

DANMARKS
NATIONALBANK

**KVARTALSOVERSIGT
1. KVARTAL**

2014



DANMARKS
NATIONALBANK

DANMARKS
NATIONALBANK
KVARTALSOVERSIGT
1. KVARTAL
2014

KVARTALSOVERSIGT

1. KVARTAL 2014

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 under publikationer. Kvartalsoversigten oversættes til engelsk.

Ansvarshavende redaktør: Per Callesen
Redaktør: Niels Lynggård Hansen
Redaktionen er afsluttet 13. marts 2014.

Information om publikationen kan fås 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
www.nationalbanken.dk

ISSN (Online) 1398-3857

INDHOLD

- 7 AKTUELLE ØKONOMISKE OG MONETÆRE TENDENSER
- 37 LØBETIDSFORLÆNGELSE AF REALKREDITOBLIGATIONER

ARTIKLER

- 49 FASTKURSPOLITIK I DANMARK
Morten Spange, Økonomisk Afdeling og Martin Wagner Toftdahl,
Bank- og Markedsafdelingen
Danmark har siden 1982 ført fastkurspolitik over for først D-mark og siden 1999 over for euro. Det indebærer, at pengepolitikken er reserveret til at stabilisere kronekursen, mens andre hensyn – fx konjunkturudviklingen i Danmark – ikke inddrages i overvejelserne. For at holde en stabil kronekurs benytter Nationalbanken sig af intervention i valutamarkedet og ændringer af de pengepolitiske renter. Reaktionsmønstret er velkendt i markedet, hvilket bidrager til dets troværdighed. Hensynet til fastkurspolitikken indebærer, at det danske pengepolitiske instrumentarium afviger fra instrumentarierne i lande med andre pengepolitiske strategier, herunder euroområdet. Artiklen gennemgår de vigtigste forhold ved den praktiske gennemførelse af fastkurspolitikken.
- 61 HUSHOLDNINGERNES GÆLD OG FORBRUG UNDER FINANSKRISEN
Asger Lau Andersen, Økonomisk Afdeling, Charlotte Duus og
Thais Lærkholm Jensen, Kapitalmarkedsafdelingen
Artiklen præsenterer en analyse af sammenhængen mellem belåningsgraden blandt danske husholdninger inden den seneste finanskrisen og udviklingen i familiernes forbrug under krisen. I analysen finder vi en tydelig negativ sammenhæng mellem en families belåningsgrad i 2007 og udviklingen i dens forbrug de efterfølgende år. Analyseresultaterne tyder derfor på, at det høje gælds niveau blandt husholdningerne bidrog til at forstærke faldet i det private forbrug under finanskrisen.

UDVIKLING I OG AFKAST AF UDLANDSFORMUER

Paul Lassenius Kramp og Maria Hove Pedersen, Økonomisk Afdeling
og Lasse Nørgård Vogelius, Statistisk Afdeling

Danskerne havde en udlandsformue på knap 38 pct. ved udgangen af 2012 og modtager en betydelig nettoformueindkomst fra udlandet. I artiklen ses nærmere på, hvordan udlandsformuerne og formueafkastet har udviklet sig over tid og på tværs af lande, herunder hvilke afledte effekter der har været af finanskrisen og de ekstraordinært lave renter. I Danmark har faldende renter givet især pensionssektoren store kapitalgevinster, og en normalisering af renteniveauerne forventes delvist at reversere disse. Endvidere har finanskrisen medført, at afkastet fra alle aktivtyper er faldet. Afkastet af danskernes udlandsformue har de seneste år været højere, end man isoleret set kunne forvente ud fra en international sammenligning. Det indikerer, at formueafkastet kunne falde ved en normalisering af rente- og udbyttens niveauer, om end udviklingen er forbundet med usikkerhed.

VIRTUELLE VALUTAER

Anders Laursen og Jon Hasling Kyed, Betalingsformidlingskontoret

Den seneste tid har såkaldte virtuelle valutaer tiltrukket sig stigende opmærksomhed. Virtuelle valutaer er enheder til betaling, der ikke er udstedt af en centralbank, og som typisk kun foreligger i elektronisk form. Det bedst kendte eksempel på en virtuel valuta er Bitcoin, der skabes på internettet via en kompliceret matematisk proces. I modsætning til penge er der ingen udsteder af Bitcoin. Brug af Bitcoin er ikke underlagt de sædvanlige beskyttelsesregler, der gælder ved betalinger baseret på indeståender i banker, og ved tab som følge af fx hackerangreb er det brugeren selv, der bærer tabet. I lyset af den begrænsede anvendelse af Bitcoin vurderes risiciene dog at begrænse sig til den enkeltes brug.

NY OG MERE DETALJERET MFI-STATISTIK

Jens Uhrskov Hjarsbech og Andreas Kuchler, Statistisk Afdeling

Nationalbanken har offentliggjort en ny MFI-statistik, der bygger på nye, mere detaljerede indberetninger. Det vil bidrage til et mere præcist og nuanceret billede af den finansielle sektors ageren og af danske virksomheders og husholdningers finansieringsmønstre. Som følge af ændrede opgørelsesmetoder og kvalitetsforbedringer i MFI-statistikken vil der forekomme brud i både balance- og rentestatistikken. Ændringerne påvirker i særlig grad sektorplaceringen af MFI'ernes modparter. I artiklen beskrives de vigtigste ændringer i forhold til den tidligere udgave af MFI-statistikken, og de væsentligste databrud forklares. Derudover opridses nye analysemuligheder som følge af ændringerne.

AKTUELLE ØKONOMISKE OG MONETÆRE TENDENSER

SAMMENFATNING

De internationale konjunkturer bliver gradvist bedre. I euroområdet har væksten været svagt positiv de seneste tre kvartaler, og fremgangen er blevet bredere funderet. I USA og Storbritannien vendte den økonomiske situation tidligere end i euroområdet, og et opsving er i gang i begge økonomier. Fremgangen i de avancerede økonomier er generelt drevet af vækst i de private investeringer og det private forbrug, som understøttes af bl.a. lempelig pengepolitik. Samtidig aftager hastigheden af den finanspolitiske konsolidering. I vækstøkonomierne er den økonomiske aktivitet gået ned i tempo, hvilket til dels skyldes svagere fremgang i den indenlandske efterspørgsel.

De toneangivende amerikanske og europæiske aktieindeks er steget i takt med, at den økonomiske situation er blevet bedre, og spændingerne på de finansielle markeder er aftaget. I euroområdet er statsrentespændene mellem Tyskland og de sydeuropæiske lande indsnævret. Flere vækstøkonomier har været ramt af finansiell uro. Det skal både ses i sammenhæng med forringede vækstudsigter og interne ubalancer samt det forhold, at den amerikanske centralbank, Federal Reserve, er begyndt at neddrøse de kvantitative lempelser.

Der er fremgang i den økonomiske aktivitet i Danmark. Ledigheden er faldende, og beskæftigelsen er stigende, primært drevet af den private sektor. Det private forbrug har endnu ikke løftet sig, men ventes i de kommende år at vokse moderat. Det er med til at give en skøn-

net vækst i bruttonationalproduktet, BNP, på 1,4 pct. i år stigende til 1,7 pct. i 2015 og 1,9 pct. i 2016.

En ny analyse peger på, at sammenhængen mellem husholdningernes bruttogæld og deres forbrug forstærkede overophedningen af dansk økonomi og den efterfølgende konjunkturtilbagegang. Husholdninger med høj belåningsgrad havde et højere forbrug i forhold til indkomsten end andre husholdninger i årene forud for finanskrisen og reducerede forbruget mere under krisen. Samtidig var reduktionen i forbruget ved en given belåningsgrad mest markant i de husholdninger, hvor gælden var størst i forhold til indkomsten.

Høje belåningsgrader forstærker således konjunkturbevægelserne i dansk økonomi. Det er derfor centralt med en mere stabil udvikling i boligpriserne, der også har afgørende betydning for boligbyggeriet og boligformuen og dermed for det private forbrug. Det understreger betydningen af at retablere sammenhængen mellem boligernes værdi og boligbeskatningen. Samtidig bør de enkelte finansielle institutioner i egen interesse være forsigtige og ikke gå til grænserne i lovgivningen. Det kan mindske risikoen for, at boligkøbere sætter sig dyrt med ingen eller svag egenkapital.

KONJUNKTURUDVIKLING OG VÆKSTUDSIGTER

Den internationale økonomi bliver gradvist bedre. Et opsving er i gang i USA, og i euroområdet voksede økonomien de sidste tre kvartaler i 2013. I vækstøkonomierne er den økonomiske aktivitet aftaget.

I euroområdet steg væksten i 4. kvartal 2013 til 0,3 pct. mod 0,1 pct. i 3. kvartal, jf. figur 1 (venstre). Fremgangen var svag, om end bredt funderet. De tyske og franske økonomier voksede med henholdsvis 0,4 og 0,3 pct., mens Hollands BNP steg med 0,7 pct. Blandt de sydeuropæiske eurolande voksede Italiens økonomi svagt for første gang i to år, og Spanien og Portugal har haft fremgang i de seneste par kvartaler. De sydeuropæiske lande er langt fra at have genvundet BNP-niveauet fra før krisen, jf. figur 1 (højre). Tyskland har derimod haft støt fremgang siden 2009, og BNP nåede allerede i 2. halvår 2010 tilbage på 2007-niveauet. Forskellene skal ses i lyset af, hvor hårdt landene hver især blev ramt af krisen, og deres individuelle behov for at nedbringe gælden.

I euroområdet er den svage fremgang primært baseret på, at de private investeringer og det private forbrug er vokset. Det afspejler bl.a., at renterne generelt er lave, og at de finansielle forhold er blevet mere ekspansive som følge af rentefald i især de sydeuropæiske lande samt mindre stramme kreditstandarde. Samtidig aftager hastigheden af den årlige finanspolitiske konsolidering, og der er også svage tegn på, at boligmarkedet er i bedring, idet boligpriserne for euroområdet samlet set stiger svagt. Endvidere påvirkes husholdningernes nettoformue positivt af stigende aktiekurser.

Efter en kraftig stigning i aktiviteten på 1 pct. i 3. kvartal 2013 aftog væksten i USA i 4. kvartal til 0,6 pct., jf. figur 1 (venstre), bl.a. fordi store dele af statsadministrationen blev lukket ned i oktober. I USA understøttes den private indenlandske efterspørgsel af lave renter, relativt lempelige kreditstandarde, tiltagende lønstigninger og positive formueeffekter som følge af bl.a. stigende boligpriser og aktie-

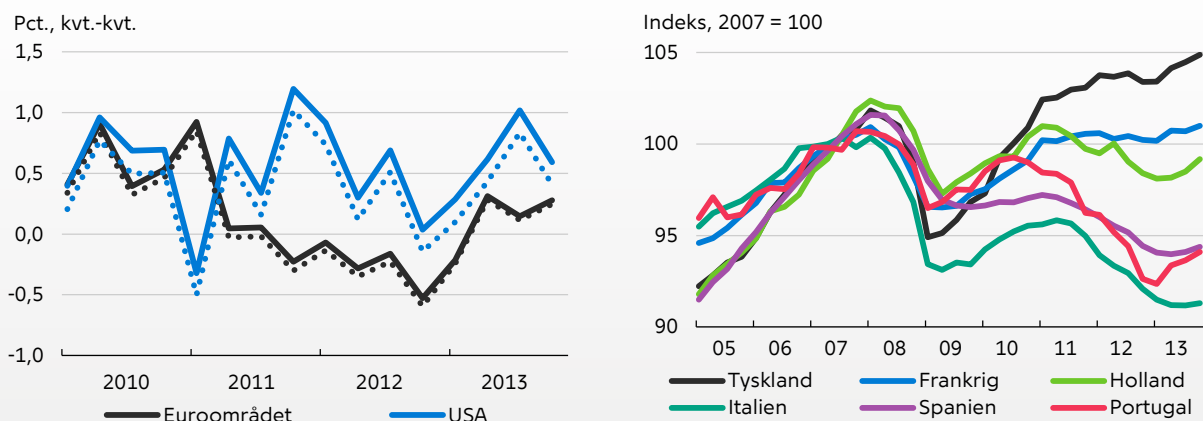
kurser. Finanspolitikken er stram, men bliver i 2014 mindre kontraktiv end tidligere forventet som følge af den 2-årige budgetaftale, der blev indgået i december 2013. Aftalen indebærer, at BNP-væksten isoleret set løftes med ca. 0,2 procentpoint i 2014. Ud over de aktuelle konjunkturbetingede faktorer er den økonomiske vækst i USA højere end i euroområdet som følge af demografiske forhold. Befolkningen i den arbejdsdygtige alder er således over en længere årrække årligt vokset gennemsnitligt 0,6 procentpoint hurtigere i USA end i euroområdet.

I Storbritannien vendte den økonomiske situation tidligere end i euroområdet. Økonomien har således været i fremgang igennem hele 2013, hvor BNP i gennemsnit voksede med 0,7 pct. pr. kvartal. I Japan er økonomien i fremgang, bl.a. som følge af pengepolitiske og finanspolitiske lempelser gennemført i begyndelsen af 2013. Væksten i BNP aftog dog i både 3. og 4. kvartal 2013 til 0,2 pct. efter at være gået frem med ca. 1 pct. i både 1. og 2. kvartal.

Fremgangen i USA, Japan og Storbritannien og til dels euroområdet står i kontrast til udviklingen i vækstøkonomierne, hvor den økonomiske aktivitet er gået ned i tempo. Purchasing Managers' Index, PMI, for fremstilling, som giver en god indikation af den økonomiske udvikling, peger således på en mere afdæmpet aktivitet i vækstøkonomierne, mens den indikerer robust fremgang i de avancerede økonomier, jf. figur 2. Den lavere vækst i vækstøkonomierne skyldes bl.a. en svagere fremgang i den indenlandske efterspørgsel, som siden sommeren 2013 har været påvirket af strammere finansielle vilkår og stramninger af finans- og pengepolitikken. Derudover begrænser strukturelle problemer, heriblandt dårlig infrastruktur, den potentielle vækst i flere af landene. I Kina tiltog væksten i 2. halvår 2013, primært som følge af fremgang i investeringerne, mens vækstbidraget fra det private forbrug aftog.

Blandt vækstøkonomierne har bl.a. Argentina, Brasilien, Sydafrika og Tyrkiet været ramt af uro. I januar førte kapitaludstrømning til, at deres valutaer blev markant svækket, hvilket fik centralbankerne i flere af landene til at sætte renten op. Kapitaludstrømningen skal både ses

BNP-vækst i euroområdet og USA (venstre) og udvikling i realt BNP i udvalgte eurolande (højre) Figur 1



Anm.: De stiplede linjer i venstre figur angiver kvartalsvæksten i BNP pr. indbygger.
Kilde: Reuters EcoWin.

i sammenhæng med forringede vækstudsigter og interne ubalancer samt det forhold, at Federal Reserve er begyndt at neddrøse de kvantitative lempelser, såkaldt "tapering".

Samlet set ventes det globale opsving at tage til i 2014, jf. tabel 1. I USA skønnes væksten at stige som følge af fremgang i den indenlandske efterspørgsel. I euroområdet vil opsvinget gradvist blive styrket, i takt med at den indenlandske efterspørgsel stiger, således at væksten for 2014 som helhed bliver positiv. I vækstøkonomierne ventes også stærkere økonomisk fremgang, om end i varierende grad på tværs af landene, bl.a. på grund af fremgang i eksporten til de avancerede økonomier. Kinas vækst vil dog aftage svagt, bl.a. på grund af de tiltag, der er gennemført for at dæmpe kreditvæksten.

I euroområdet er arbejdsstyrken vokset under krisen. Udviklingen er et resultat af bl.a. tilbagetrækningsreformer og den fortsatte tendens til, at flere kvinder kommer på arbejdsmarkedet, jf. boks 1. Det er en strukturforbedring, som på længere sigt vil løfte væksten i euroområdet, og som på kortere sigt fremrykker tilpasningen af økonomien efter krisen. Teknisk set indebærer den højere erhvervsfrekvens på kort sigt en ledighed i euroområdet, der isoleret set er ca. 2 procentpoint højere end ved uændret frekvens.

Ledigheden i euroområdet som helhed har ligget nogenlunde konstant på ca. 12 pct. i det

PMI i de avancerede økonomier og vækstøkonomierne Figur 2



Anm.: Indekset er PMI-indekset for fremstillingssektoren. Indekset for de avancerede økonomier er et BNP-vægtet gennemsnit af PMI-indekset for USA, euroområdet, Japan og Storbritannien.
Kilde: Reuters EcoWin.

seneste år, jf. figur 3 (venstre). I enkelte lande er den dog begyndt at aftage. Det gælder bl.a. i Spanien, Irland og Portugal, der har nogle af EU's højeste ledighedstal, hvorimod ledigheden i Italien og Holland fortsat stiger.

I modsætning til euroområdet er arbejdsstyrken faldet i USA under krisen. Samtidig er beskæftigelsen steget, så arbejdsløsheden er aftaget siden 2009 og udgjorde 6,7 pct. i februar, jf. figur 3 (højre). Beskæftigelsesfrekvensen er med sine 67,4 pct. imidlertid stadig væsentligt under de ca. 72 pct. før krisen. Hvis

Skøn for BNP-vækst i udvalgte økonomier

Tabel 1

Pct.	2012	2013	2014	2015	Ændring ift. oktober 2013	
					2014	2015
Verden ¹	2,5	2,4	3,1	3,4	0,1	-0,1
USA	2,8	1,9	2,8	3,0	0,2	-0,4
Euroområdet	-0,7	-0,5	1,0	1,4	0,1	0,1
Tyskland	0,7	0,4	1,6	1,4	0,2	0,1
Frankrig	0,0	0,2	0,9	1,5	0,0	0,0
Italien	-2,5	-1,9	0,6	1,1	-0,1	0,1
Spanien	-1,6	-1,2	0,6	0,8	0,4	0,3
Storbritannien	0,3	1,9	2,4	2,2	0,6	0,2
Japan	1,4	1,5	1,7	1,0	0,4	-0,2
Brasilien	1,0	2,3	2,3	2,8	-0,2	-0,4
Rusland	3,4	1,5	2,0	2,5	-1,0	-1,0
Indien	3,2	4,4	5,4	6,4	0,2	0,1
Kina	7,7	7,7	7,5	7,3	0,3	0,2

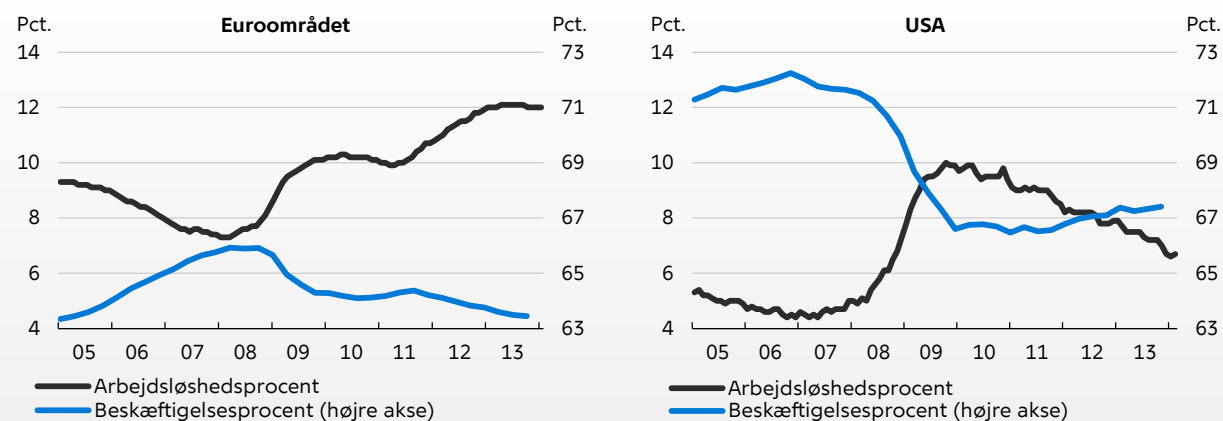
Anm.: Data for 2013 er skøn for Rusland, Indien og verden. Data for 2014 og 2015 er skøn for alle landene.

Kilde: Eurostat og IMF, *World Economic Outlook Update*, januar 2014.

1. BNP i markedspriser.

Arbejdsløshed og beskæftigelse i euroområdet og USA

Figur 3



Anm.: Ledigheden er i procent af arbejdsstyrken, og beskæftigelsen er i procent af befolkningen i den arbejdsdygtige alder.

Kilde: OECD og Reuters EcoWin.

Under lavkonjunkturer ses der normalt en tendens til, at arbejdsstyrken reduceres, fx fordi nogle ledige opgiver at finde arbejde. Omvendt øges arbejdsstyrken i gode tider, hvor der er bedre muligheder for at finde et arbejde. I store dele af euroområdet er arbejdsstyrken imidlertid steget under den økonomiske krise. Det er bl.a. et udslag af arbejdsmarkeds- og pensionsreformer. Kun i Finland, Portugal og Irland er erhvervsfrekvensen faldet i perioden 2007-13.

