,2	88,1
2010 .....	2.793	1.932	166,6	167,4	149,1	90,5
Sæsonkorrigeret						
3. kv. 10 .....	2.794	1.932	167,0	168,0	149,3	91,3
4. kv. 10 .....	2.789	1.933	167,7	169,1	150,1	90,9
1. kv. 11 .....	2.783	1.930	168,6	170,1	151,3	89,3
2. kv. 11 .....	2.781	1.930	169,1	170,7	152,2	89,8
3. kv. 11 .....	2.772	1.923	169,8	171,8	153,0	...
Vækst i forhold til året før, pct.						
2006 .....	2,1	2,9	3,1	3,1	2,5	21,6
2007 .....	2,8	4,1	3,8	4,0	3,0	4,6
2008 .....	1,7	2,6	4,4	4,2	3,3	-4,5
2009 .....	-3,3	-5,1	3,0	2,9	1,9	-12,0
2010 .....	-2,2	-3,7	2,3	2,6	2,7	2,8
3. kv. 10 .....	-1,5	-2,7	2,2	2,5	2,5	3,0
4. kv. 10 .....	-0,6	-0,9	2,2	2,5	2,4	2,9
1. kv. 11 .....	-0,3	-0,1	1,8	2,3	1,9	0,6
2. kv. 11 .....	-0,6	-0,2	1,9	2,1	2,4	-1,3
3. kv. 11 .....	-0,8	-0,5	1,7	2,3	2,5	...

## VALUTAKURSER

Tabel 24

	EUR	USD	GBP	SEK	NOK	CHF	JPY
	Kroner pr. 100 enheder						
	Gennemsnit						
2006 .....	745,91	594,70	1.094,32	80,62	92,71	474,22	5,1123
2007 .....	745,06	544,56	1.089,81	80,57	92,99	453,66	4,6247
2008 .....	745,60	509,86	939,73	77,73	91,02	469,90	4,9494
2009 .....	744,63	535,51	836,26	70,18	85,39	493,17	5,7296
2010 .....	744,74	562,57	869,02	78,15	93,02	540,60	6,4299
nov 10 .....	745,47	545,99	871,93	80,02	91,51	554,70	6,6164
dec 10 .....	745,28	563,81	879,47	82,23	94,22	580,90	6,7607
jan 11 .....	745,18	558,00	879,82	83,62	95,30	583,22	6,7529
feb 11 .....	745,55	546,27	880,93	84,84	95,34	574,71	6,6116
mar 11 .....	745,74	532,75	860,72	83,93	95,26	579,63	6,5200
apr 11 .....	745,74	516,75	844,58	83,10	95,52	574,38	6,1913
maj 11 .....	745,66	519,65	849,47	83,24	95,13	594,77	6,4033
jun 11 .....	745,81	518,67	839,89	81,73	95,21	617,16	6,4487
jul 11 .....	745,60	522,76	842,79	81,63	95,80	634,03	6,5852
aug 11 .....	744,98	519,42	849,80	81,29	95,66	665,74	6,7465
sep 11 .....	744,62	540,93	854,23	81,53	96,42	620,73	7,0446
okt 11 .....	744,42	543,31	855,34	81,68	96,09	605,47	7,0880
nov 11 .....	744,12	549,01	867,90	81,43	95,56	604,63	7,0872