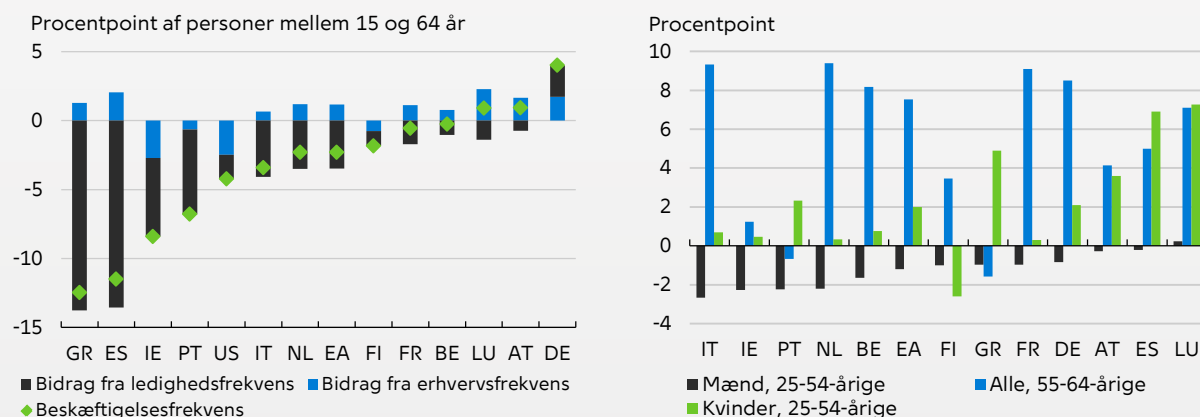
I en periode med manglende efterspørgsel har stigningen i arbejdsstyrken fået ledigheden til at stige mere, end faldet i beskæftigelsen ville tilsi, jf. boksfigur (venstre). Ledigheden i euroområdet er således steget mere end i USA, selv om antallet af beskæftigede i forhold til befolkningen i den arbejdsdygtige alder (beskæftigelsesfrekvensen) i USA er faldet mest. Det er især fremgangen i beskæftigelsen i Tyskland, der har medvirket til at begrænse faldet i beskæftigelsesfrekvensen i euroområdet.

Tendensen til, at erhvervsfrekvensen stiger, er især stærk for personer over 55 år og for kvinder, jf. boksfigur (højre). Ifølge OECD¹ udskyder de ældre deres pensionering på grund af en kombination af ændret uddannelsesniveau, pensionsreformer og bedre helbred. OECD tillægger desuden den højere erhvervsfrekvens i nogle sydeuropæiske lande, fx Spanien og til dels Grækenland, en forsørgelseffekt, der stammer fra, at tidligere inaktive medlemmer af en husholdning indtræder på arbejdsmarkedet for at kompensere for tab i husholdningens indkomst. I mange lande er erhvervsfrekvensen modsat aftaget for mænd mellem 25 og 54 år. Den gruppe har typisk en meget høj erhvervsdeltagelse, og potentialet for strukturelle stigninger er derfor begrænset. Konjunkturreflekterne kan derfor ikke i samme grad modgås af strukturelle ændringer for dem.

Omvendt er erhvervsfrekvensen for de unge faldet svagt igennem krisen for begge køn, hvilket kan tilskrives en højere andel af unge i uddannelse i euroområdet under ét. Effekten varierer dog betydeligt landene imellem. Krisen synes ikke at have marginaliseret de unge i højere grad end andre aldersgrupper, da de unges andel af den samlede ledighed er faldet fra ca. 22 pct. i 2008 til knap 19 pct. i 2013.

Opdelt på kvalifikationer er beskæftigelsen især faldet for ufaglærte, mens den er steget hvert år under krisen for højtuddannede. Under krisen er antallet af ufaglærte i beskæftigelse faldet med 5,7 mio., mens beskæftigelsen af højtuddannede er steget med 6,3 mio. Det er et velkendt fænomen, at ledigheden blandt lønmodtagere med lav uddannelse er mere konjunkturfølsom end resten af arbejdsmarkedet.

Ændring i beskæftigelsesfrekvensen 2007-13 dekomponeret på erhvervsfrekvens og ledighedsgrad (venstre) og ændring i erhvervsfrekvensen 2008-13 for udvalgte grupper (højre)



Anm.: En negativ værdi af ledighedsfrekvens betyder, at ledigheden er steget. Ændringen er fra 4. kvartal 2007 til 3. kvartal 2013. Sæsonkorrigerede tal.

Kilde: OECD og Eurostat.

1. OECD, *Employment Outlook*, 2013.

der korrigeres for faldet i erhvervsfrekvensen, ville ledigheden i USA have været godt 3 procentpoint højere i 2013. Godt 70 pct. af faldet i arbejdsstyrken under krisen skyldes, at flere gik på pension eller modtog invalide- og førtidspension, jf. tabel 2. Størstedelen af faldet er således strukturelt. Det kan fremadrettet påvirke væksten i USA negativt, idet der hurtigere vil blive mangel på arbejdskraft.

Den høje arbejdsløshed i euroområdet bidrager til et afdæmpet lønpres, jf. figur 4. Det er primært lønudviklingen i GIPS-landene, dvs. Grækenland, Irland, Portugal og Spanien, der trækker ned. Før krisen lå deres lønstigningstakt under ét over den for euroområdet som helhed og væsentligt over den tyske, men de seneste år er stigningstakten faldet. Det afspejler bl.a. en betydelig ledig kapacitet på arbejdsmarkedet, arbejdsmarkedsreformer og en reduktion af offentlige lønninger. Lønstigningstakten i Tyskland steg fra 2009 til 2011, men aftog igen til 2 pct. i 2013, på trods af at den tyske ledighed var lav. Resultaterne af de allerede indgåede overenskomster i 2014 og de igangværende forhandlinger tyder på en højere stigningstakt i 2014.

I USA faldt prisstigningstakten målt ved deflatoren for det private forbrug (Federal Reserves foretrukne mål for prisudviklingen) fra knap 3 pct. i midten af 2011 til 1,2 pct. i januar 2014. I euroområdet aftog stigningen i det samlede

forbrugerprisindeks fra 3 pct. ved udgangen af 2011 til 0,8 pct. i februar 2014. Kerneinflationen i euroområdet er ligeledes reduceret og udgjorde 1 pct. i februar. Det er især de lande, som før krisen havde høje prisstigninger, som nu har lave prisstigninger. Selv om stigningstakten i euroområdet er meget lav på nuværende tidspunkt, ser Den Europæiske Centralbank, ECB, ikke risici for en længere periode med negative prisstigninger, dvs. deflation, jf. boks 2. Deflation forudsætter en længere periode, hvor lønudviklingen er meget svag, euroen styrkes løbende og inflationsforventningerne falder.

Den afdæmpede lønudvikling er hovedårsagen til, at inflationstakten i euroområdet har været lav i de seneste år. Samtidig har importpriserne været presset nedad. Det skyldes bl.a., at den nominelle effektive eurokurs er apprecieret siden sommeren 2012, at energipriserne er faldet, og at fødevarepriserne ikke er steget så meget som tidligere. Derudover har en række globale faktorer, eksempelvis friere bevægelse af arbejdskraften, integration af vækstøkonomierne i de globale værdikæder og øget international konkurrence vedvarende presset importpriserne ned. Desuden aftager bl.a. effekterne af tidligere afgiftsforhøjelser gradvist.

Boligmarkedet er generelt i svag bedring, dog stadig med store forskelle på tværs af lande. I USA er de reale boligpriser steget med

Dekomponering af faldet i arbejdsstyrken i USA

Tabel 2

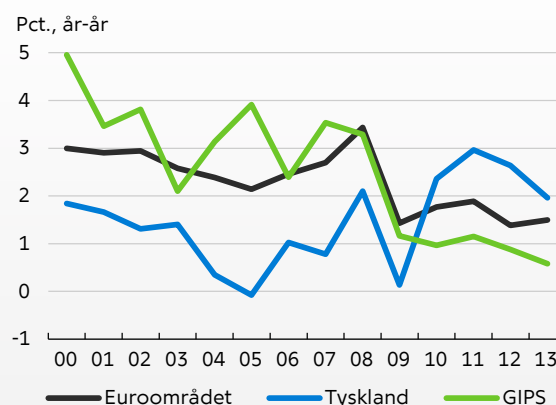
	Mio. personer
Pension	5,4
Invalide- og førtidspension	3,4
Uddannelse	1,9
Ønsker job, men er ikke jobsøgende	1,5
Hjemmegående	0,0
I alt	12,3

Anm.: Ændring i underkategorier for personer uden for arbejdsstyrken fra 4. kvartal 2007 til 4. kvartal 2013.

Kilde: Bureau of Labor Statistics og Shigeru Fujita, Constructing the reason-for-nonparticipation variable using the monthly CPS, 2014.

Udvikling i nominelle lønninger

Figur 4



Anm.: De nominelle lønninger er den gennemsnitlige årsløn pr. beskæftiget for hele økonomien. Serien for GIPS-landene er et BNP-vægtet gennemsnit af de årlige vækstrater for Grækenland, Irland, Portugal og Spanien.

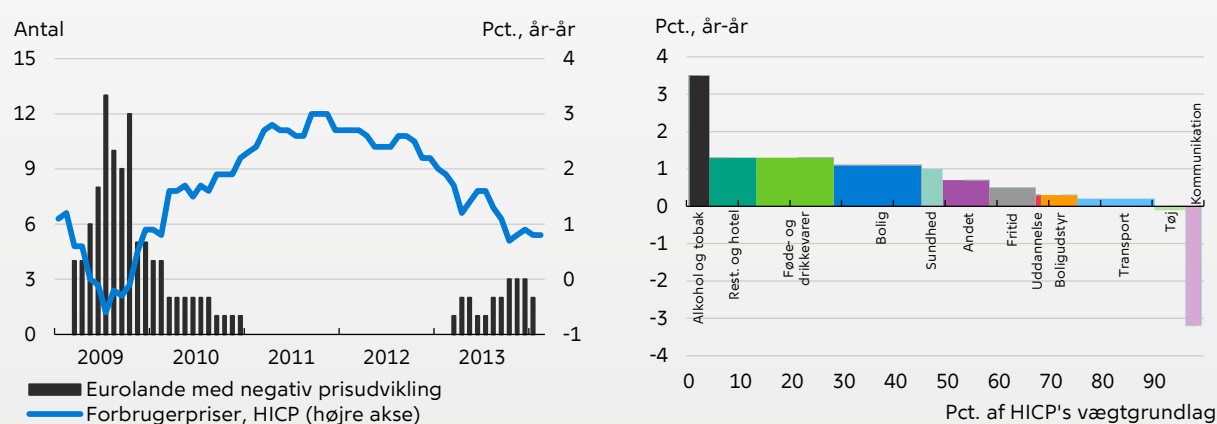
Kilde: Reuters EcoWin.

Den afdæmpede prisudvikling i euroområdet har ført til debat om, hvorvidt der er risiko for deflation. I den forbindelse har ECB's formand udtalt, at tre betingelser skal være opfyldt, for at der er tale om deflation: For det første skal priserne falde i en stor del af landene. For det andet skal priserne falde for en stor del af varegrupperne, og for det tredje skal prisfald medføre forventninger om yderligere prisfald (selvopfyldende forventninger).

I løbet af 2013 var der i de enkelte måneder højst tre lande i euroområdet, hvor prisudviklingen var negativ, jf. boksfigur (venstre). Til sammenligning havde over 10 lande i flere måneder i 2009 faldende priser. Priserne falder således ikke i en stor del af euroområdet på nuværende tidspunkt. I forhold til varegrupperne i forbrugerprisindekset faldt priserne i januar 2014 i 1 af de 12 overordnede kategorier svarende til ca. 3 pct. af det samlede prisindeks, jf. boksfigur (højre). Ses der på de underordnede varegrupper faldt priserne for 20 ud af de 94 varegrupper, hvilket svarer til ca. 23 pct. af det samlede prisindeks. Dermed faldt priserne kun for en mindre andel af varegrupperne. I 2009 og 2010 faldt priserne i perioder i over 40 pct. af de underordnede varegrupper. Med hensyn til inflationsforventningerne viser både spørgeundersøgelser og de implicitte inflationsforventninger (udledt af swaprenter) en faldende tendens de seneste år for inflationen på 1-3 års sigt. Inflationsforventningerne er imidlertid velforankrede omkring 2 pct. på 5 års sigt.

På baggrund af disse forhold vurderer ECB samlet set, at der ikke er risici for deflation i euroområdet.

Prisudvikling i euroområdet (venstre) og fordelt på varegrupper i januar 2014 (højre)



Kilde: Eurostat.

ca. 10 pct. siden slutningen af 2011, jf. figur 5 (venstre). I euroområdet steg de nominelle boligpriser i 3. kvartal 2013 for første gang i to år. De reale priser falder dog stadig svagt. Udviklingen dækker over store forskelle inden for euroområdet. I Tyskland er de reale boligpriser steget med ca. 15 pct. siden 2009, mens priserne stadig falder i de sydeuropæiske lande. I Frankrig er boligpriserne kun blevet korigeret en smule i forbindelse med krisen. I Irland ser boligmarkedet ud til at være vendt, idet de reale boligpriser er steget i 2013 efter at være korigeret kraftigt siden 2007, og i Holland steg priserne svagt i 4. kvartal 2013 for første gang i fem år. Boligprisudviklingen i GIIPS-landene og Holland afspejler, at priserne steg kraftigt i årene op til krisen. Ifølge OECD, *Economic Outlook*, november 2013, ligger boligpriserne i bl.a. Belgien og Frankrig stadig højt målt i forhold til indkomstudviklingen og priserne på

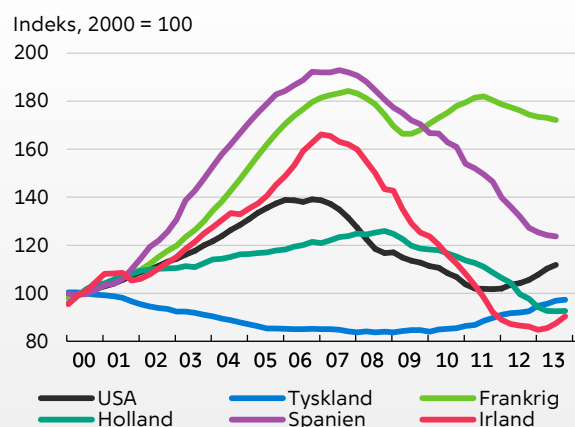
lejemarkedet, mens priserne i Tyskland stadig vurderes at være lave på trods af de seneste års prisstigninger.

I Norge er boligpriserne steget kraftigt under krisen, jf. figur 5 (højre), mens de i Sverige har stabiliseret sig på et niveau, der er mere end 70 pct. højere end i 2000. Set i forhold til indkomstudviklingen ligger priserne i Norge og Sverige højt.

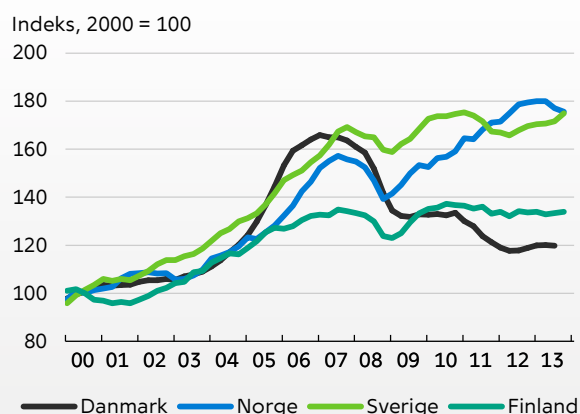
Udviklingen i boliginvesteringerne afspejler tendenserne i boligprisudviklingen. I USA har investeringerne således fulgt vendingen på boligmarkedet, og er steget i både 2012 og 2013. De ventes at stige i de kommende år, hvilket også skal ses i lyset af, at der er langt færre ledige boliger på markedet, og at efterspørgslen efter boliger forventes at stige kraftigt i takt med fremgangen i økonomien. I euroområdet som helhed er boliginvesteringerne faldet under krisen. Det afspejler især udviklingen i lan-

Udvikling i reale boligpriser, udvalgte lande

Figur 5



Kilde: OECD, Housing Prices database.



de som Spanien og Irland, mens investeringerne har ligget nogenlunde konstant i Tyskland og Frankrig. Europa-Kommissionen forventer, at investeringerne i euroområdet generelt vil begynde at stige i 2014-15, i takt med at boligpriserne forventes at stabilisere sig.

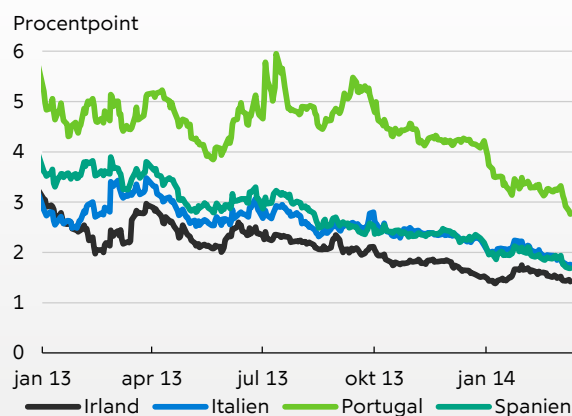
FINANSIELLE FORHOLD

I januar begyndte Federal Reserve at neddroge sine opkøbsprogrammer ("tapering"). De månedlige opkøb er i februar reduceret til 65 mia. dollar fra oprindeligt 85 mia. dollar. Federal Reserve har annonceret, at man vil reducere de månedlige opkøb efter hvert møde i den pengepolitiske komite resten af året, givet at økonomien udvikler sig som forventet. De implicitte markedsforventninger (målt ved federal funds futures) viser, at den pengepolitiske rente forventes at blive på sit nuværende lave niveau resten af året og først for alvor begynde at stige i 2. halvår 2015. Det stemmer overens med forventningerne blandt medlemmerne i den pengepolitiske komite, der viser uændret pengepolitisk rente i 2014 og først begyndende stigning i 2015.¹

I euroområdet faldt risikopræmien på statsobligationsmarkederne generelt gennem 2013. Særligt i Irland, Italien, Portugal og Spanien blev rentespændet til Tyskland indsnævret

10-årigt statsrentespænd til Tyskland, udvalgte lande

Figur 6



Kilde: Reuters EcoWin.

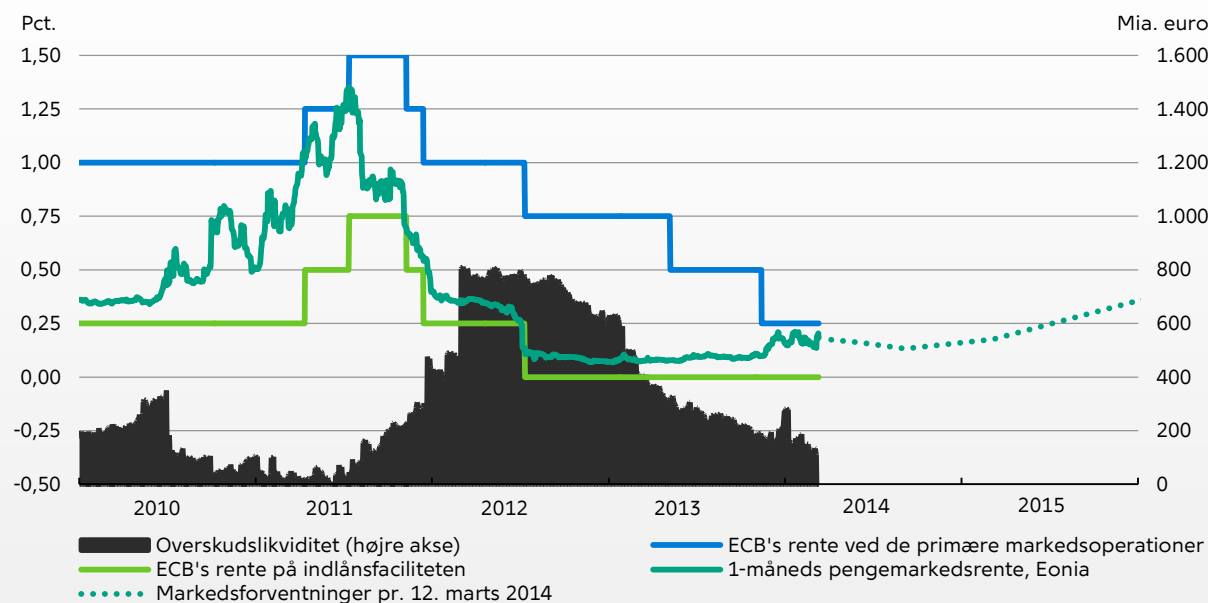
betydeligt, jf. figur 6. Det afspejler en mere positiv markedsstemning og øget risikovillighed, efter at den økonomiske situation er vendt, og underskuddene på betalingsbalancen for flere af landene er vendt til overskud. For Portugal blev rentespændet også indsnævret betydeligt, efter det lykkedes at få et budget for 2014 på plads kort før årsskiftet. I slutningen af januar steg rentespændene til Tyskland svagt, hvilket hovedsageligt skyldes, at den tyske statsrente faldt. Tendensen til indsnævring af rentespændene er efterfølgende fortsat.

Pengemarkedsrenterne i euroområdet har de seneste par år har ligget tæt på ECB's indlånsrente, som på nuværende tidspunkt er 0 pct., jf.

¹ Forventningerne for Federal Reserves pengepolitiske komite er udregnet som medianen (den midterste værdi) af forventningerne fra de individuelle medlemmer.

ECB's pengepolitiske renter og 1-månedes pengemarkedsrente

Figur 7



Anm.: Markedsforsventninger er udregnet implicit på baggrund af forwardkontrakter for 1-månedes Eonia.
 Kilde: Reuters EcoWin og Bloomberg.

figur 7. I løbet af de seneste måneder er både de sikrede og usikrede udlånsrenter imidlertid steget. 1-månedes Eonia steg fra omkring 8-10 basispoint til omkring 18 basispoint i begyndelsen af marts, dvs. tættere på ECB's udlånsrente.

Bank of England introducerede i august 2013 "forward guidance", dvs. vejledning om fremtidig pengepolitik. Den pengepolitiske kommunikation var at holde renten lav, så længe ledigheden var over 7 pct., dog betinget af, at 1) inflationen ikke ventedes at være højere end 2,5 pct. 18-24 måneder frem, 2) inflationsforsventningerne på mellemlangt sigt var fastforankrede, og 3) Financial Policy Committee² bedømte, at pengepolitikken ikke udgjorde en risiko for den finansielle stabilitet. I sin inflationsrapport fra februar 2014 fremlagde Bank of England en ny forward guidance, som lægger vægt på, at andre faktorer også vil påvirke, hvordan centralbanken vælger at sætte renten. Bank of England forventer, at arbejdsløsheden vil falde til under 7 pct. i løbet af foråret. Med en lavere end forventet inflation og en vurderet

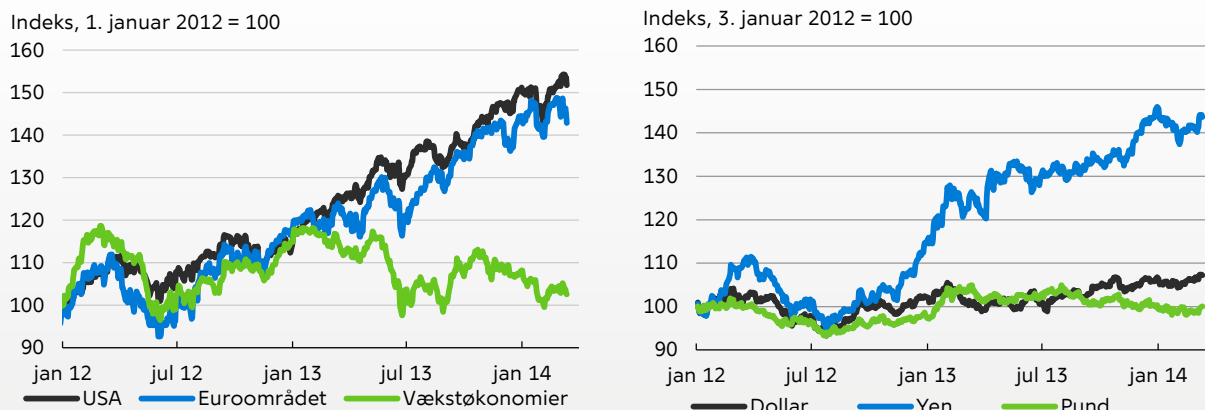
ledig kapacitet på 1-1,5 pct. af BNP finder den pengepolitiske komite imidlertid, at det stadig er for tidligt at hæve renten. Den nye forward guidance indikerer, at centralbanken vil fokusere på at få lukket produktionsgab over de næste 2-3 år og samtidig stabilisere inflationen omkring målet på 2 pct.

Forbedringen af den økonomiske situation og den gradvise stabilisering på de finansielle markeder har bidraget til, at de toneangivende amerikanske og europæiske aktieindeks er steget, jf. figur 8 (venstre). Det sammenvejede aktieindeks for vækstøkonomierne er til gengæld faldet en smule siden begyndelsen af 2013. I Rusland faldt aktierne kraftigt i slutningen af februar og begyndelsen af marts på grund af truslen om internationale sanktioner som følge af konflikten med Ukraine, og den russiske rubel blev svækket. Euro har ligget stabilt over for dollar og pund de sidste par måneder efter at være styrket med ca. 6-7 pct. over for dollar siden sommeren 2013, jf. figur 8 (højre). Omvendt blev yen styrket en smule over for euro i januar, men er efterfølgende kommet tilbage på samme niveau som ved årsskiftet. Overordnet set er yen svækket med ca. 26 pct. over for euro, siden den japanske statsminister Abe

² Uafhængig komite i Bank of England med ansvar for den finansielle stabilitet i Storbritannien.

Aktiemarkeder (venstre) og euroens kurs over for udvalgte valutaer (højre)

Figur 8

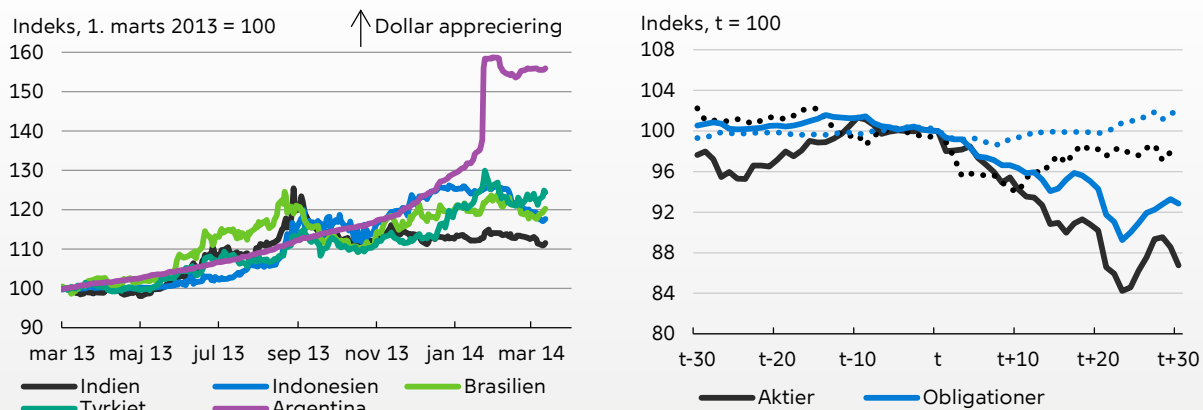


Anm.: Venstre figur: For aktiekurser er anvendt S&P 500, Eurozone Stoxx Index og FTSE All Emerging All Cap Index. Højre figur: En stigning angiver, at euroen er styrket over for den pågældende valuta.

Kilde: Reuters EcoWin og Bloomberg.

Valutakurser i udvalgte vækstøkonomier (venstre) og udvikling på aktie- og obligationsmarkederne i vækstøkonomierne i perioder med finansiell uro (højre)

Figur 9

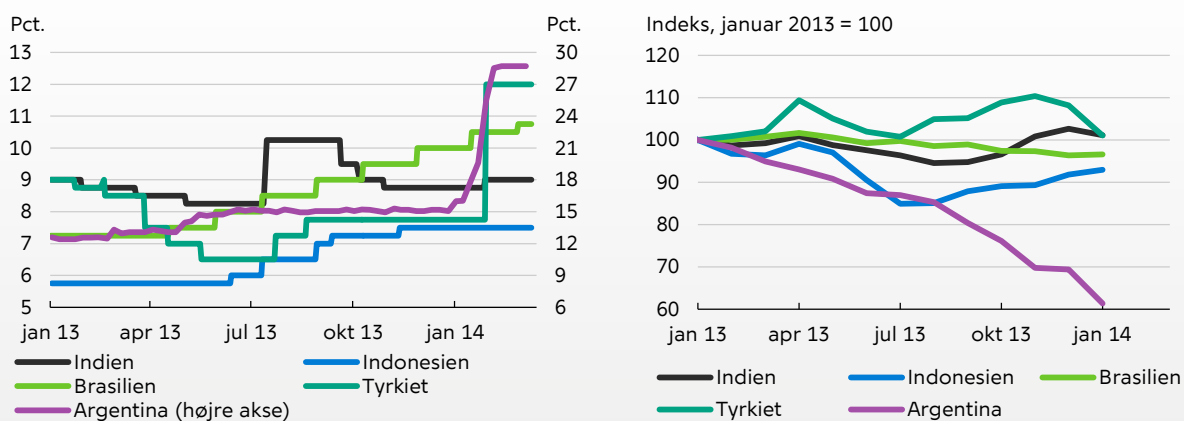


Anm.: Højre figur: De fuldt optrukne linjer angiver udviklingen i dagene omkring t = 22. maj 2013, og de stiplede linjer angiver udviklingen i dagene omkring t = 22. januar 2014. For aktieindeks er anvendt FTSE All Emerging All Cap Index. For obligationsindeks er anvendt JP Morgan EMBI Global Total Return Index.

Kilde: Reuters EcoWin og Bloomberg.

Pengepolitiske renter (venstre) og valutaeserver (højre) i udvalgte vækstøkonomier

Figur 10



Anm.: Valutaeserverne er opgjort i dollar.

Kilde: Reuters EcoWin og Bloomberg.

tiltrådte i slutningen af 2012. Statsministeren udtrykte i slutningen af 2012, at han fandt yen for stærk, og efterfølgende har Bank of Japan hævet inflationsmålsætningen fra 1 til 2 pct.

Guldprisen er generelt faldet de seneste par år, i takt med stabiliseringen på de finansielle markeder. Siden december er guldprisen imidlertid steget med ca. 12 pct. oven på den midlertidige finansielle uro i vækstøkonomierne.

Da Federal Reserve i maj og juni 2013 annoncerede muligheden for at neddrøse obligationsopkøbene, førte det til betydelig uro på de finansielle markeder i vækstøkonomierne og depreciering af flere af landenes valutaer, jf. figur 9 (venstre). Da neddrøslingen blev påbegyndt i januar udløste det igen kapitaludstrømning, og valutakurserne i nogle vækstøkonomier blev svækket betydeligt. Det har generelt været vækstøkonomierne med store betalingsbalanceunderskud og høje inflationsrater, der har været ramt af turbulens. Uroen i januar var dog ikke så kraftig, som det var tilfældet hen over sommeren 2013, hvor både aktie- og obligationsmarkederne i vækstøkonomierne faldt betydeligt, jf. figur 9 (højre). Obligations- og aktiemarkederne faldt i slutningen af maj 2013 med henholdsvis 10 og 15 pct. Til sammenligning faldt aktiemarkederne kun med ca. 6 pct. i slutningen af januar, og obligationsmarkederne var stabile.

Den betydelige svækkelse af valutakurserne i slutningen af januar fik centralbankerne i bl.a. Indien og Tyrkiet til at reagere med renteforhøjelser, jf. figur 10 (venstre). Det medvirkede til at stabilisere situationen på de finansielle markeder. Endvidere har centralbankerne løbende inter文neret for at holde valutakursen stabil. I Argentina blev valutareserven reduceret med næsten 40 pct. fra januar 2013 til januar 2014, jf. figur 10 (højre). Da den argentinske centralbank stoppede med at intervenere på valutamarkedet, blev den argentinske peso svækket med 13 pct. på én dag.

PENGE- OG VALUTAFORHOLD

Kronen har de seneste måneder ligget stabilt over for euroen tæt på centralkursen i ERM2, jf. figur 11. I december og begyndelsen af januar blev kronen svækket en anelse, hvilket bl.a. skal ses i lyset af, at de europæiske pengemarkedsrenter steg relativt til de danske.

Nationalbanken inter文nerede ikke i valutamarkedet fra udgangen af januar 2013 til udgangen af februar 2014. Det udgør den længste periode uden interventioner, siden euroen blev indført. Hvis der sker mindre udsving i kronekursen, indebærer fastkurspolitikken, at Nationalbanken vil forsøge at udjævne bevægelserne ved at intervenere i valutamarkedet ved køb og salg af fremmed valuta mod kroner. Opstår der mere vedvarende tendenser til, at kronen styrkes eller svækkes, ændrer Nationalbanken renten. Markedsdeltagerne har desuden selv bidraget til at stabilisere kronekursen ved at tage positioner ud fra en forventning om en stabil kronekurs, jf. artiklen "Fastkurspolitik i Danmark" i denne Kvartalsoversigt.

Ved udgangen af februar var valutareserven 475,4 mia. kr., hvilket var et fald på 14,0 mia. kr. siden november 2013. Det afspejlede primært kursregulering af valutareserven for 2013.

Nationalbanken har ikke ændret de pengepolitiske rentesatser siden maj 2013, hvor udlånsrenten blev nedsat.

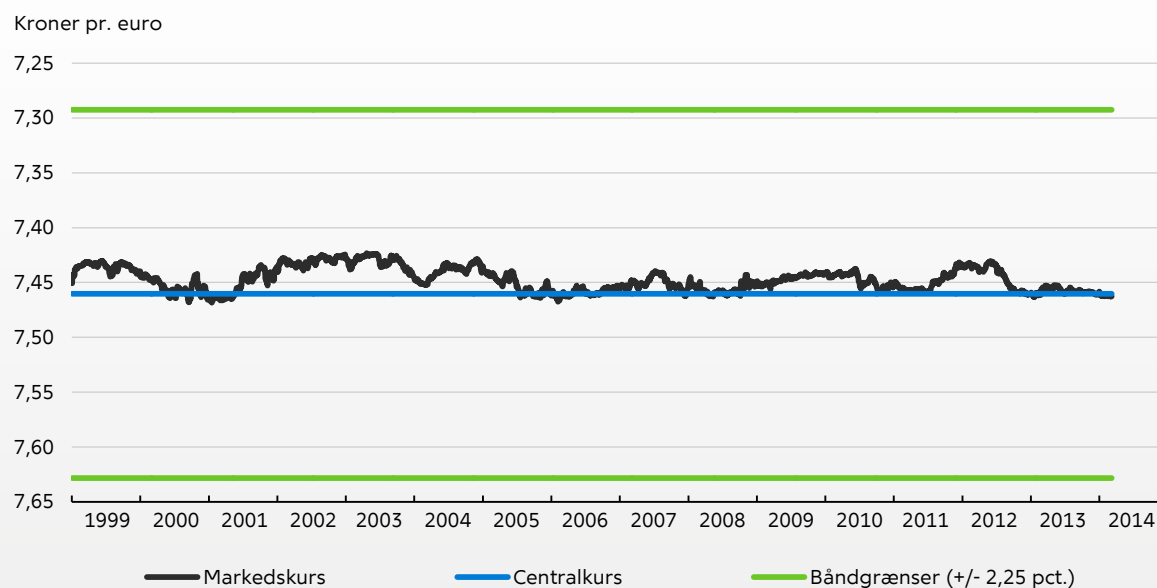
Siden begyndelsen af december har der været førtidige indfrielse af 3-årige lån i Nationalbanken for i alt 5,3 mia. kr., hvilket nedbringer udlånene til samlet 6,7 mia. kr. En lille del af udeståendet udløber i marts 2015, mens resten udløber i september 2015.

Siden oktober 2011 har de pengepolitiske modparter kunnet optage 6-måneders lån i Nationalbanken. Den mulighed vil bortfalde pr. 1. juli 2014. I løbet af december indfriede modparterne 6-måneders lån for 3,4 mia. kr., hvilket nedbragte udeståendet til nul. De pengepolitiske modparter under ét har fortsat en positiv nettostilling over for Nationalbanken.

De danske pengemarkedsrenter har været stabile de senere måneder. Pengemarkedsrenterne i euroområdet er derimod steget, så rentespændet til euroområdet er udvidet og

Kronens kurs over for euro

Figur 11



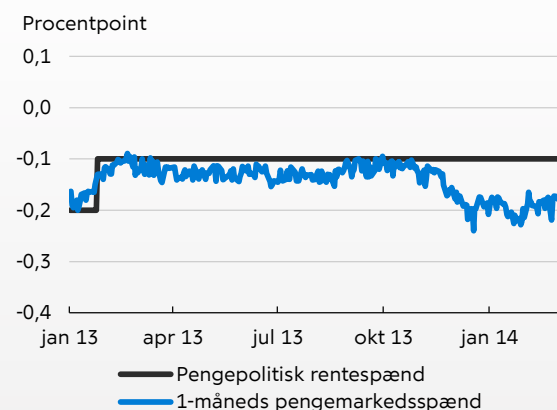
Anm.: Omvendt skala. Seneste observation er 10. marts 2014.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

blevet mere negativt siden midten af november, jf. figur 12.

Udviklingen i pengemarkedsrenterne i euroområdet har været tæt knyttet til mængden af overskudslikviditet. I perioder med rigelig overskydende likviditet vil de korte pengemarkedsrenter ligge tæt på ECB's indlånsrente, som er det alternative afkast til at placere i pengemarkedet. Når overskudslikviditeten omvendt er lille, vil de korte pengemarkedsrenter ligge tæt på renten på de primære markedsoperationer, som er alternativet til at låne i pengemarkedet. Siden begyndelsen af 2013 har bankerne i euroområdet kunnet tilbagebetale lån under ECB's 3-årige udlånsfacilitet, Longer-Term Refinancing Operations, LTRO, før tid. Det har medført et betydeligt fald i overskudslikviditeten, som i midten af november 2013 kom ned på et niveau, der fik pengemarkedsrenterne til at stige. I slutningen af november og i december 2013 var der desuden opadgående pres på pengemarkedsrenterne som følge af, at bankerne i euroområdet ønskede at have mere likviditet hen over årsskiftet. Det gjorde dem mindre villige til at låne ud i pengemarkedet. Ønsket om en stærk likviditetsposition ved årsskiftet blev forstærket af ECB's "comprehensive assess-

Rentespænd mellem Danmark og euroområdet

Figur 12



Anm.: Det pengepolitiske rentespænd er forskellen mellem Nationalbankens indskudsbevisrente og ECB's indlånsrente. Pengemarkedsspændet er forskellen mellem Cita-swaprenten og Eonia-swaprenten. Seneste observation er 10. marts 2014.
Kilde: Reuters EcoWin.

ment", dvs. omfattende vurdering af de største banker i den kommende bankunion, der bl.a. vil være baseret på bankernes balance 31. december 2013³.

3 Jf. afsnittet om international økonomi og finansielle markeder i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2013, Del 1.

Omsætningen i det danske pengemarked steg i december. Det afspejlede bl.a. bankernes ønske om at holde rigelig likviditet i forbindelse med store afviklinger i realkreditmarkedet hen over årsskiftet.

KAPITALMARKED

Renten på den 10-årige danske statsobligation lå i begyndelsen af marts lidt under 1,7 pct., jf. figur 13. I løbet af december steg den 10-årige statsobligationsrente, men siden nytår er renten faldet igen, hvilket er på linje med udviklingen i en række af de øvrige europæiske lande, jf. afsnittet om international økonomi. Den 10-årige tyske statsrente er siden nytår faldet lidt mere end den danske, hvilket har løftet det dansk-tyske rentespænd fra lige under nul til at være svagt positivt. Den 27. februar blev der holdt auktion over skatkammerbeviser med en løbetid på 3 og 6 måneder. Ved auktionen blev der solgt for 17,1 mia. kr. til renter på henholdsvis -0,17 og -0,09 pct.

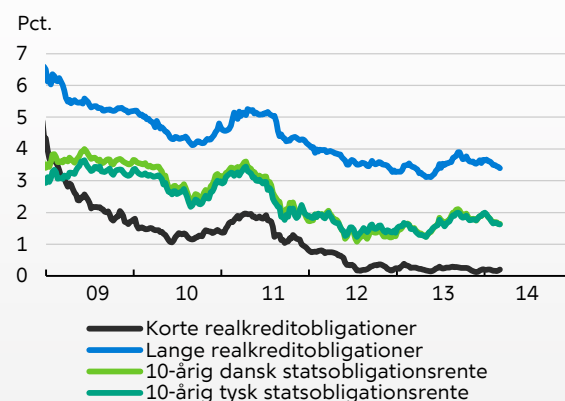
Renten på korte realkreditobligationer har været omtrent uændret de seneste måneder og lå i begyndelsen af marts på 0,2 pct., mens renten på lange realkreditobligationer er faldet en smule til 3,4 pct. Den korte realkreditrente har ligget tæt på 0,2 pct. siden juli 2012, jf. figur 13.

I forlængelse af regeringens forslag fra november 2013 vedtog Folketinget den 11. marts 2014 en lovændring, der indfører betinget løbetidsforlængelse for realkreditobligationer med en løbetid, der er kortere end løbetiden på de lån, som obligationerne finansierer. Forlængelsen udløses, hvis en refinansieringsauktion fejler, eller hvis renten på realkreditobligationer med en oprindelig løbetid under 2 år stiger med mere end 5 procentpoint inden for et år, jf. artiklen "Løbetidsforlængelse af realkreditobligationer" i denne Kvartalsoversigt.

Pengeinstitutternes rente på udestående udlån til husholdninger var uændret fra oktober 2013 til januar 2014, mens renten på udlån til erhverv faldt med 0,1 procentpoint. Indlånsrenterne var uændrede i samme periode, og rentemarginalen faldt således lidt over for erhverv. Som følge af overgangen til en ny MFI-statistik er der sket mindre ændringer i afgrænsningen af bl.a. husholdningssektoren, jf. artiklen "Ny og

Renter på stats- og realkreditobligationer

Figur 13



Anm.: Ugentlige data. Den korte rente er den 1-årige realkreditrente baseret på rentetilpasningsobligationer. Den lange rente er en gennemsnitlig effektiv rente baseret på 30-årige fastforrentede konverterbare realkreditobligationer. Realkreditrenter er ekskl. kursskæring og bidrag. De 10-årige statsobligationsrenter er par-renter, dvs. beregnede renter på obligationer med præcis 10 år til udløb. Seneste observation er uge 10 2014.
Kilde: Nordea Analytics og Realkreditrådet.