## EFFEKTIV KRONEKURS

Tabel 25

Gennemsnit	Nominel effektiv kronekurs	Forbrugerpriser		Real effektiv kronekurs baseret på forbrugerpriser	Real effektiv kronekurs baseret på timelønninger	Forbrugerpriser i euroområdet
		Danmark	Udlandet			
		1980=100				
2006 .....	101,6	246,2	233,4	107,3	110,4	102,2
2007 .....	103,2	250,5	238,7	108,3	113,1	104,4
2008 .....	105,8	259,0	246,9	111,1	117,1	107,8
2009 .....	107,8	262,4	247,3	114,8	121,0	108,1
2010 .....	104,0	268,4	251,6	111,6	116,8	109,8
nov 10 .....	103,9	270,1	253,1	111,3	...	110,6
dec 10 .....	102,7	270,3	254,5	109,8	116,5	111,3
jan 11 .....	102,5	270,6	254,4	109,6	...	110,5
feb 11 .....	102,9	273,9	255,7	110,6	...	111,0
mar 11 .....	103,8	275,4	257,3	111,4	115,5	112,5
apr 11 .....	104,7	276,5	258,4	112,1	...	113,1
maj 11 .....	104,3	276,9	258,8	111,8	...	113,1
jun 11 .....	104,5	276,3	258,6	111,8	116,5	113,1
jul 11 .....	104,1	276,0	258,7	111,3	...	112,4
aug 11 .....	104,2	276,0	259,0	111,3	...	112,6
sep 11 .....	103,4	276,9	259,8	110,9	116,3	113,5
okt 11 .....	103,5	277,4	260,1	111,1	...	113,9
nov 11 .....	103,3	...	...	...	...	...
Ændring i forhold til året før, pct.						
2006 .....	0,0	1,9	2,1	-0,1	0,7	2,2
2007 .....	1,6	1,7	2,3	0,9	2,5	2,2
2008 .....	2,5	3,4	3,4	2,6	3,5	3,3
2009 .....	1,9	1,3	0,2	3,4	3,3	0,3
2010 .....	-3,6	2,3	1,7	-2,8	-3,4	1,6
nov 10 .....	-4,2	2,6	1,9	-3,3	...	1,9
dec 10 .....	-5,0	2,8	2,2	-4,0	-4,0	2,2
jan 11 .....	-4,2	2,7	2,3	-3,6	...	2,3
feb 11 .....	-2,7	2,7	2,5	-2,4	...	2,4
mar 11 .....	-1,6	2,7	2,6	-1,7	-2,5	2,7
apr 11 .....	-0,1	2,9	2,8	-0,3	...	2,8
maj 11 .....	1,0	3,1	2,8	0,5	...	2,7
jun 11 .....	2,2	3,0	2,8	1,5	0,0	2,7
jul 11 .....	1,1	2,9	2,9	0,6	...	2,5
aug 11 .....	1,4	2,6	2,9	0,6	...	2,5
sep 11 .....	0,6	2,5	3,0	0,1	0,5	3,0
okt 11 .....	-0,9	2,8	2,9	-0,6	...	3,0
nov 11 .....	-0,5	...	...	...	...	...

Anm.: Indekset for den nominelle effektive kronekurs er en geometrisk sammenvæjning af udviklingen i 27 af Danmarks vigtigste handelspartners valutaer over for den danske krone. I beregningen af forbrugerpriser i udlandet samt den reale effektive kronekurs baseret på henholdsvis forbrugerpriser og timelønninger indgår dog kun 25 lande. Fra april 2010 er vægtgrundlaget baseret på industrivarehandelen i 2009, og tidligere på industrivarehandelen i 2002.

En stigning i et kronekursindeks er udtryk for en nominel eller real appreciering af kronen.

# Nationalbankens statistiske publikationer

---

## Periodiske publikationer (elektroniske)

Nationalbanken offentliggør ny finansiel statistik i elektroniske publikationer umiddelbart efter udarbejdelse. En publicering af ny statistik for et område består af følgende to dele:

- **Nyt-publikation** med tekst og figurer, der belyser udviklingstendenser, samt en side med oversigtstabeller.
- **Tabeltillæg** indeholdende tabeller med størst mulig detaljeringsgrad samt beskrivelser af de kilder og metoder, der ligger til grund for statistikkerne.

Tabeltillæg samt kilder og metoder er oversat til engelsk.

## Statistikbank

Ovennævnte statistiske publikationer suppleres af en database med alle tidsserier, der indgår i publikationerne. Tidsserierne i databasen opdateres samtidig med udsendelsen af de tilsvarende publikationer og indeholder data tilbage i tid så langt som muligt. Fra 1. oktober 2007 har Danmarks Statistik og Nationalbanken indledt et samarbejde, hvorefter Nationalbankens statistik offentliggøres via Danmarks Statistiks "Statistikbanken". Nationalbankens del af "Statistikbanken" kan tilgås direkte via: [nationalbanken.statistikbank.dk](http://nationalbanken.statistikbank.dk).

## Særlige opgørelser

I særlige opgørelser offentliggøres statistikker af tematisk karakter, som ikke udarbejdes regelmæssigt.

## Udgivelseskalender

En udgivelseskalender for de statistiske publikationer dækkende løbende måned samt følgende 3 måneder fremgår af Nationalbankens websted.