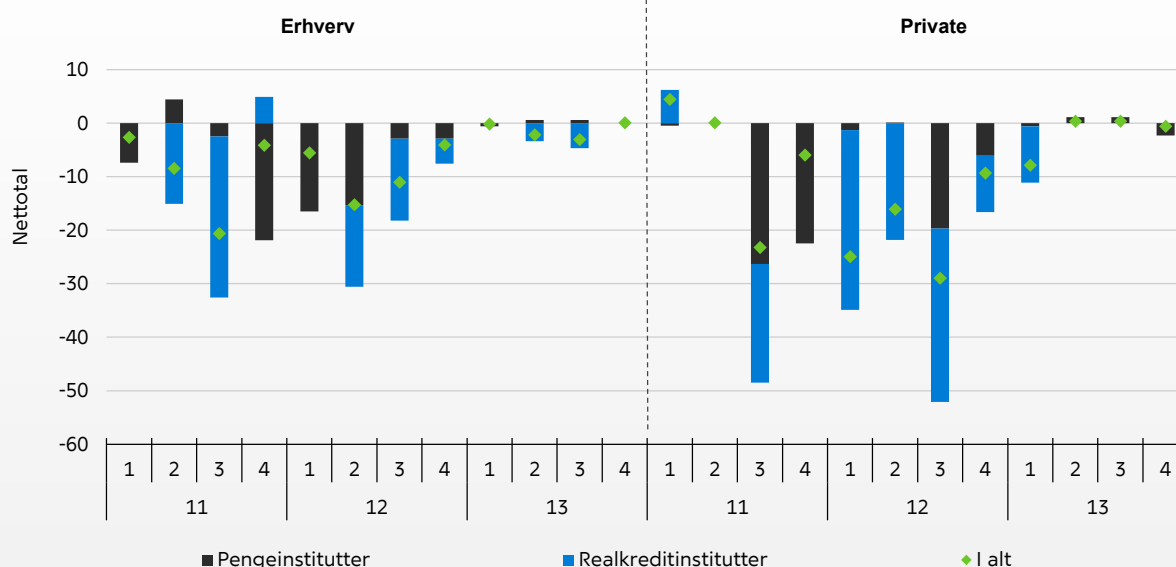
mere detaljeret MFI-statistik" i denne Kvartalsoversigt. Omklassificeringen har ikke påvirket de opgjorte renteniveauer på udstående udlån og indlån til husholdninger og erhverv nævneværdigt.

KREDITUDVIKLING

I Nationalbankens udlånsundersøgelse for 4. kvartal 2013 svarede penge- og realkreditinstitutterne, at kreditpolitikken over for både erhverv og private var uændret i 4. kvartal 2013. Institutterne angav under ét, at låneefterspørgslen fra erhverv var steget, og at stigningen var størst blandt nye kunder. Fra private var låneefterspørgslen stort set uændret blandt eksisterende kunder i 4. kvartal 2013, mens den steg svagt blandt nye kunder. Igennem 2013 var kreditpolitikken over for både erhverv og private nogenlunde uændret fra kvartal til kvartal, hvilket står i modsætning til de stramninger, der fandt sted i 2. halvår 2011 og i 2012, jf. figur 14. Det indikerer, at kreditpolitikken det seneste års tid har været mere stabil. Nationalbanken introducerede den kvartalsvise udlånsundersøgelse i 4. kvartal 2008, så den er relativt ny sammenlignet med tilsvarende undersøgelser fra andre centralbanker. Den danske udlånsundersøgelse kan således ikke danne baggrund

Ændringer i kreditpolitik over for erhverv og private

Figur 14



Anm.: Nettotallet kan ligge i intervallet -100 til 100. Et negativt netttotal betyder, at kreditchefene i de adspurgte institutter samlet set har angivet, at kreditpolitikken er blevet strammet i forhold til kvartalet før. Omvendt angiver et positivt netttotal, at den er lempet. I udlånsundersøgelsen dækker udlån til erhverv over udlån til ikke-finansielle selskaber og personligt ejede virksomheder, mens personligt ejede virksomheder indgår i husholdningssektoren i MFI-statistikken. I udlånsundersøgelsen dækker udlån til private over udlån til lønmodtagere og pensionister mv.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

for en systematisk statistisk vurdering af udviklingen i kreditpolitikken hen over forskellige dele af et konjunkturforløb. Erfaringer fra den amerikanske udlånsundersøgelse, som rækker tilbage til 1967, viser, at kreditpolitikken er blevet strammet langt oftere, end den er lempet⁴. Dermed kan kreditpolitikken i udlånsundersøgelsens resultater fremtræde mere restriktiv, end den faktisk er.

Pengeinstitutterne forventer at holde kreditpolitikken nogenlunde uændret over for erhverv og private i 1. kvartal 2014, mens realkreditinstitutterne forventer at stramme kreditpolitikken lidt over for begge.

Penge- og realkreditinstitutternes samlede sæsonkorrigerede udlån til husholdninger og erhverv har været stort set uændret på det seneste. Fra oktober 2013 til januar 2014 faldt pengeinstitutternes udlån til husholdninger med 3 mia. kr., mens udlånet til erhverv faldt med 1 mia. kr. I samme periode steg realkreditinstitutternes

udlån til husholdninger og erhverv med henholdsvis 1 og 6 mia. kr. Overgangen til den nye MFI-statistik har medført en mindre nedjustering af udlånet til husholdningerne, mens udlånet til erhverv er opjusteret omtrent tilsvarende.

DANSK ØKONOMI

Dansk økonomi voksede 0,4 pct. i 2013, bl.a. drevet af fremgang i eksporten, det offentlige forbrug og erhvervsinvesteringerne, mens det private forbrug lå fladt.

I 4. kvartal faldt aktiviteten 0,5 pct. efter korrektion for prisudvikling og sæsonudsving. Det skal ses i sammenhæng med, at den danske BNP-vækst ofte svinger betydeligt fra kvartal til kvartal. Således var der positiv vækst i 2. og 3. kvartal på henholdsvis 1,0 og 0,4 pct.

Tilbagegangen i 4. kvartal kan bl.a. henføres til, at lagrene blev nedbragt, dvs. tidligere produktion blev brugt til at imødekomme efterspørgslen. Aktiviteten blev omvendt trukket op af højere offentligt forbrug og en betydelig stigning i boliginvesteringerne.

⁴ Jf. Kim Abildgren og Andreas Kuchler, Pengeinstitutter, kredit og konjunkturer i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2013, Del 2.

Centrale økonomiske størrelser

Tabel 3

Realvækst i forhold til perioden før, pct.	2013	2014	2015	2016	2013		
					2. kv.	3. kv.	4. kv.
BNP	0,4	1,4	1,7	1,9	1,0	0,4	-0,5
Privat forbrug	0,0	1,4	2,0	2,0	-0,1	-0,2	-1,3
Offentligt forbrug	0,9	1,0	0,6	0,7	0,9	1,4	0,9
Boliginvesteringer	-5,0	3,3	2,6	2,2	0,7	-3,4	5,6
Offentlige investeringer	-0,7	-1,1	-5,6	0,5	7,5	2,1	-11,4
Erhvervsinvesteringer	3,4	3,7	4,2	4,9	-0,8	3,8	-3,2
Lagerinvesteringer ¹	0,2	0,0	0,0	0,1	-0,4	0,4	-1,0
Eksport	1,0	2,8	2,6	3,0	1,7	1,7	-0,1
Industrieksport	2,7	4,0	3,4	4,3	2,2	2,9	1,0
Import	1,5	3,3	2,7	3,3	-0,4	3,2	-2,7
Beskæftigelse, 1.000 personer	2.734	2.752	2.768	2.789	2.722	2.740	2.746
Ledighed, brutto, 1.000 personer	153	147	140	130	154	151	150
Ledighed, netto, 1.000 personer	117	114	110	102	117	117	116
Betalingsbalance, pct. af BNP	7,3	5,7	5,7	5,9	7,4	7,3	8,5
Offentlig saldo, pct. af BNP	-1,2	-1,1	-2,9	-2,4	-1,4	-1,5	0,6
Kontantpriser, pct. år-år	2,6	2,2	2,7	2,9	3,1	2,6	2,6
Forbrugerpriser, pct. år-år	0,5	1,2	1,7	1,8	0,5	0,2	0,4
Timeløn, pct. år-år	1,7	2,1	2,6	2,7	1,7	1,9	1,5

¹. Bidrag til BNP-vækst.

Underliggende steg det private forbrug 0,2 pct. i 4. kvartal, men da forsikringserstatninger efter de to storme i 4. kvartal fratrækkes det private forbrug af forsikringstjenester, viste nationalregnskabet opgørelse et fald på 1,3 pct. i det private forbrug, jf. figur 15 (venstre).

Det private forbrug var i 4. kvartal positivt påvirket af anskaffelsen af køretøjer. Bilsalget er steget siden slutningen af 2012 og var i februar 2014 på et af de højeste niveauer nogensinde. Modsat trak det milde vejr i 4. kvartal husholdningernes forbrug af energi ned. Det bevirkede, at forsyningsvirksomhederne bidrog negativt til bruttoværditilvæksten, BVT, jf. figur 15 (højre). BVT-væksten blev også ekstraordinært trukket ned af finansiering og forsikring som følge af forsikringsudbetalingerne i forbindelse med stormene. Omvendt var der fortsat fremgang i andre brancher, bl.a. industrien.

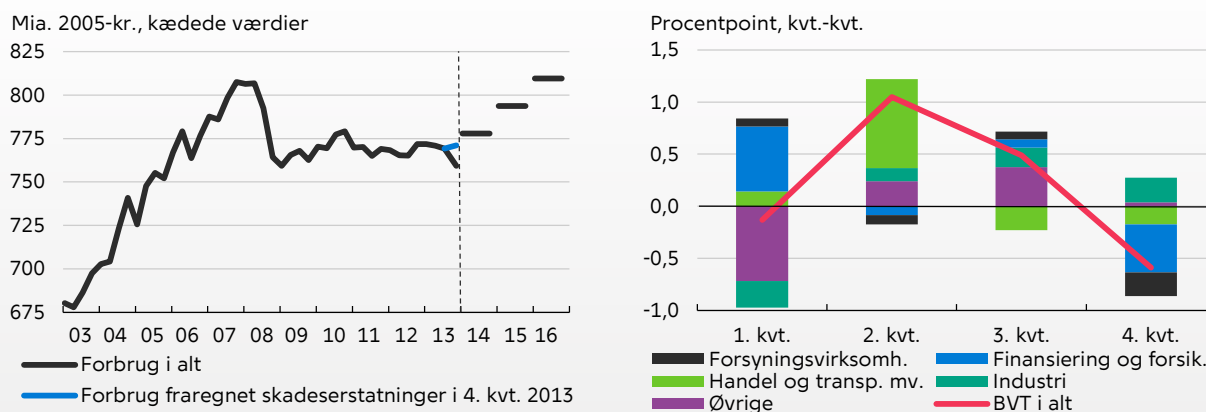
Den stort set flade forbrugsudvikling i 2013 skal ses i sammenhæng med, at stigningen i husholdningernes formue siden midten af 2012 i høj grad har været drevet af pensions- og aktieformuen, som normalt betyder mindre for forbruget end fx boligformue og bankindskud. Desuden har udviklingen i de disponible indkomster været svag, også når der korrigeres for de ekstraordinære skattebetalinger på kapitalpensioner.

Forbrugskvoten er faldet gennem 2013 og ligger aktuelt lidt under sit historiske gennemsnit, når der tages hensyn til, at de ekstraordinære skattebetalinger på kapitalpension mindsker den disponible indkomst i 2013 og 2014, jf. figur 16 (venstre).

I prognosen ventes en jævn vækst i det private forbrug på 1,4 pct. i år og 2 pct. de følgende to år. Det sker med afsæt i, at forbruger-

Privat forbrug (venstre) og branchers bidrag til bruttoværditilvæksten i 2013 (højre)

Figur 15



Kilde: Danmarks Statistik.

tilliden i over et halvt år har ligget på et pænt niveau, og at husholdningernes disponible indkomster i fremskrivningen øges som følge af stigende lønindkomster.

Erhvervenes bygge- og anlægsinvesteringer gik 1,7 pct. tilbage i 4. kvartal. Niveaue er meget lavt og skal ses i sammenhæng med den betydelige lokale ledighed, hvilket også fremadrettet ventes at mindske behovet for at bygge nyt, når den økonomiske aktivitet øges.

Virksomhedernes materielinvesteringer faldt 3,1 pct. i 4. kvartal. Det dækker i høj grad over bortfald af de store investeringer i importerede skibe i 3. kvartal, og ekskl. skibe steg materielinvesteringerne ca. 6 pct. i 4. kvartal. Det skal ses i lyset af, at det særlige investeringsvindue med gunstige skattemæssige afskrivninger ophørte ved årsskiftet 2013/14. I de kommende år ventes materielinvesteringerne at vokse omtrent med værditilvæksten i byerhvervene, dvs. investeringskvoten for materiel vil udvikle sig stort set fladt, jf. figur 16 (højre).

Målt i mængder faldt eksporten 0,1 pct. i 4. kvartal, mens importen faldt 2,7 pct. Vareimporten blev trukket ned af bortfaldet af den store import af skibe i 3. kvartal, og tjenesteimporten mindskedes som følge af negativ import af forsikringstjenester fra de danske forsikrings-selskabers genforsikring i udlandet i forbindelse med stormene i 4. kvartal. Korrigeres der for disse midlertidige forhold var der en fremgang i importen på ca. 0,5 pct.

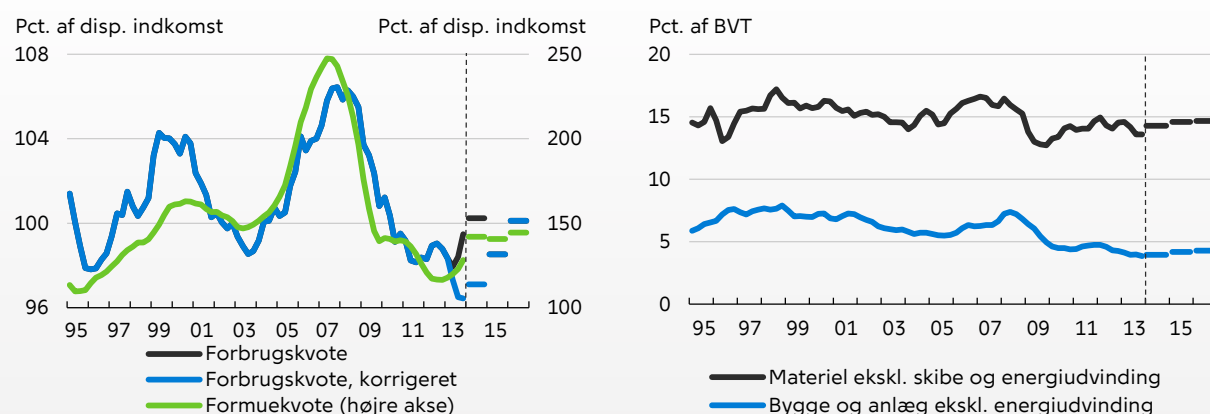
Udsigterne til bedring på Danmarks største eksportmarkeder, jf. antagelserne i appendiks 1, danner baggrund for, at eksporten i de kommende år ventes at stige mellem 2,5 og 3 pct. om året.

Der er positive takter på arbejdsmarkedet og dele af boligmarkedet, og tilliden hos både forbrugere og virksomheder er bedret siden foråret 2013. Det giver sammen med det lave renteniveau og et betydeligt opsparingsoverskud i den private sektor, især i virksomhederne, grundlag for et selv bærende opsving med vedvarende fremgang i den indenlandske efterspørgsel. Samlet set ventes en BNP-vækst på 1,4 pct. i år stigende til 1,9 pct. i 2016. Vækstskønnene for i år og næste år er dermed for alle praktiske formål uændrede i forhold til Nationalbankens prognose fra december 2013, jf. appendiks 2.

Risiciene i fremskrivningen vurderes at være balancerede. Hvis de positive takter på bolig- og arbejdsmarkedet fortsætter, kan det give et hurtigere og kraftigere løft i det private forbrug end skønnet. Omvendt kan et fornyet tilbageslag i udlandet forsinke fremgangen herhjemme. Væksten kan også blive dæmpet af en hurtigere normalisering af pengepolitikken i udlandet end forudsat.

Husholdningernes forbrugs- og formuekvote (venstre) og byerhvervenes investeringskvoter (højre)

Figur 16



Anm.: Venstre figur: Kvoterne er vist med 4 kvartalers glidende gennemsnit. Husholdningernes disponible indkomst er som ifølge nationalregnskabet. "Forbrugskvote, korrigeret" korrigerer den disponible indkomst for de ekstraordinære skattebetalinger fra omlægning af kapitalpensioner. Formuen er husholdningernes vægtede, forbrugsbestemmende formue, jf. Jens Bang-Andersen mfl., Forbrug, indkomst og formue, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2013, Del 2. Højre figur: Kvoterne er vist med 2 kvartalers glidende gennemsnit. BVT er bruttoværditilvæksten i de private byerhverv.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

UDENRIGSHANDEL OG BETALINGSBALANCE

Værdien af vareeksporten ekskl. skibe og fly faldt sæsonkorrigeret 0,3 pct. i 4. kvartal, mens værdien af importen voksede 1,0 pct. Det bevirkede, at handelsoverskuddet faldt med 1,8 mia. kr. til 20 mia. kr.

For året som helhed lå vareeksporten 1,0 pct. højere i 2013 end i 2012. Det afspejler hovedsageligt en bredt funderet fremgang i industrieksporten. Eksporten af kemiske produkter, herunder medicinalprodukter, fortsatte de seneste års solide fremgang. Eksporten af maskiner, transportmidler og halvfabrikata steg efter en mindre tilbagegang året før. Også landbrugs-eksporten fortsatte de seneste års stigning. Disse forhold mere end kompenserede for, at energieksporten gik lidt tilbage som følge af lavere produktion i Nordsøen og lavere oliepriser.

Tjenesteeksporten voksede 2,4 pct. i 2013, mens tjenesteimporten lå stort set fladt. Eksporten af søtransport steg i 2013 med 3,3 pct. og var den primære årsag til fremgangen i tjenesteeksporten.

I 4. kvartal var overskuddet på betalingsbalancen 40,3 mia. kr., 12,6 mia. kr. højere end året før. For 2013 som helhed var overskuddet 135,4 mia. kr. Det er det højeste overskud nogensinde og godt 26 mia. kr. mere end i 2012. Det store overskud, der svarer til 7,3 pct. af

BNP, bunder bl.a. i, at formueindkomsten er steget støt de seneste par årtier, hvor Danmark er gået fra at være debitor- til kreditnation med en udlandsformue på ca. 40 pct. af BNP.

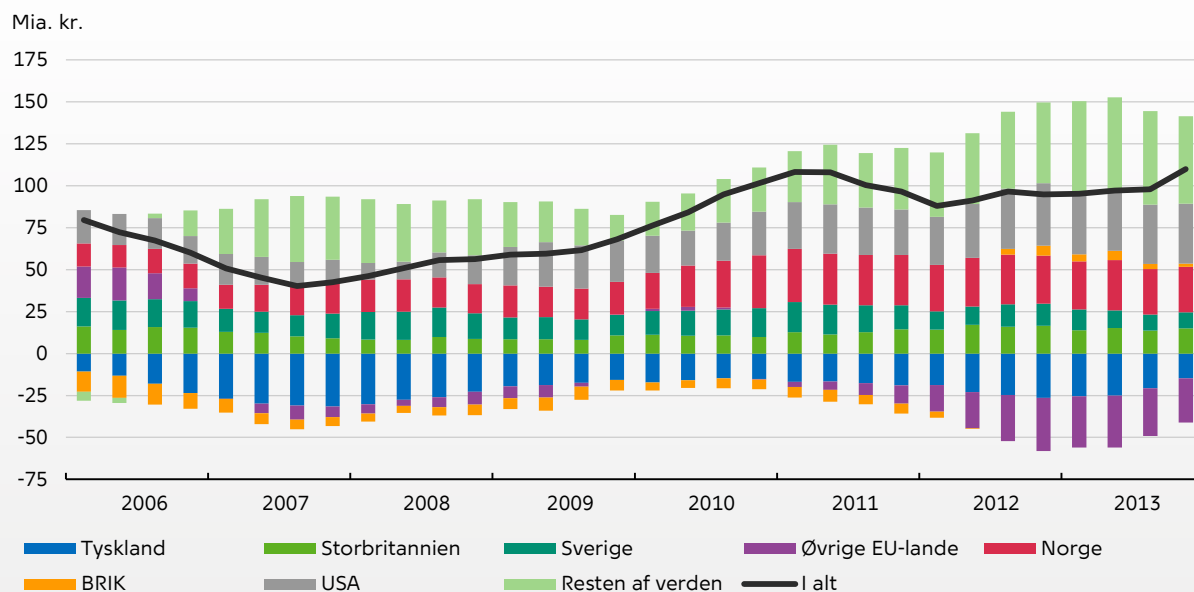
Overskuddet på betalingsbalancen ventes i år at falde lidt tilbage. I fremskrivningen er det bl.a. overskuddet fra formueindkomsten, som skønnes at aftage. Det skal ses i lyset af, at afkastgraden på Danmarks udlandsformue de seneste år har været højere, end man isoleret set kunne forvente ud fra en international sammenligning, jf. artiklen "Udvikling i og afkast af udlandsformue" i denne Kvartalsoversigt.

De senere års store overskud på betalingsbalancen kan også henføres til, at overskuddet på vare- og tjenestebalancen siden 2010 har været højt, jf. figur 17. Det afspejler, at den indenlandske efterspørgsel og dermed importen har været afdæmpet. Samtidig har Danmark en mindre konjunkturfølsom eksport end de fleste andre lande, hvilket til dels har modvirket, at eksportmarkederne har udviklet sig svagt.

Ligesom i de foregående par år var der i 2013 underskud på vare- og tjenestebalancen over for EU, trods pæne overskud over for Sverige og Storbritannien. Norge og USA bidrog fortsat betydeligt til det danske overskud, mens eksporten til og importen fra BRIK-landene stort set udlignede hinanden.

Danmarks vare- og tjenestebalance fordelt efter geografisk modpart

Figur 17



Anm.: 4 kvartalers glidende sum. Betalingsbalancens varebegreb er anvendt. BRIK omfatter Brasilien, Rusland, Indien og Kina.
Kilde: Danmarks Statistik.

BOLIGMARKED

Boligmarkedet viste i slutningen af 2013 tegn på fremgang. Antallet af bekendtgjorte tvangsauktioner er aftaget, også i begyndelsen af 2014. Boligpriserne er steget siden foråret 2012, men er i de seneste måneder fladet ud, jf. figur 18 (venstre). I december 2013 lå huspriserne 2,1 pct. højere end i samme måned året før, mens lejlighedspriserne var steget knap 8 pct. Priserne er steget mest i byerne, hvorimod der endnu ikke har fundet en vending sted i andre dele af landet.

Siden begyndelsen af 2012 er forskellen på landsplan mellem første udbudte pris og den endelige handelspris indsnævret. Det vidner om, at sælger og køber har nemmere ved at blive enige om prisen. I 3. kvartal 2013 var det gennemsnitlige afslag for huse knap 11 pct., hvilket var ca. 1,5 procentpoint lavere end på samme tidspunkt året før. For ejerlejligheder var afslaget faldet til 6 pct.

Handelsaktiviteten er fortsat beskeden, jf. figur 18 (højre). For huse har den de seneste tre år svinget omkring samme lave niveau. I hovedstadsområdet har der dog i de seneste kvartaler været en vis fremgang i antal handler. Udbuddet af huse er højt. Det giver sammen

med den beskedne omsætning lange liggetider på gennemsnitligt næsten 300 dage efter sæsonkorrektur. Også her er der betydelige geografiske forskelle, hvor Region Hovedstaden ligger lavest med under 200 dage.

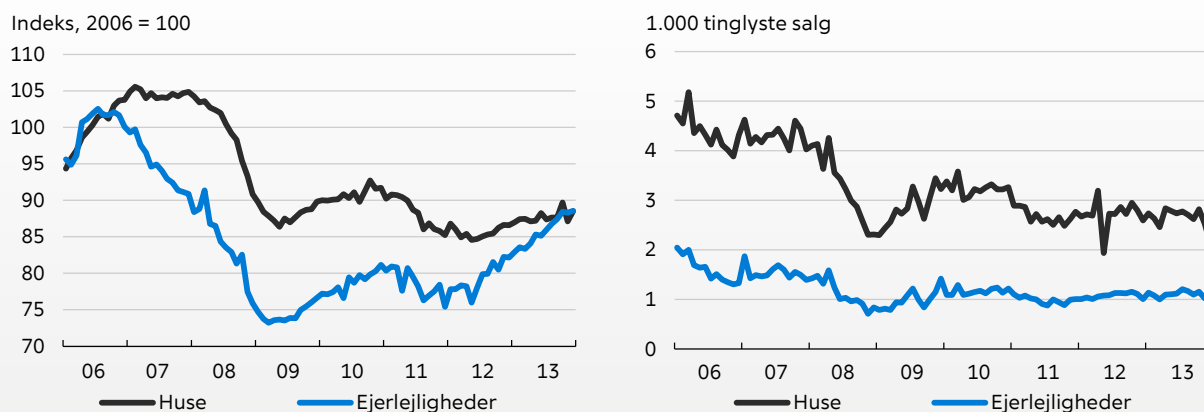
For ejerlejlighederne har antal tinglyste salg siden midten af 2012 svinget omkring et niveau, som er lidt lavere end gennemsnittet for de sidste otte år. Udbuddet er faldet svagt i de seneste måneder, trods en mindre stigning i København, hvor priserne også er steget mest.

I løbet af 2. halvår 2013 er boligbyrden steget som følge af højere renteniveau og boligpriser. Stigningen sker dog fra et lavt niveau. Boligbyrden er en stiliseret opgørelse af finansieringsomkostninger inkl. ejendomsskatter ved køb af et enfamiliehus som andel af den gennemsnitlige indkomst. Hvis boligkøbet finansieres med et fastforrentet lån med afdrag, var boligbyrden i 4. kvartal 2013 godt 1 procentpoint lavere end gennemsnittet siden 1981.

Fremgangen på boligmarkedet i København og de større provinsbyer ventes at fortsætte i prognoseperioden, men med lavere prisstigninger, i takt med at flere vil finde attraktivt at bosætte sig i de omkringliggende områder. Sammen med øget beskæftigelse og indkomst

Boligprisudvikling (venstre) og antal tinglyste salg (højre)

Figur 18



Anm.: Sæsonkorrigerede data. Antal tinglyste salg dækker for den seneste måned normalt ca. 75 pct. af det endelige antal handler, hvorfor en opjustering af handelsaktiviteten må forventes for de senere måneder.
Kilde: Danmarks Statistik og egen sæsonkorrektur.

giver det afsæt for højere boligpriser, hvilket til dels modvirkes af, at renterne antages at stige. På den baggrund ventes årlige husprisstigninger på 2-3 pct. frem til 2016.

OFFENTLIGE FINANSER

Det reale offentlige forbrug ventes i år at stige 1,0 pct. og de to følgende år 0,6 og 0,7 pct. Det holder sig inden for de aftalte udgiftslofter. Den relativt høje vækst i år afspejler, at det offentlige forbrug i 2013 blev lavere end planlagt, hvilket muliggør en større vækst i år, uden at udgiftsloftet overskrides.

De offentlige investeringer skønnes at blive reduceret i år og næste år. Herefter stabiliserer de sig på et niveau lidt over 2 pct. af BNP, hvilket set over en længere periode er ganske højt.

Underskuddet på den offentlige saldo skønnes i 2013 at være 22 mia. kr., svarende til 1,2 pct. af BNP. Uden engangsindtægterne fra omlægningen af eksisterende kapitalpensioner havde underskuddet været 28,5 mia. kr. højere og dermed udgjort 2,7 pct. af BNP. Også i 2014 er saldoen positivt påvirket af skatteomlægningen, og det giver et skønnet underskud på 1,1 pct. af BNP. I 2015 ophører disse ekstraordinære indtægter, og underskuddet ventes at udgøre 2,9 pct. af BNP faldende til 2,4 pct. af BNP i 2016.

Danmark fik i 2010 en henstilling fra Europa-Kommissionen om at nedbringe det uforholdsmæssigt store underskud senest i 2013.

Det indebar, at den strukturelle saldo skulle forbedres med mindst 1,5 pct. af BNP i perioden 2011-13, og at underskuddet på den offentlige saldo ikke måtte overstige 3 pct. af BNP i 2013. Begge dele synes at være opfyldt. Hvis Danmark skal komme ud af underskudsproceduren er det en forudsætning, at Kommissionen i sin forårsprognose 2014 vurderer, at der ikke er udsigt til, at Danmark vil overskride 3-procentsgrænsen. Ifølge Nationalbankens prognose er det opfyldt, om end med en beskedent margin.

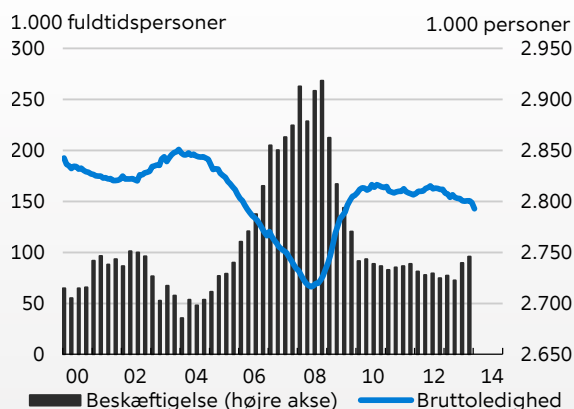
ARBEJDSMARKED OG KAPACITET

Beskæftigelsen ifølge nationalregnskabet fortsatte i 4. kvartal med at stige, jf. figur 19. Det gjaldt både i den private og den offentlige sektor. Dermed er beskæftigelsen det seneste år steget med 21.200 personer, svarende til 0,8 pct., primært trukket af den private sektor. Statistikken for lønmodtagerbeskæftigelsen indikerer, at der de senere kvartaler er sket en vis forskydning fra heltids- til deltidsbeskæftigelse.

Bruttoledigheden er faldet støt siden midten af 2012 og lå i januar på 142.800 personer efter sæsonkorrektur, svarende til 5,4 pct. af arbejdsstyrken. Det er det laveste niveau siden august 2009. Ifølge Danmarks Statistik kan det opgjorte antal ledige dog være for lavt, da der er betydelig usikkerhed knyttet til opgørelsen for januar. Det skyldes, at en række institutionelle ændringer som følge af dagpengereformen og kontanthjælpsreformen

Beskæftigelse og ledighed

Figur 19



Anm.: Beskæftigelse ifølge nationalregnskabet. Seneste observation er 4. kvartal 2013 for beskæftigelse og januar 2014 for bruttoledighed.

Kilde: Danmarks Statistik.

påvirker personernes placering i forhold til de administrative registre, der ligger til grund for ledighedstallene.

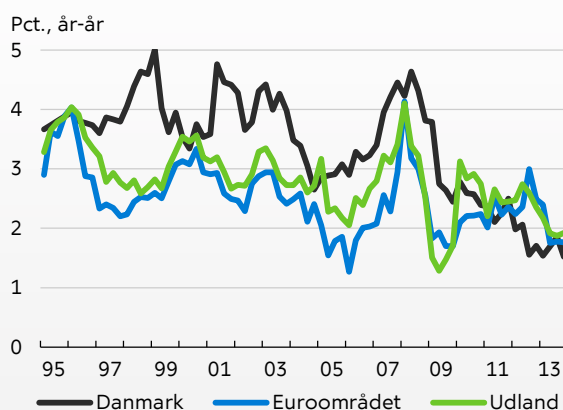
Indikatorerne for arbejdsmarkedet viser tegn på beskeden fremgang. Antal varslede fyringer har vist en faldende tendens siden august 2013, og årsgennemsnittet for 2013 var med ca. 850 personer det laveste siden 2007. Siden efteråret 2013 har mængden af jobannoncer på internettet også været svagt stigende, både for job i den offentlige og den private sektor. Desuden er erhvervenes forventninger til beskæftigelsen generelt i bedring.

I år ventes en afdæmpet vækst i beskæftigelsen, hvorefter den gradvis stærkere fremgang i aktiviteten øger beskæftigelsesstigningen. Som konsekvens falder ledigheden, men ikke tilsvarende, da arbejdsstyrken skønnes at stige svagt, bl.a. som følge af højere efterlønsalder.

Nationalbanken vurderer, at produktionsgabet i 2. halvår 2013 udgjorde godt -2 pct. af potentielt BNP. I prognosen lukkes gabet gradvist frem mod slutningen af 2016. Produktionsgabet er et mål for kapacitetspresset i økonomien og angiver, hvor langt den faktiske produktion ligger fra det produktionsniveau, økonomien kan præstere, uden at der opstår et inflationært pres.

Lønstigninger i industrien i Danmark og udland

Figur 20



Anm.: Seneste observation er 4. kvartal 2013. Lønstigningstakten for Danmark er givet ved Danmarks Statistiks opgørelse. "Udland" er en sammenvejning af lønudviklingen i fremstillingsindustri hos Danmarks 25 største samhandelspartnere med vægte fra indekset over den effektive kronekurs.

Kilde: Danmarks Statistik, Dansk Arbejdsgiverforening og OECD.

LØN

På det private arbejdsmarked var der ifølge Danmarks Statistik en gennemsnitlig årlig lønstigning på 1,2 pct. i 4. kvartal. Lønstigningstakten inden for de konkurrenceudsatte fremstillings erhverv faldt til 1,5 pct. år til år, jf. figur 20. Dermed steg de danske industrilønninger lidt langsommere end hos Danmarks samhandels partnere sammenvejet med vægtene i kronekursindekset. Forbedringen af den danske lønkonkurrenceevne siden 2010 synes dog at være ved at ophøre. Det følger efter markante merlønstigninger under overophedningen af dansk økonomi i 2005-08.

I 4. kvartal steg lønnen 0,3 pct. år til år i både kommunerne og regionerne og 0,5 pct. i staten. Lønstigningerne i den offentlige sektor er aftaget i løbet af 2013, og lønnen er steget mindre end i den private sektor. Det afspejler overenskomsterne og reguleringsordningen. Sidstnævnte sikrer, at der med en vis tidsmæssig forskydning er en stort set parallel lønudvikling mellem den offentlige og den private sektor. Reguleringsordningen har derfor i 2013 bevirket lave offentlige lønstigninger, da de i 2012 lå over de private.

På det private arbejdsmarked er der indgået en række overenskomstforlig, som endnu ikke er vedtaget. De lægger frem til 2017 op til lønstigninger, som er lidt højere end i de seneste to overenskomster, jf. boks 3. Presset på arbejdsmarkedet vurderes desuden at være lavt og kun at stige begrænset de kommende år. Det danner baggrund for lidt højere, men fortsat afdæmpede lønstigninger.

PRISER

Inflationen, målt som den årlige stigning i det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, var 0,3 pct. i februar, jf. tabel 4. Kerneinflationen, som renser for prisudviklingen på energi og uforarbejdede fødevarer, var 0,6 pct. Det lave niveau for HICP-inflationen afspejler bl.a., at prisen på energi er faldet de seneste måneder, og at importpriserne har været faldende gennem 2013. Den indenlandske markedsbestemte inflation, IMI, der bl.a. renser for afgifter og inputpriser, var 1,6 pct. og lå dermed højere end HICP-inflationen. Da lønstigningerne har været afdæmpede, tyder det på, at virksomhederne har øget deres avancer. Det er et normalt fænomen, at IMI stiger, når inputpriserne falder, da virksomhederne i første omgang normalt ikke ændrer salgspriserne. Herved får virksomhederne en øget avance, hvilket ikke nødvendigvis afspejler en mere gunstig efterspørgsel. Hvis inputpriserne omvendt begynder at stige, kan avancerne – og dermed IMI – hurtigt falde igen.

En opsplittning af bidrag til HICP-inflationen viser, at der siden begyndelsen af 2013 stort set kun har været prisstigninger inden for tjenesteydelser, jf. figur 21. De steg igennem 2013 tilmed lidt langsommere end normalt, hvilket var i overensstemmelse med den afdæmpede indenlandske lønudvikling.

Prisindekset for indenlandsk vareforsyning, engrospriserne, belyser priserne i første omsætningsled og opgøres uden afgifter. Indekset faldt 0,1 pct. fra december til januar, hvor det lå 1 pct. under niveauet i samme måned året før. Bag udviklingen ligger et prisfald på 0,4 pct. år til år for de danskproducerede varer, mens importvarerne faldt 2,5 pct. år til år.

Overenskomstforlig på det private arbejdsmarked

Boks 3

I februar og marts blev der opnået enighed om en række 3-årige overenskomster på det private arbejdsmarked. Forligene dækker bl.a. industri, detailhandel og transport. Overenskomsterne skal godkendes ved urafstemning.

I aftalen på industriområdet stiger mindstebetalings-satsen med 1,50 kr. pr. 1. marts i år og yderligere 1,65 kr. og 1,80 kr. pr. 1. marts de to følgende år. Dertil er det aftalt, at bidraget til Fritvalgs Lønkontoen stiger med 1 pct. af den ferieberettigede løn. Beløbet på Fritvalgs Lønkontoen kan lønmodtageren bruge enten til betaling i forbindelse med frihed eller ekstra pensionsindbetaling. Givet mindstebetalingen på 108,70 kr. giver det over den 3-årige overenskomstperiode en omkostningsstigning på 5,6 pct., svarende til ca. 1,9 pct. om året. Hertil kommer aftalens øvrige elementer, som i begrænset omfang påvirker de procentvise omkostningsstigninger.

Industrien er et minimallønsområde. Her aftales mindstebetalingen og en række generelle forhold i overenskomsten, mens den endelige lønstigning forhandles lokalt på den enkelte virksomhed. Det giver mulighed for, at lønnen kan tage hensyn til mere specifikke forhold. De fleste lønmodtagere får en løn, der ligger over mindstebetalingen. Stigningen i mindstebetalingen er imidlertid et pejlemærke for forhandlingerne på de enkelte virksomheder. Industrien er normalt retningsgivende for de øvrige overenskomster på minimallønsområdet, som dækker ca. 85 pct. af alle ansatte på LO/DA-området. De resterende dækkes af normallønsområdet.

På normallønsområdet er der ikke lokale lønforhandlinger. I stedet forhandles lønnen centralt. Transportområdet er normalt toneangivende. Her er lønnen aftalt til at stige pr. 1. marts med 2,10 kr. i år, 2,25 kr. næste år og 2,40 kr. i 2016. Dertil øges bidraget til kontoen for Særlig opsparing, der omtrent svarer til Fritvalgs Lønkontoen i industriens overenskomst, også med i alt 1 procentpoint over overenskomstperioden. Med en normaltimeløn på 113,15 kr. giver dette sammen med de aftalte lønstigninger en omkostningsforøgelse på ca. 7 pct. i overenskomstperioden, svarende til en gennemsnitlig årlig stigning på ca. 2,3 pct.

Ifølge forbrugerundersøgelsen har forventningerne til det kommende års priser været omtrent uændrede siden slutningen af 2010. Dermed lader det seneste års lave prisstigninger ikke til at have medført nogen væsentlige ændringer i forbrugernes forventninger til priserne det kommende år.

Samlet set er der kun et begrænset inflationspres i dansk økonomi, hvilket stemmer overens med, at der er ledig kapacitet. Med afsæt heri skønnes årsstigningstakten i HICP at blive 1,2 pct. i år stigende til 1,7 pct. i 2015 og 1,8 pct. i 2016.

Forbrugerpriser

Tabel 4

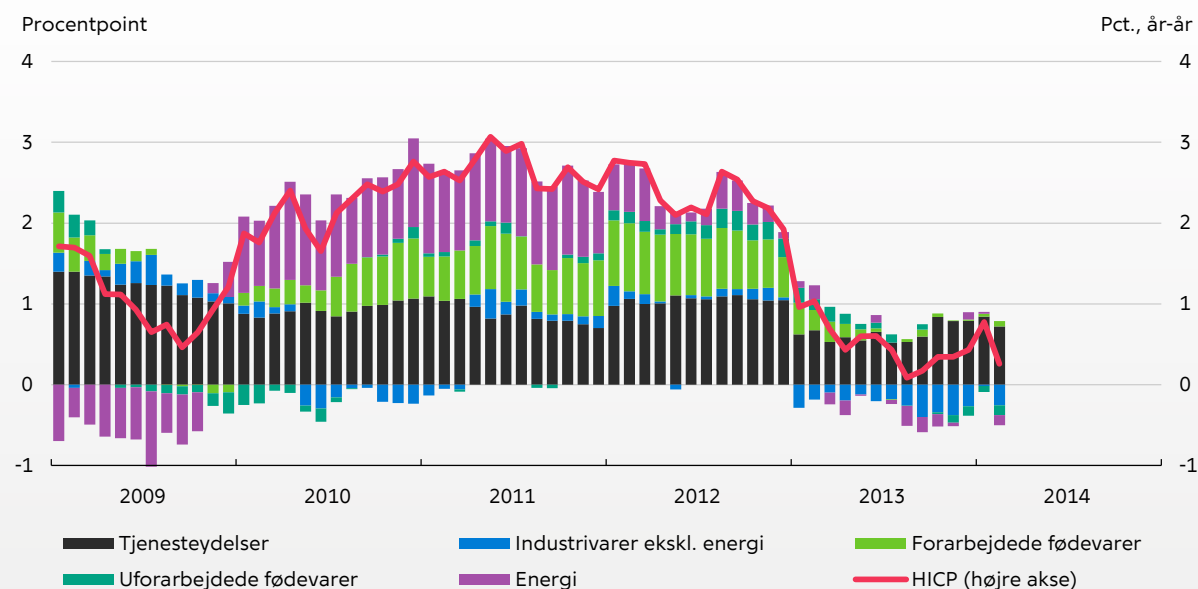
Pct., år-år	Vægte ¹	2013	2014	2015	2016	2013/2014					
						4. kv.	1. kv.	2. kv.	Feb.	Mar.	Apr.
HICP		0,5	1,2	1,7	1,8	0,4	0,6	1,3	0,3	0,7	1,2
Nettoprisindeks	100,0	0,9	1,3	1,6	1,8	0,8	0,8	1,3	0,6	1,0	1,4
Eksogene:											
Energi	7,5	-1,1	-0,1	0,3	0,1	-1,0	-2,2	1,4	-4,0	-1,0	2,2
Fødevarer	4,7	2,1	-0,7	1,8	2,0	-0,3	-1,9	-0,6	-2,1	-2,4	-0,7
Adm. priser	4,4	2,8	2,6	2,3	2,9	3,2	3,1	2,9	3,1	3,1	3,1
Husleje	26,1	2,3	2,6	2,3	2,4	2,4	2,6	2,7	2,6	2,7	2,8
Ekskl. eksogene:	57,3	0,6	1,1	1,4	1,5	0,8	0,9	0,9	0,4	0,7	0,8
Import	18,0	-0,8	-0,3	1,2	1,3	-2,3	-2,0	-0,6	-2,0	-1,5	-0,9
IMI	39,2	1,1	1,6	1,5	1,6	1,9	2,0	1,5	1,6	1,7	1,6

Anm.: Seneste faktiske tal er februar 2014.

1. Vægt i nettoprisindekset, procent. Vægtene er fra januar 2014.

Bidrag til prisstigninger fra forskellige vare- og tjenestegrupper

Figur 21



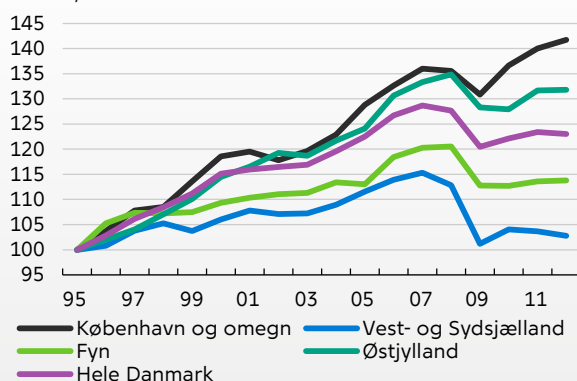
Anm.: Inddelingen følger Eurostats hovedkomponenter for HICP. Industrivarer ekskl. energi indeholder bl.a. beklædning, møbler, boligudstyr, biler og elektronik.

Kilde: Danmarks Statistik.

Udvikling i realt BNP (venstre) og beskæftigelse (højre)

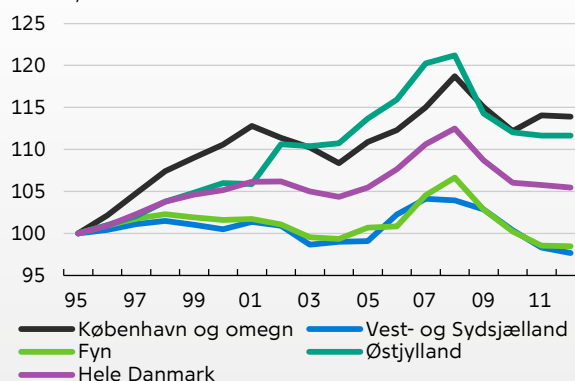
Figur 22

Indeks, 1995 = 100



Kilde: Danmarks Statistik.

Indeks, 1995 = 100



REGIONAL UDVIKLING

Den økonomiske vækst har siden 2008 været ujævnt fordelt på tværs af Danmark. Fremgangen har således i stigende grad fundet sted i de store byer, især i hovedstaden, jf. figur 22 (venstre). Det har været trenden gennem en længere årrække, men forskellen er blevet særlig tydelig de seneste år. I København og omegn er BNP nu således højere end før krisen, mens det endnu ikke er tilfældet på landsplan.

Udviklingen slår også igennem på arbejdsmarkedet. Siden 2008 er beskæftigelsen faldet mindst i og omkring København og i Østjylland, mens Vest- og Sydsjælland, Fyn og Vestjylland har haft de største beskæftigelsestab, jf. figur 22 (højre). Også inden for de enkelte landsdele er der betydelige forskelle, hvor bykommunerne generelt klarer sig bedre end landkommunerne.

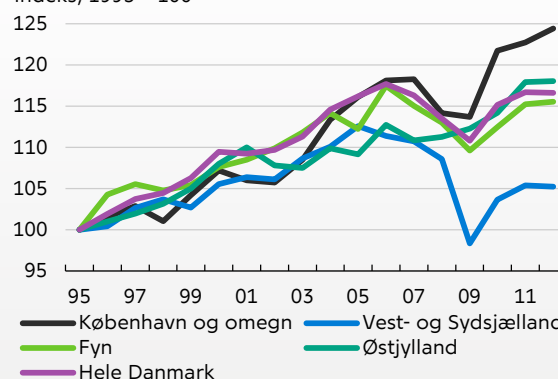
Produktiviteten har efter krisen udviklet sig pænt i København og omegn og har mere end indhentet faldet i 2008-09. Omvendt har fx Vest- og Sydsjælland haft en langt svagere produktivitsudvikling, også i årene med højkonjunktur, jf. figur 23.

Disse forhold bevirker, at der er betydelig forskel i BNP pr. indbygger mellem de forskellige landsdele. I 2012 lå København by øverst med 472.000 kr., og Bornholm lavest med 226.000 kr. Forskellene i indkomsten, som er til rådighed til forbrug og opsparing, er imidlertid langt mindre. Det skyldes bl.a. pendling fra land

Produktivitet

Figur 23

Indeks, 1995 = 100



Anm.: Produktivitet er givet ved BNP delt med antal beskæftigede.

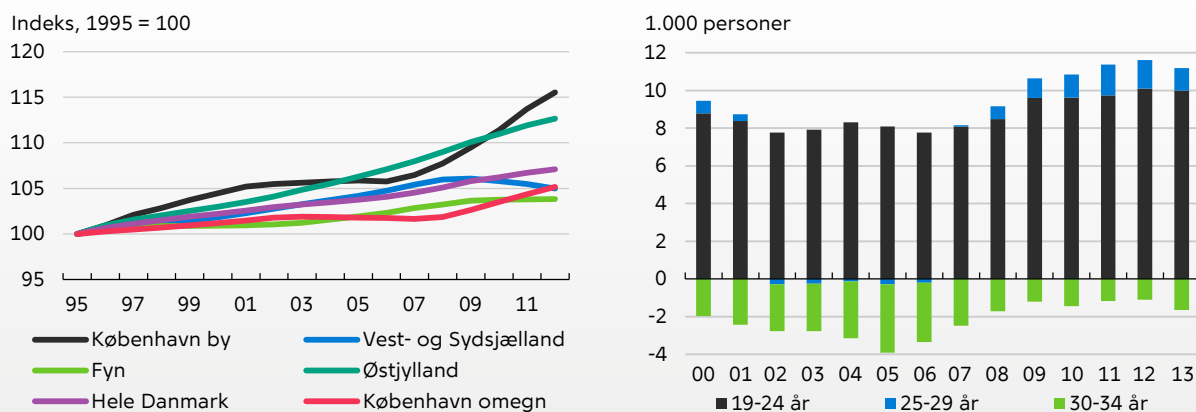
Kilde: Danmarks Statistik.

til by og en betydelig omfordeling gennem skatter og overførsler.

Parallelt med forskellene i den regionale økonomiske vækst er der sket en tilsvarende udvikling i befolkningsvæksten. Urbanisering er et internationalt fænomen og har fundet sted i Danmark i adskillige årtier. I de senere år synes udviklingen dog at være gået ganske stærkt, jf. figur 24 (venstre). Siden 2008 har der således været en betydelig tilvandring til de større byer, især af unge mennesker og folk med arbejde, mens pensionister og ledige er flyttet væk. Det er overvejende de 19-24-årige, som flytter til byerne, ofte for at uddanne sig. Derefter bliver de bosiddende i byen, hvilket i de senere år er

Befolkningsudvikling (venstre) og tilflytning til København by og omegn, netto (højre)

Figur 24



sket i stadig højere grad. Denne udvikling er særlig tydelig for København by og omegn, jf. figur 24 (højre).

De senere års fremgang i både aktivitet og beskæftigelse er hovedsageligt sket inden for brancher som rådgivning, forskning, it- og informationstjenester og medicinalindustri. Det er videntunge brancher, som fortrinsvist er beliggende i de større byer. Samtidig er beskæftigelsen stagneret eller gået tilbage inden for de mere traditionelle erhverv som landbrug og den del af industrien, der anvender relativt meget lavt uddannet arbejdskraft. Det er brancher, som også ligger uden for de større byer. Denne udvikling i erhvervsstrukturen har fundet sted

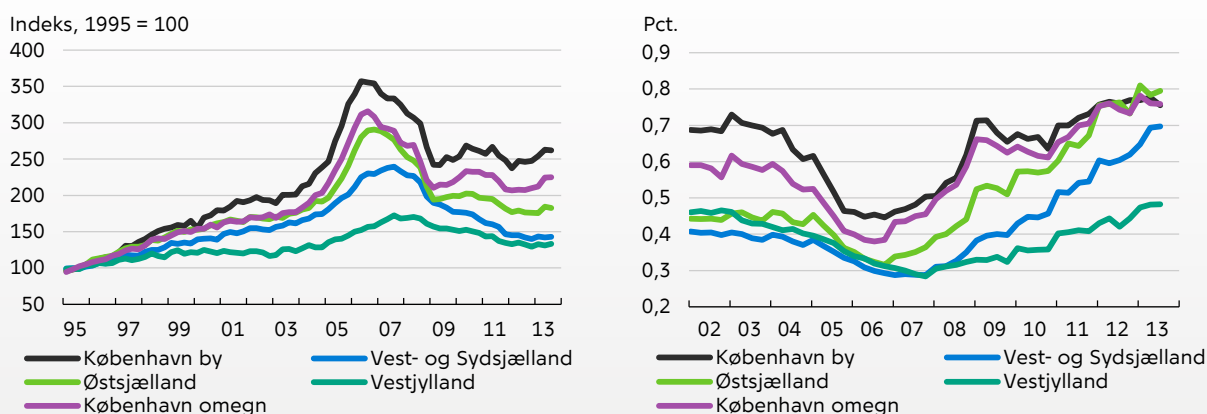
over en længere årrække og er ikke et isoleret dansk fænomen.

Det har bevirket, at fremgangen i beskæftigelsen i høj grad er sket inden for de veluddannede befolkningsgrupper. Det er typisk personer med en høj indkomst, og en stor del af dem bor i byerne. Sammen med byernes stigende befolkning, hvor stadig flere mennesker skal bo på et stort set givet areal, har det været med til at skabe en stigende trend for jordpriserne i byerne.

Sammenlignet med resten af landet er boligpriserne i byerne generelt mere konjunkturfølsomme, jf. figur 25 (venstre). Da det koster nogenlunde det samme at opføre et hus i alle dele

Udvikling i reale boligpriser (venstre) og gennemsnitlige effektive grundskyldssatser (højre)

Figur 25



Anm.: Venstre figur: Prisudvikling for enfamiliehus ifølge Boligmarkedsstatistikken frem til 2006 og derefter Danmarks Statistik. Højre figur: Effektiv grundskyldssats er gennemsnitlig grundskyld som andel af kontantpris opgjort ved nysalg af hus på 140 kvm.
Kilde: Danmarks Statistik, Boligmarkedsstatistikken, Skat og egne beregninger.

af landet, er det i praksis grundpriserne, som er meget konjunkturfølsomme. Boligskatterne har ikke været med til at dæmpe prisændringerne de senere år, især fordi ejendomsværdiskatten har været fastfrosset. Dertil faldt den effektive sats for grundskyld, da boligpriserne steg, og den steg omvendt, da boligpriserne faldt, jf. figur 25 (højre). Det skyldes, at der er lagt loft over stigningerne i grundskylden. Dertil er grundvurderingerne, der bruges til beregning af grundskylden, op til tre år gamle.

En boligprisstigning i byerne vil ofte med tiden sprede sig til de omkringliggende områder. Under højkonjunktoren i midten af 2000'erne steg prisen i hovedstaden således markant. Det bevirkede øget prisforskel mellem hovedstadsområdet og resten af landet. Som følge heraf skete der en stigende udflytning fra hovedstaden til det øvrige Sjælland, hvilket øgede priserne, ligesom der blev bygget flere boliger. Da boligpriserne faldt i København, ophørte udflytningen og vendte igen til tilflytning. Det har især ramt boligmarkedet i Vest- og Sydsjælland, hvor antallet af tvangsauktioner forholds-mæssigt er det højeste i landet.

ØKONOMISK POLITIK

Vendingen i dansk økonomi har fundet sted, og der er fremgang i den økonomiske aktivitet. Ledigheden er faldende, og beskæftigelsen er stigende, primært drevet af den private sektor. Fremgangen har været ulige fordelt på tværs af landet med højest vækst i de store byer, især i hovedstaden. Boligpriserne er også steget mest her, hvilket skal ses i sammenhæng med, at boligpriserne i byerne grundlæggende er mere konjunkturfølsomme end i resten af landet.

Under den seneste højkonjunktur steg husholdningernes låntagning kraftigt, også kraftigere end set tidligere. Stigningen var forbundet med en endnu større stigning i boligformuen og skal bl.a. ses på baggrund af, at højere boligpriser udvidede boligejernes muligheder for at optage lån mod sikkerhed i boligen. For mange familier betød det højere prisniveau desuden, at de optog større lån for at komme ind på boligmarkedet. Da boligpriserne efterfølgende begyndte at falde, steg belånings-

graden betydeligt. Analyser har tidligere vist, at de danske husholdninger stadig vil kunne servicere deres gæld selv under et økonomisk tilbageslag, og den høje bruttogæld er ikke en alvorlig trussel mod den finansielle stabilitet, bl.a. fordi husholdningerne også har store finansielle aktiver.

En ny analyse peger på, at sammenhængen mellem husholdningernes bruttogæld og deres forbrug forstærkede overophedningen af dansk økonomi og den efterfølgende konjunkturtilbagegang. Husholdninger med høj belåningsgrad havde et højere forbrug i forhold til indkomsten end andre husholdninger i årene forud for finanskrisen og reducerede forbruget mere under krisen, jf. artiklen "Husholdningernes gæld og forbrug under finanskrisen" i denne Kvartalsoversigt. Samtidig var reduktionen i forbruget ved en given belåningsgrad mest markant i de husholdninger, hvor gælden var størst i forhold til indkomsten.

Høje belåningsgrader forstærker således konjunkturbevægelserne i dansk økonomi. Det er derfor centralt med en mere stabil udvikling i boligpriserne, der også har afgørende betydning for boligbyggeriet og boligformuen og dermed for det private forbrug. Det understreger betydningen af at retablere sammenhængen mellem boligernes værdi og boligbeskattningen.

Principielt kan skærpede krav om lavere lånegrænser og efterfølgende afdrag ved boligkøb være en anden måde at reducere belåningsgraderne i opgangstider og dermed forhindre, at de bliver meget høje i nedgangstider. Med åbne og veludviklede finansielle markeder kan sådanne instrumenter imidlertid ikke forventes at være særligt effektive. De enkelte finansielle institutioner bør i egen interesse være forsigtige og ikke gå til grænserne i lovgivningen. Det kan mindske risikoen for, at boligkøbere sætter sig dyrt med ingen eller svag egenkapital.

Danske husholdninger er i en international sammenhæng kendetegnet ved at have meget høj gæld i forhold til indkomsten, men også betydelige finansielle aktiver, både pensionsopsparing og andre finansielle aktiver i form af fx bankindskud og aktier. Det afspejler de institutionelle rammer i form af bl.a. pensions- og

realkreditsystemerne, men også skattemæssige incitament til på samme tid at holde stor gæld og finansiel formue. Balanceoppustningen kan ikke ændres på kortere sigt, og i takt med den fortsatte opbygning af pensionssystemet kan bruttogælden tænkes at stige yderligere. Der er imidlertid grund til på længere sigt at overveje nærmere, om det er samfundsøkonomisk effektivt at administrere så store lån og formueplaceringer på samme tid og især, om det er hensigtsmæssigt at bevare en så stor asymmetri i den skattemæssige behandling af gæld og placering af finansiel formue.

Det er vigtigt, at de senere års reformspor i den økonomiske politik fastholdes. Regeringen planlægger en reform af beskæftigelsesindsatsen med det formål at øge den strukturelle beskæftigelse. Det forudsætter, at ambitionsniveau, kvalitet og incitament i beskæftigelsesindsatsen bevares eller styrkes. Det er positivt, at regeringen i forlængelse af Produktivitetskommissionens anbefalinger lægger op til at gennemføre reformer, som skal øge produktiviteten.

De politiske forhandlinger om en bankunion i EU er i den afsluttende fase. Europa-Parlamentet og Rådet vedtog i efteråret 2013 det juridiske grundlag for det fælles tilsyn, og der forhandles nu om en afviklingsmekanisme. ECB overtager fra november i år ansvaret for tilsyn med kreditinstitutter inden for bankunionen, og forberedelserne er i fuld gang. Som led heri vil ECB gennemføre en grundig gennemgang af aktiverne i de omfattede banker og en stresstest. Formålet er at skabe klarhed om institutternes sundhedstilstand og få håndteret eventuelle problemer forud for etablering af bankunionen. I Danmark vil Finanstilsynet med udgangspunkt i ECB's gennemgang foretage en lignende gennemgang for de store danske banker.

Bankunionen er et vigtigt og naturligt skridt i styrkelsen af det indre marked for finansielle tjenesteydelser og dermed i styrkelsen af den grænseoverskridende konkurrence. Etableringen vil få stor betydning for Danmark, uanset om Danmark vælger at deltage eller ej.

Det er Nationalbankens opfattelse, at danske interesser varetages bedst ved dansk deltagelse

i bankunionen. Tilsynsstandarden, som sat af det fælles tilsyn under ECB, kan forventes at blive det afgørende benchmark for både deltagende og ikke-deltagende lande. Ved dansk deltagelse vil det i højere grad være muligt at tilpasse standarderne også til danske forhold og erfaringer. Det fælles tilsyn vil efter alt at dømme blive opfattet som et kvalitetsstempel, idet der vil være flere og også eksterne øjne på overvågningen af banker og de væsentligste tilsynsbeslutninger. Det vil alt andet lige, selv for lande som Danmark med en troværdig national tilsynsmyndighed, give banker en konkurrencefordel sammenlignet med "udelandenes" banker. Hvis Danmark vælger at stå uden for, kan det kræve en strammere tilsynspraksis. Ligeledes kan investorerne forventes at kræve mere ambitiøs kapital- og likviditetsoverdækning sammenlignet med banker inden for bankunionen. Det er samtidig i Danmarks klare interesse, at der bliver en fælles praksis ved krisehåndtering af banker, og med den fælles afviklingsmekanisme vil der være bedre mulighed for at gennemføre krisehåndtering af grænseoverskridende banker. Fuldt indfaset vil det fælles tilsyn og afviklingsmekanismen fungere som en fælles forsikringsordning for finansielle virksomheder, og der vil være større sikkerhed for ligebehandling af kreditorer i nødlidende banker på tværs af landene.

APPENDIKS 1: ANTAGELSER I PROGNOSEN FOR DANSK ØKONOMI

Prognosen er udarbejdet ved brug af den makroøkonomiske model MONA⁵ og tager udgangspunkt i den foreliggende konjunkturstatistik, herunder Danmarks Statistiks foreløbige kvartalsvise nationalregnskab for 4. kvartal 2013. Fremskrivningen bygger på en række antagelser om den internationale økonomi, de finansielle forhold og finanspolitikken.

INTERNATIONAL ØKONOMI

De internationale organisationer forventer en moderat aktivitetsfremgang i den globale økonomi i år og lidt stærkere de næste år. I euroområdet forventes væksten i år at blive behersket, mens væksten hos Danmarks vigtigste samhandelspartnere, bl.a. Tyskland og Sverige, vurderes at blive mere solid. På den baggrund antages afsætningsmarkedet for den danske eksport at vokse med 4,2 pct. i år, hvorefter væksten øges til 5,2 pct. og 5,7 pct. i henholdsvis 2015 og 2016, jf. tabel 5.

De udenlandske priser ventes at stige 1,7 pct. i år stigende til 1,8 pct. i 2016. Priserne på eksportmarkedet følger stort set samme udvikling. Gennem fremskrivningsperioden skønnes lønstigningstakten i udlandet at være lav som følge af fortsat 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 de finansielle markeder. Den korte danske rente antages at følge pengemarkedsrenterne i euroområdet. 3-måneders pengemarkedsrenten målt ved Cita-swaprenten var i begyndelsen af marts 2014 lige under 0 pct. og ventes at stige svagt frem mod 2016.

Den gennemsnitlige obligationsrente er defineret som et gennemsnit af de effektive renter på udestående stats- og realkreditobligationer. Den var i begyndelsen af marts lige under 1,5

pct. og ventes at stige til 2,6 pct. frem mod slutningen af 2016.

Den effektive kronekurs har været nogenlunde uændret de seneste måneder. I fremskrivningen antages dollarkursen og den effektive kronekurs at holde sig konstant på niveauet fra begyndelsen af marts.

Prisen på olie lå ved prognosens udarbejdelse på 109 dollar pr. tønde. I fremskrivningen antages olieprisen at følge futurepriserne, så den falder til ca. 99 dollar pr. tønde i 2016.

FINANSPOLITISKE FORUDSÆTNINGER

Finanspolitikken i fremskrivningen tager udgangspunkt i den tilrettelagte finanspolitik, herunder aftalen om finansloven for 2014, de kommunale og regionale budgetter for 2014 samt regeringens konvergensprogram.

Muligheden for at betale skat af eksisterende kapitalpensioner til reduceret skattesats antages at give 30 mia. kr. i fremrykket skatteprovenu i 2014.

Det reale offentlige forbrug antages i år at stige 1,0 pct. I 2015 og 2016 forventes forbrugsvæksten at blive henholdsvis 0,6 og 0,7 pct. De offentlige investeringer ventes at falde 1,1 pct. i år. I 2015 skønnes de offentlige investeringer at falde yderligere.

5 Modellen er beskrevet i Danmarks Nationalbank, *MONA – en kvartalsmodel af dansk økonomi*, 2003.

Oversigt over prognosens antagelser

Tabel 5

	2013	2014	2015	2016
International økonomi:				
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år	1,5	4,2	5,2	5,7
Pris på eksportmarkedet ¹ , pct. år-år	0,8	1,6	1,6	1,8
Udenlandsk pris ² , pct. år-år	0,8	1,7	1,7	1,8
Udenlandsk timeløn, pct. år-år	1,9	2,0	2,2	2,3
Finansielle forhold mv.:				
3-måneders pengemarkedsrente, pct. p.a.	0,0	-0,1	0,0	0,0
Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a.	1,6	1,6	2,1	2,6
Effektiv kronekurs, 1980 = 100	102,4	103,8	103,8	103,8
Dollarkurs, DKK pr. USD	5,6	5,4	5,4	5,4
Oliepris, Brent, USD pr. tønde	108,7	107,4	102,3	98,7
Finanspolitik:				
Offentligt forbrug, pct. år-år	0,9	1,0	0,6	0,7
Offentlige investeringer, pct. år-år	-0,7	-1,1	-5,6	0,5
Offentlig beskæftigelse, 1.000 personer	828	833	837	842

1. Sammenvejet importpris for de lande, Danmark eksporterer til.

2. Sammenvejet eksportpris for de lande, Danmark importerer fra.

APPENDIKS 2: REVISIONER I FORHOLD TIL SIDSTE PROGNOSE

Den skønnede BNP-vækst er nedrevideret med 0,1 procentpoint i år og oprevideret med 0,1 procentpoint i 2015 til henholdsvis 1,4 pct. og 1,7 pct., når der sammenlignes med december-prognosen. Det fremgår af tabel 6, hvor revisionerne i BNP og forbrugerpriser er dekomponeret på vigtige baggrundsfaktorer.

Den økonomiske vækst i år påvirkes positivt af, at de seneste måneders rentefald giver et lavere renteniveau i prognoseperioden, end der blev lagt til grund i december. De lavere renter stimulerer væksten gennem større privat forbrug og øgede erhvervsinvesteringer. Det modgås af en lidt stærkere kronekurs, som dæmper

væksten. Hertil kommer, at BNP endte på et lavere niveau i udgangen af 2013 end skønnet i december; det svagere udgangspunkt for 2014 trækker i retning af svagere årsvækst, hvilket indgår i posten *andre faktorer*. De lavere renter slår stærkere igennem på væksten i 2015, men denne effekt modgås delvist i prognosen; det skal bl.a. ses i lyset af, at høj lokaleledighed mindsker potentialet for øget erhvervsbyggeri.

Stigningstakten i forbrugerpriserne (HICP) faldt 0,1 procentpoint lavere ud i 2013 end skønnet i december, og skønnet for i år er nedrevideret mærkbart fra 1,8 til 1,2 pct., mens det er ændret marginalt fra 1,8 til 1,7 pct. i 2015. Den lavere inflationstakt afspejler ikke mindst, at import- og energipriserne faldt mere omkring årsskiftet end ventet i december.

Revisioner i forhold til seneste prognose

Tabel 6

Pct., år-år	BNP			Forbrugerpriser, HICP		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Prognose fra december 2013	0,4	1,5	1,6	0,6	1,8	1,8
Bidrag til ændret skøn fra:						
Eksportmarkedsvækst	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Renteudvikling	0,0	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0
Valutakurser	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Oliepriser	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andre faktorer	0,0	-0,1	-0,2	0,0	-0,6	-0,1
Denne prognose	0,4	1,4	1,7	0,5	1,2	1,7

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

LØBETIDS- FORLÆNGELSE AF REALKREDIT- OBLIGATIONER

INDLEDNING

Nationalbanken ser med tilfredshed på, at Folketinget 11. marts 2014 vedtog en lovændring¹, der indfører betinget løbetidsforlængelse for de realkreditobligationer, der har en løbetid, der er kortere end løbetiden på de lån, som obligationerne finansierer. Forlængelsen udløses, hvis en refinansieringsauktion fejler, eller hvis renten for realkreditobligationer med en oprindelig løbetid på under 2 år stiger med mere end 5 procentpoint inden for et år. Sidstnævnte mekanisme betegnes "rentetriggeren".

Set fra Nationalbankens synspunkt opfylder lovændringen to formål. For det første er der fundet en robust måde at håndtere realkreditinstitutternes refinansieringsrisiko på. Der skabes fuldstændig klarhed om, hvad der vil ske, hvis en auktion fejler, eller hvis der er meget store, pludselige rentestigninger. Refinansieringsrisikoen flyttes over på investorerne, og med rentetriggeren er det muligt at beregne en pris for, at obligationerne muligvis løbetidsforlænges.

For det andet genskabes der med lovændringen en troværdig afviklingsmodel for realkreditinstitutter. Udbredelsen af realkreditobligationer med kortere løbetid end løbetiden på de lån, som obligationerne finansierer, har gjort det uklart, hvordan afvikling af et realkreditinstitut vil kunne forløbe. Det skyldes, at behovet for løbende refinansiering vil være

meget vanskeligt at opfylde under en konkurs. Med muligheden for løbetidsforlængelse kan kurator i lighed med den oprindelige realkreditmodel håndtere afvikling af et realkreditinstitut i overensstemmelse med låneaftaler og obligationsvilkår, indtil alle realkreditlån er indfriet.

Obligationer med mulighed for løbetidsforlængelse vil automatisk blive markedsstandard, idet der er tale om et lovkrav. Samtidig er de elementer, som indføres med lovændringen, kendte i det danske realkreditmarked. Markedet for korte realkreditobligationer må derfor forventes fortsat at tiltrække en bred kreds af investorer, der efterspørger korte, højlikvide obligationer med lav kreditrisiko, fx til brug for likviditetsstyring. I den forbindelse er det Nationalbankens forventning, at realkreditobligationer med betinget løbetidsforlængelse vil være så likvide, at de kan klassificeres som højlikvide (extremely high quality liquid assets) under de kommende europæiske likviditetsregler. De korte realkreditobligationer kan endvidere belånes i Nationalbanken – også hvis de er blevet løbetidsforlænget.

Konstruktionen ændrer ikke ved Nationalbankens rolle som lender of last resort for realkreditinstitutter, men den sikrer, at realkreditinstitutternes forretningsmodel ikke er afhængig af Nationalbanken som bagstopper.

BAGGRUND

Det danske realkreditsystem spiller en central rolle for kreditformidlingen i Danmark. Det blev

1 Lov nr. 89 af 11. marts 2014 om ændring af lov om realkreditlån og realkreditobligationer mv. og lov om finansiell virksomhed. (Regulering af refinansieringsrisiko for realkreditobligationer, særligt dækkede realkreditobligationer og særligt dækkede obligationer mv.)

understreget under den finansielle krise, hvor substitution fra pengeinstitut- til realkreditlån bidrog til at sikre en stabil kreditforsyning. Mens nogle finansielle markeder ophørte med at fungere, så fungerede markedet for realkreditobligationer under den finansielle krise og den efterfølgende europæiske statsgældskrise. Afgørende herfor var investorernes grundlæggende tillid til obligationernes kreditværdighed og likviditet.

Den danske realkreditmodel har traditionelt været kendetegnet ved, at der var overensstemmelse mellem løbetiden på de obligationer, institutterne udsteder, og de bagvedliggende lån, dvs. at lånene var forfinansierede. Da realkreditinstitutterne samtidig skal opfylde et balanceprincip, havde de stort set ikke andre risici end kreditrisikoen på låntager. Det forhold er ændret med udbredelsen af realkreditobligationer med kortere løbetid end løbetiden på de lån, som obligationerne finansierer. Det er mest udtalt, når institutterne finansierer et 30-årigt lån med 1-årige obligationer. Set fra investors side er der tale om en 1-årig fastforrentet obligation. Men set fra låntager er der tale om et 30-årigt variabelt forrentet lån med årlig rentetilpasning.

Omfanget af ikke-forfinansierede lån er steget støt siden midten af 1990'erne og udgør i dag omkring 70 pct. af alle realkreditlån, svarende til ca. 1.800 mia. kr., jf. figur 1.

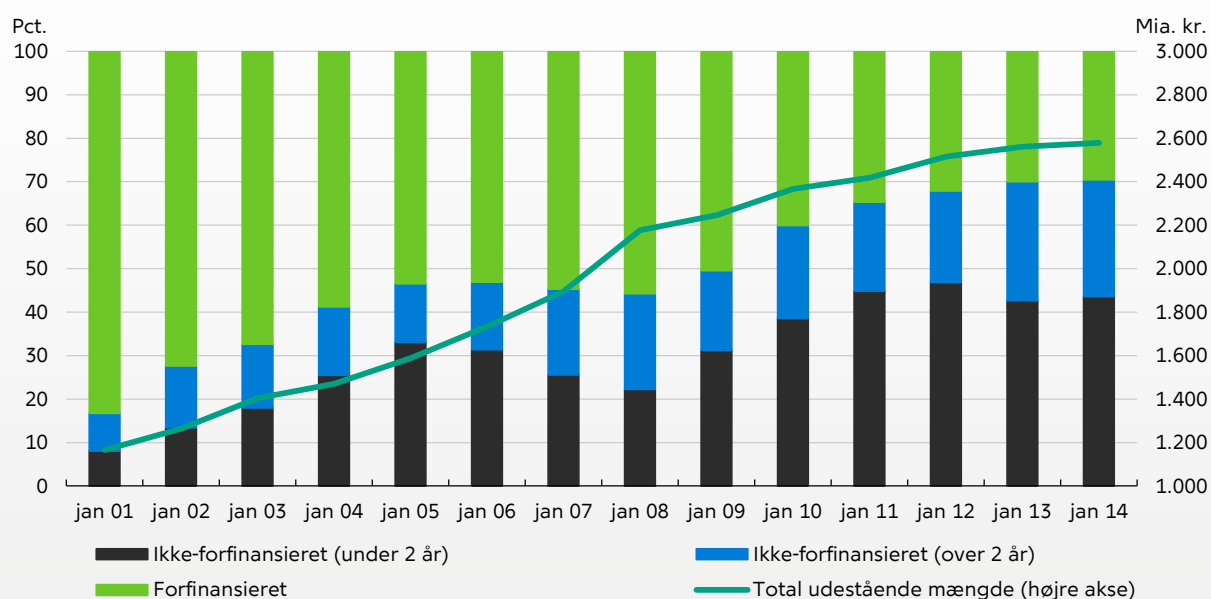
For ikke-forfinansierede lån medfører forskellen mellem løbetiden på obligationerne og de bagvedliggende lån et krav om løbende refinansiering, typisk ved en auktion. Det er endnu aldrig sket, at en auktion over danske realkreditobligationer er fejlet, men situationen kan ikke helt udelukkes. Sandsynligheden er meget lille, men konsekvenserne kan blive meget store.

Nationalbanken har flere gange påpeget refinansieringsrisikoen og anbefalet, at realkreditinstitutterne tog initiativ til at reducere den. Institutterne har til en vis grad forsøgt at imødekomme anbefalingen ved at sprede refinansieringsauktionerne over året, så ikke alle obligationer refinansieres på samme tidspunkt. Risikoen har også givet anledning til, at kreditvurderingsbureauer har skærpet kravene til institutterne. Det har givet nogle omkostninger for institutterne, som må antages helt eller delvist at være blevet dækket af boligejerne.

Indførelsen af betinget løbetidsforlængelse tager hånd om refinansieringsrisikoen og om-

Realkreditobligationer fordelt på forfinansierede og ikke-forfinansierede lån

Figur 1



Anm.: Det er ikke muligt præcist at opgøre mængden af ikke-forfinansierede lån, da de bagvedliggende låns løbetid ikke kendes. Mængden af ikke-forfinansierede lån er estimeret på baggrund af obligationer med en oprindelig restløbetid på 20 år eller derunder. De ikke-forfinansierede lån er yderligere opdelt på restløbetid under og over 2 år. Figuren indeholder både fastforrentede og variabelt forrentede obligationer.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

fatter alle realkreditobligationer bag ikke-forfinansierede lån. Lovændringen udspringer af en arbejdsgruppe med deltagelse af Erhvervs- og Vækstministeriet, Finansministeriet, Nationalbanken, Økonomi- og Indenrigsministeriet og Finanstilsynet, der blev nedsat i efteråret 2013.

Lovændringen berører ikke eksisterende obligationsejere, da kun nye obligationsudstedelser vil være omfattet. For de bagvedliggende lån sker der ingen ændringer af hovedstol, afdragsprofil eller løbetid. Låntagerne vil derfor ikke skulle indgå nye aftaler med realkreditinstitutterne som følge af lovændringen, men vil umiddelbart være omfattet.

LØBETIDSFORLÆNGELSE

Med lovændringen indføres der en betinget løbetidsforlængelse for obligationer udstedt af danske realkreditinstitutter, hvor løbetiden på obligationerne er kortere end løbetiden på de bagvedliggende lån, jf. boks 1. Baseret på fordelingen af lånetyper pr. 31. december 2013, vil lovændringen, når den er fuldt indfaset, omfatte ca. to tredjedele af institutternes samlede udstedelser. Rentetriggeren vil kun gælde for obligationer med en oprindelig løbetid på op til 2 år, hvor der oftest skal refinansieres.

Lovændringen tager også hånd om refinansieringsrisikoen ved konkurs. Kurator vil for et realkreditinstitut under afvikling kunne forlænge løbetiden på obligationer med kortere løbetid end løbetiden på de lån, som obligationerne finansierer, jf. boks 2.

LØBETIDSFORLÆNGELSE VED BRUD PÅ RENTETRIGGER

Fastforrentede obligationer med en oprindelig løbetid på op til 1 år, der finansierer ikke-forfinansierede lån, vil blive underlagt krav om løbetidsforlængelse, hvis den effektive rente ved refinansieringen bliver mere end 5 procentpoint højere end renten ved den foregående refinansiering. For fastforrentede obligationer med en løbetid mellem 1 og 2 år skal ændringen i den effektive rente ved refinansiering sammenholdes med den effektive rente på en tilsvarende obligation året før. Løbetidsforlæn-

gelsen udløses derfor kun, hvis renten er steget med mere end 5 procentpoint det seneste år inden refinansieringen.

Løbetiden vil ved brud på triggeren blive forlænget med 1 år. Obligationen vil i forlængelsesperioden blive forrentet svarende til renten ved seneste refinansiering med tillæg af 5 procentpoint. For obligationer med en oprindelig løbetid over 1 år fastsættes renten i forlængelsesperioden til den effektive rente på en tilsvarende obligation året før med tillæg af 5 procentpoint. Ved udløbet af forlængelsen på 1 år skal de løbetidsforlængede obligationer refinansieres. Det kan ske til den rente, der clearer auktionen, uanset renteniveauet. Hvis det efter 1 år er muligt at gennemføre en auktion med tilstrækkelig efterspørgsel, lægger rentetriggeren dermed ikke et permanent loft over renten. Hvis refinansieringen ved udløbet af den 1 års forlængelse fejler, vil løbetiden blive forlænget med yderligere 1 år ad gangen, mens renten fastholdes. Hvis refinansieringen mislykkes gentagne gange, vil årsagen højst sandsynligt være institutspecifikke problemer med kreditkvaliteten, og instituttet vil på et tidspunkt overgå til afvikling med de regler for rentefastsættelse, der gælder herfor, jf. boks 2.

De forskellige scenarier for løbetidsforlængelse og rentefastsættelse er illustreret for en 1-årig fastforrentet obligation i boks 3.

Variabelt forrentede obligationer med en oprindelig løbetid på op til 2 år vil også være underlagt en rentetrigger. Her forlænges løbetiden, hvis den effektive rente ved en refinansiering bliver mere end 5 procentpoint højere end renten ved den seneste rentefiksering. Løbetiden forlænges med 1 år ad gangen. Med lovændringen indføres der samtidig et kortvarigt renteloft for denne type obligationer, der betyder, at renten ikke kan stige mere end 5 procentpoint mellem to rentefikseringstidspunkter.

LØBETIDSFORLÆNGELSE VED FEJLET AUKTION

Obligationer med en kortere løbetid end de bagvedliggende lån vil blive underlagt krav om løbetidsforlængelse, hvis der ved refinansiering ikke er aftagere til alle de nødvendige obligationer. Løbetiden vil blive forlænget med 1 år

Hvad og hvem er omfattet?

Boks 1

Med lovens ikrafttræden vil obligationer udstedt af nedenstående institutter være underlagt betinget løbetidsforlængelse, hvis løbetiden på obligationerne er kortere end løbetiden på de bagvedliggende lån:

	Udestående obligationer i alt, mia. kr.	Heraf til "ikke-forfinansierede" lån, mia. kr.	Pct.
Nykredit (inkl. Totalkredit)	1.136	824	73
Realkredit Danmark	728	497	68
Nordea Kredit	364	239	66
BRFKredit	201	135	67
DLR Kredit	135	113	84
LR Realkredit	15	8	55
I alt	2.579	1.817	70

Anm.: Opgjort ultimo januar 2014. Det er ikke muligt præcist at opgøre mængden af ikke-forfinansierede lån, da de bagvedliggende låns løbetid ikke kendes. Mængden af ikke-forfinansierede lån er estimeret på baggrund af obligationer med en oprindelig restløbetid på 20 år eller derunder.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Obligationerne vil være underlagt den betingede løbetidsforlængelse, uanset om de har status som realkreditobligationer, RO, særligt dækkede realkreditobligationer, SDRO, eller særligt dækkede obligationer, SDO. Obligationer, hvor løbetiden er identisk med løbetiden på lånet, er ikke omfattet. Det gælder uanset, om obligationen er fast eller variabelt forrentet.

Flere af institutterne har i dag udstedt seniorgæld til finansiering af supplerende sikkerhed (ofte betegnet junior covered bonds, JCB). JCB, der udstedes efter 1. april 2014, vil også være underlagt krav om betinget løbetidsforlængelse. Hvis en realkreditobligation udstedt fra det kapitalcenter, som en JCB er tilknyttet, forlænges, og JCB'en har ordinært forfald inden for forlængelsesperioden, vil løbetiden på JCB'en blive forlænget tilsvarende.

Der indføres samtidig en bestemmelse om, at pengeinstitutter kun kan udstede SDO med en oprindelig løbetid på mindst 2 år. I praksis anvender pengeinstitutter kun SDO som en lang stabil finansieringskilde, da kortvarige finansieringsbehov dækkes af andre finansieringskilder fx indlån, usikret seniorgæld eller pengemarkedslån. P.t. er Danske Bank det eneste danske pengeinstitut, der udsteder SDO. Ifølge den tilhørende politiske aftale er det ikke hensigten, at lovændringen skal ændre konkurrenceforholdene mellem penge- og realkreditinstitutterne. Erhvervs- og vækstministeren vil derfor nedsætte en arbejdsgruppe, der skal følge, om indgrebet fører til forskydninger heri.

Betingelserne for løbetidsforlængelse for forskellige typer af realkreditobligationer er opsummeret i nedenstående tabel. Lovændringen vil træde i kraft ad to omgange, henholdsvis 1. april 2014 og 1. januar 2015. Obligationer, der udstedes før 1. april 2014, vil ikke være omfattet af de nye krav.

Oprindelig løbetid	Kuponrente	Løbetidsforlængelse ved fejlet auktion	Rentetrigger	Gælder for obligationer udstedt efter
1 år	Fast	Ja	Ja	1. april 2014
1 år	Variabel	Ja	Ja	1. januar 2015
2 år	Fast/variabel	Ja	Ja	1. januar 2015
3 år og derover	Fast/variabel	Ja	Nej	1. januar 2015

ad gangen, indtil der kan gennemføres refinansiering med aftagere til alle de nødvendige obligationer.

Obligationen vil i forlængelsesperioden blive forrentet svarende til renten ved seneste refinansiering (fastforrentede obligationer med oprindelig løbetid op til 1 år) eller rentefiksering (variabelt forrentede obligationer der skal refinansieres) med tillæg af 5 procentpoint. For fastforrentede obligationer med en oprindelig

løbetid over 1 år fastsættes renten i forlængelsesperioden til den effektive rente på en tilsvarende obligation året før med tillæg af 5 procentpoint. Renten fastsættes første gang, løbetiden på obligationen forlænges. Renten fastholdes på dette niveau i tilfælde af yderligere forlængelser af løbetiden.

Der er særlige regler for, hvordan et realkreditinstitut skal håndteres ved konkurs. Reglerne har aldrig været anvendt i praksis.

Obligationsejernes krav mod et realkreditinstitut er sikret i instituttets udlån med pant i fast ejendom. Sikkerheden er knyttet sammen med obligationerne i særskilte kapitalcentre, hvor obligationsejerne har en fortrinsstilling i forhold til simple kreditorer. For at give obligationsejerne en høj grad af beskyttelse mod tab i tilfælde af et instituts konkurs, er der særlige regler for administration af kapitalcentre.

Ved konkurs udskilles realkreditinstituttets kapitalcentre fra konkursboet. Centrene vil så vidt muligt blive drevet videre som normale realkreditinstitutter for at sikre, at de i videst muligt omfang kan afvikles uden tab for obligationsejerne. Det er ikke muligt for et institut under konkursbehandling at foretage nyudlån.

Der sker ikke acceleration på hverken obligationssiden eller lånesiden, når et institut tages under konkursbehandling. Det vil sige, at obligationsejerne ikke kan kræve førtidig indfrielse af deres obligationer, ligesom instituttet ikke kan kræve, at låntagerne førtidsindfrier deres lån. Det gør, at betalingsstrømmene til og fra et realkreditinstitut under konkursbehandling så vidt muligt kan foregå normalt. For at sikre obligationsejernes fortrinsstilling til sikkerhederne i kapitalcentre er det ikke muligt at overføre midler mellem de enkelte kapitalcentre, efter instituttet er erklæret konkurs.

Realkreditinstituttet skal under konkursbehandlingen så vidt muligt fortsat opfylde sine betalingsforpligtelser i form af renter og afdrag over for obligationsejerne. Instituttet kan indgå aftaler om finansielle instrumenter, optage lån og stille sikkerhed herfor, hvis det er nødvendigt for at fremskaffe likviditet.

Hvis der er behov for løbende refinansiering af eksisterende realkreditlån, kan kurator udstede såkaldte "refinansieringsobligationer" på betingelse af, at der vurderes at være fuld dividende til alle kreditorer uanset løbetiden på deres investering. Før lovændringen var det uklart, hvad konsekvenserne ville være for henholdsvis låntager og obligationsejer, hvis det ikke lykkedes, eller det af kurator vurderedes umuligt af hensyn til ligestilling af kreditorerne, at udstede refinansieringsobligationer.

Efter lovændringen kan løbetiden på eksisterende obligationer forlænges med 1 år ad gangen, hvis det ikke lykkes at refinansiere, eller kurator vurderer det umuligt af hensyn til ligestilling af kreditorerne at udstede refinansieringsobligationer. Renten på de forlængede obligationer fastsættes af kurator til en variabel referencerente tillagt op til 5 procentpoint. Forlængelse af løbetiden med 1 år ad gangen kan fortsætte hele lånets restløbetid.

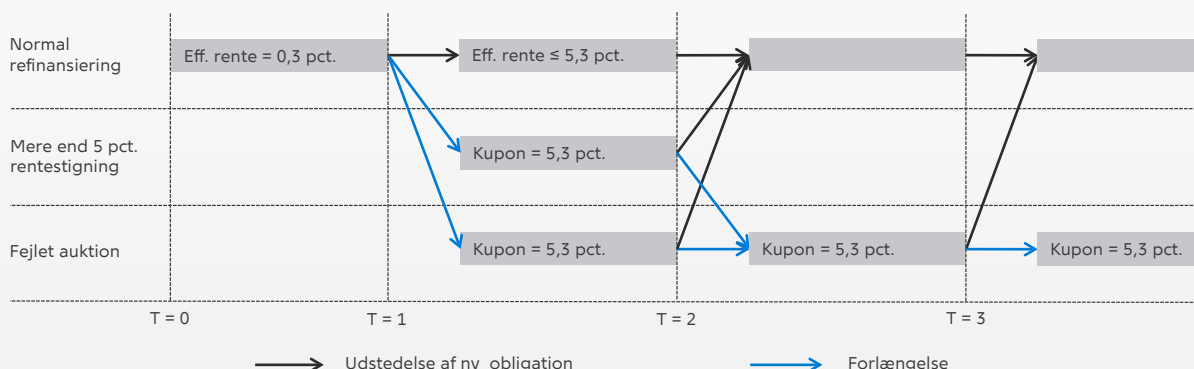
Uden løbende behov for at refinansiere lånene i markedet kan instituttet så vidt muligt afvikles i overensstemmelse med låneaftaler og obligationsvilkår, indtil alle realkreditlån er indfriet.

Eksempel: 1-årig obligation med betinget løbetidsforlængelse

Antag, at et realkreditinstitut på tidspunkt 0 sælger en 1-årig obligation med en effektiv rente på 0,3 pct. Et år efter på tidspunkt 1 forsøger instituttet at udstede en ny obligation til afløsning af obligationen udstedt på tidspunkt 0. Der kan nu opstå én af tre situationer:

1. Instituttet får udstedt en ny obligation med en effektiv rente under 5,3 pct.
2. Instituttet modtager en tilstrækkelig mængde bud til at udstede en ny obligation, men med en effektiv skæringsrente over 5,3 pct.
3. Instituttet modtager ikke en tilstrækkelig mængde bud til at udstede en ny obligation.

I både tilfælde 2 og 3 løbetidsforlænges obligationen udstedt på tidspunkt 0 med 1 år med en kuponrente på 5,3 pct., jf. figuren.



Hvis tilfælde 2 eller 3 er blevet realiseret på tidspunkt 1, kan der på tidspunkt 2 opstå én af to situationer: Enten modtager instituttet en tilstrækkelig mængde bud til at sælge en ny obligation, hvorefter det sælger en ny obligation til denne skæringsrente. Alternativt modtager det ikke en tilstrækkelig mængde bud, hvorefter obligationen udstedt på tidspunkt 0 løbetidsforlænges med yderligere 1 år med en kuponrente på 5,3 pct.

Antages det, at auktionen mislykkes på tidspunkt 2, er der på tidspunkt 3 igen to muligheder: Normal refinansiering eller en fejlet auktion.

EFFEKTER AF RENTETRIGGEREN

Med rentetriggeren defineres det entydigt, hvornår løbetiden på en obligation vil blive forlænget. Triggeren skaber klarhed om, hvad investorerne kan forvente, hvis renten stiger med mere end 5 procentpoint. Uden et objektivt kriterie for, hvornår en auktion er fejlet, vil det kræve en diskretionær beslutning at afgøre, om det er tilfældet. Med indførelsen af rentetriggeren undgås det, at det i praksis bliver op til myndighederne at afgøre, om der er tale om en fejlet auktion eller ej. Rentetriggeren virker derfor som en slags automatisk stabilisator, der træder i kraft uden behov for aktiv (politisk) stillingtagen.

Med rentetriggeren vil løbetiden på obligationen blive forlænget ved en rentestigning på 5 procentpoint, dvs. ved et niveau, hvor der normalt ikke vil være væsentlig tvivl om låntagers betalingsevne.² Investorerne ved på forhånd, at låntagerne i en kortvarig krise vil være beskyttet af triggeren. De kan derfor fokusere på at modellere sandsynligheden for et brud på triggeren – frem for et totalt markedssammenbrud.

I den forbindelse er det værd at bemærke, at sandsynligheden for en rentestigning på 5 procentpoint i løbet af et år er meget lav. En sådan stigning har kun fundet sted i Danmark enkelte gange de seneste 150 år.

MODELBEREGNING AF KURS- OG RENTEFLØSOMHED (VARIGHED)

Rentetriggeren vil have betydning for obligationernes kurs og varighed. Til at illustrere det sammenholdes en 1-årig obligation med rentetrigger med en tilsvarende obligation uden rentetrigger (de hidtidige korte fastforrentede obligationer). Der er tale om modelberegninger, som tager udgangspunkt i historiske erfaringer. Den konkrete markedsreaktion afhænger også i høj grad af investorernes adfærd,

som kan være drevet af flere hensyn end den økonomiske værdi, fx risikostyring, regulering og forventninger. Mens nogle investorer vil ønske at sælge obligationer med en rentetrigger i tilfælde af kraftigt stigende renter, vil andre – netop når renterne stiger – efterspørge korte papirer, og her vil 1- og 2-årige obligationer med en rentetrigger fortsat være et relativt kort papir. Markedsreaktionen vil desuden blive påvirket af låntagernes adfærd. Det er en unik egenskab ved den danske realkreditmodel, at låntagerne kan indfri deres lån ved at tilbagekøbe de obligationer, der finansierer lånene. Hvis låntagerne vurderer, at markedet har overreageret i prisfastsættelsen af muligheden for løbetidsforlængelse, vil de have incitament til at opkøbe obligationer med rentetrigger og i stedet efterspørge lån finansieret med nyudstedte obligationer eller banklån.

Både den 1-årige obligation med rentetrigger og den tilsvarende obligation uden rentetrigger betragtes seks måneder før næste refinansiering. Hvis auktionsrenten stiger med 5 procentpoint ved næste refinansiering, antages det, at løbetiden på obligationen med rentetrigger forlænges med 1 år, hvorefter den erstattes af en ny obligation, der sælges ved en auktion. Investorerne er med andre ord ikke bekymrede for, om obligationen kan refinansieres om halvandet år. Tilsvarende antages det, at obligationen uden rentetrigger løbende kan refinansieres ved forfald.

Hvis løbetiden forlænges, modtager investor en 1-årig obligation med en kuponrente, som er lavere end markedsrenten. Det vil på auktionstidspunktet betyde et tab i forhold til at få hovedstolen tilbage. Den beregnede pris på obligationen afspejler forskellen mellem triggerrenten og markedsrenten på auktionstidspunktet. Det svarer til, at prisen på traditionelle konverterbare obligationer afspejler, at investor kan få et tab, hvis renten falder, og låntager vælger at konvertere.

I udgangssituationen antages det, at renterne ikke er steget siden den seneste refinansiering for seks måneder siden. Kurserne på de to obligationer er derfor praktisk taget identiske, da en stigning i renten på 5 procentpoint inden for de kommende seks måneder er meget lidt

2 Nationalbanken har regnet på husholdningernes tilbagebetalings-
evne i et scenario, hvor renterne stiger 5,7 procentpoint, mens
arbejdsløsheden stiger 4 procentpoint, og boligpriserne falder 14
pct. Selv i dette meget negative scenario forbliver restancerne på
boliglån i realkreditinstitutterne ifølge Nationalbankens beregninger
på et lavt niveau, jf. Asger Lau Andersen og Charlotte Duus, Restancer
på realkreditlån blandt danske familier, Danmarks Nationalbank,
Kvartalsoversigt, 3. kvartal 2013, Del 2.

sandsynlig.³ Den lave sandsynlighed for, at rentetriggeren udløses – og obligationens løbetid dermed forlænges – afspejles også i, at begge obligationer har en forventet varighed på ca. 6 måneder.

Hvis renterne derimod er steget meget siden sidste auktion, vil kursen på obligationen med rentetrigger falde mere end kursen på obligationen uden trigger. Den højere rente vil nemlig betyde, at sandsynligheden for, at løbetiden forlænges, er blevet større. En stor rentestigning vil også medføre, at rentefølsomheden (varigheden) på obligationen med rentetrigger øges. Udviklingen i de to obligationers kurs og varighed vil dog være forskellig, alt afhængig af om rentekurven parallelforskydes eller tvistes.

Først betragtes en *parallelforskydning* af rentekurven, jf. figur 2, øverst. Det er først, når rentekurven er steget knap 4 procentpoint, at sandsynligheden for et brud på rentetriggeren er så høj, at varigheden stiger, og kursen falder på obligationen med triggeren. Kurserne på de to obligationer er endda fortsat ret tæt på hinanden ved en rentestigning på op til 5 procentpoint.

Når rentekurven er steget omkring 6 procentpoint, er varigheden på obligationen med rentetrigger stort set 1,5 år, da sandsynligheden for, at løbetiden forlænges, nærmer sig 100 pct. I givet fald er der jo nu halvandet år, til investor får sine midler tilbage. Ved højere renter har obligationen med triggeren størst rentefølsomhed, da den gradvist begynder at ligne en obligation med 1,5 år til udløb. Dens kurs er dog stadig væsentligt mere stabil end fx en 5-årig fastforrentet obligation, jf. figur 3.

Dernæst betragtes en *invertering* af rentekurven, idet den korte rente antages at stige mere end den lange. Konkret antages det, at når den helt korte rente, spotrenten, som angivet på førsteaksen i figur 2, midterst, stiger med fx 8 procentpoint, så stiger renten målt ved en løbetid på 1,5 år kun med 5,6 procentpoint. I dette scenario skal spotrenten næsten stige med 6 procentpoint, før varigheden på obliga-

tionen med rentetrigger begynder at stige. Det afspejler, at spotrenten skal være højere end triggeren, før det begynder at være sandsynligt, at den udløses om seks måneder. Selv når spotrenten stiger med 8 procentpoint, stiger den forventede varighed kun til omkring 1 år – svarende til ca. 50 pct. sandsynlighed for, at triggeren udløses.

Kurserne på de to obligationer vil ved en invertering være stort set identisk. Først når spotrenten stiger med mere end 7 procentpoint, begynder der at være en lille forskel. Den lille forskel i kursfølsomheden afspejler to forhold: Dels at sandsynligheden for, at løbetiden forlænges, er lille, dels at investor vil få et meget begrænset tab, hvis den forlænges. Det skyldes, at det ikke er så sandsynligt, at renten ved næste auktion ligger meget over rentetriggeren. Dermed er store tab mindre sandsynlige.

Eksemplet med invertering af rentekurven er interessant, da det formentlig er det mest oplagte scenario, der kan give anledning til pludselige, store rentestigninger. Det afspejler fx en kortvarig likviditetskrise i det finansielle system eller spekulation mod fastkurspolitikken.

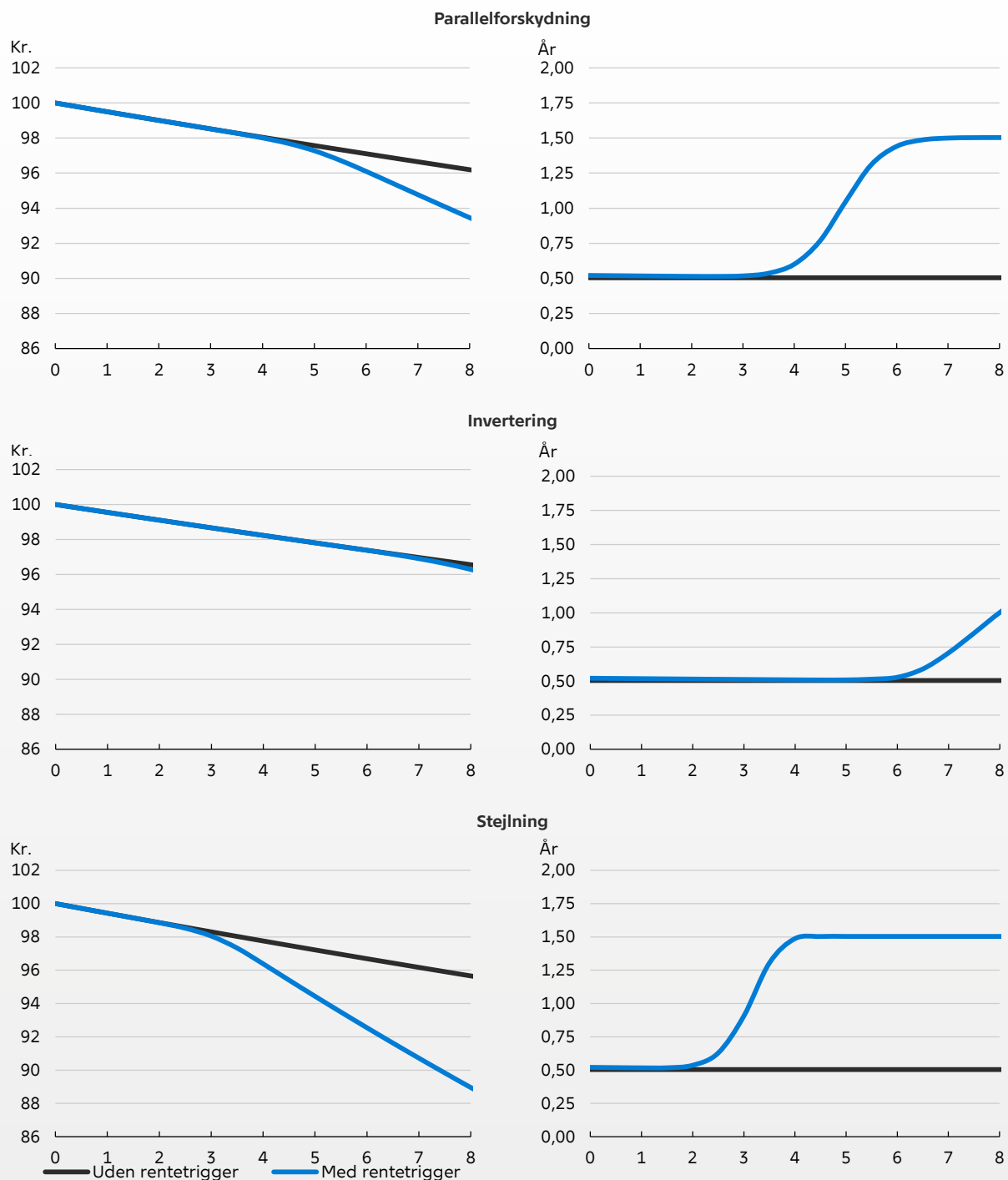
Til sidst betragtes en *stejlning* af rentekurven, idet den lange rente antages at stige mere end den korte. Konkret antages det, at når spotrenten stiger med fx 8 procentpoint, så stiger renten målt ved en løbetid på 1,5 år med 11,6 procentpoint. I dette scenario skal spotrenten kun stige omkring 2 procentpoint, før den forventede varighed stiger, og kursen begynder at falde på obligationen med rentetrigger, jf. figur 2, nederst. Der kræves i dette tilfælde en mindre stigning i spotrenten end ved en parallelforskydning, før sandsynligheden for, at triggeren udløses, stiger markant. Det afspejler, at de lidt længere renter stiger mere end den helt korte rente, og dermed øges sandsynligheden for, at triggeren udløses. I den stejlede rentekurve ligger en forventning om, at renten vil stige yderligere. Det begynder derfor at være sandsynligt, at triggeren udløses, allerede inden spotrenten når niveauet for rentetriggeren. Når spotrenten er steget med 4 procentpoint, er det næsten 100 pct. sikkert, at triggeren vil blive udløst.

Som det fremgår af figur 2, divergerer kurserne på de to obligationer også mest ved en

3 Beregningerne er baseret på renter fra 30. januar 2014. Der er anvendt en en-faktor Vasicek-model med Cita-renterne som underliggende rentestruktur. Beregningerne er foretaget på RIO-systemet, der er leveret af Scanrate Financial Systems A/S.

1-årig obligation i forskellige rentescenarier, kurs (venstre) og varighed (højre)

Figur 2



Anm.: Førsteaksen angiver stigninger i spotrenten i procentpoint. Beregningerne er baseret på renter fra 30. januar 2014. Der anvendes en en-faktor Vasicek-model med Cita-renterne som den underliggende rentestruktur. Beregningerne er foretaget på en obligation med 6 måneder til udløb.

Kilde: Egne beregninger på RIO-systemet fra Scanrate

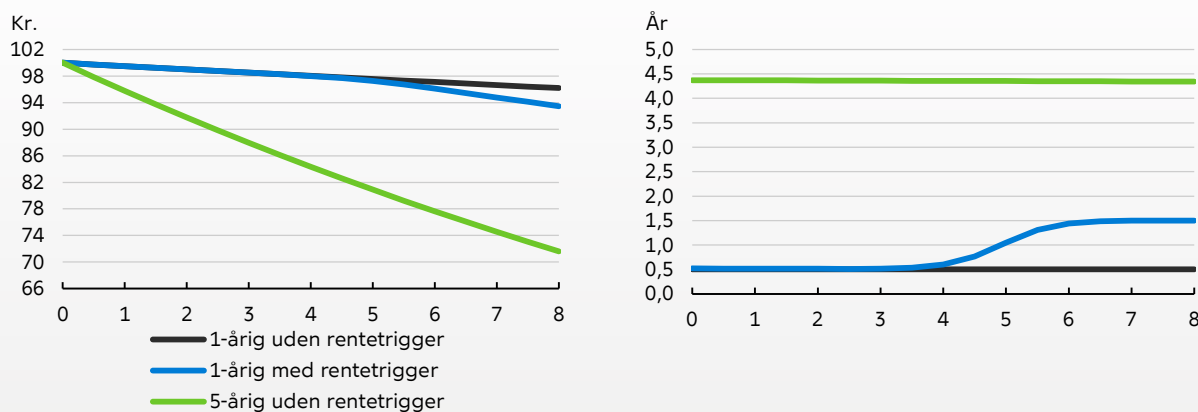
stejlning af rentekurven. Allerede når spotrenten er steget med 3 procentpoint, vil der være en tydelig forskel. Forskellen afspejler dels, at løbetidsforlængelsen tillægges en høj sandsynlighed, dels at investorerne risikerer at få et større tab ved forlængelsen. Det skyldes, at

renten i perioden med forlængelsen kan blive noget højere end niveauet for triggeren.

En markant stejlning af rentekurven må anses for at være et ekstremt scenario: En situation, hvor det ikke bare er den korte rente, der stiger markant, men hvor der er forventning

1-årig obligation med og uden rentetrigger og 5-årig obligation uden rentetrigger ved parallelforskydning af rentekurven, kurs (venstre) og varighed (højre)

Figur 3



Anm.: Førsteaksen angiver stigninger i spotrenten i procentpoint. Beregningerne er baseret på renter fra 30. januar 2014. Der anvendes en en-faktor Vasicek-model med Cita-renterne som den underliggende rentestruktur. Beregningerne er foretaget på obligationer med hhv. 6 måneder og 4,5 år til udløb.

Kilde: Egne beregninger på RIO-systemet fra Scanrate.

om, at den stiger yderligere. Det kan opstå, hvis markedsdeltagerne forventer både høj og accelererende inflation. Alternativt kan den markante stejlning være institutspecifik og skyldes, at der er frygt for, at kreditkvaliteten i et realkreditinstitut gradvist forringes (dvs., at investorerne er mindre trygge ved kreditkvalitet og tilbagebetalingsevne om halvandet år end om seks måneder).

Ud over ændringer i renteniveauet afhænger prisen på muligheden for løbetidsforlængelse også i høj grad af, hvor urolige markederne er – rentens volatilitet. Hvis volatiliteten er meget høj, falder kursen på obligationen med rentetrigger. Det skyldes, at det bliver mere sandsynligt, at triggeren udløses. Der skal imidlertid ganske voldsomme skift i volatiliteten til, for at prisen påvirkes meget. En fordobling i forhold til i dag betyder maksimalt, at kursen falder med 0,2 pct. i forhold til de viste beregninger. Den maksimale effekt fås, når renten er tæt på triggeren.

SAMLET VURDERING

Sammenfattende genetablerer lovændringen om betinget løbetidsforlængelse en sund finansieringsmodel for realkreditinstitutterne, uanset om lånene er forfinansierede eller ej.

Med rentetriggeren defineres det entydigt, hvornår løbetiden på en obligation vil blive forlænget. Dermed kan investor beregne en pris for muligheden for løbetidsforlængelse. På udstedelsestidspunktet forventes prisseffekten at være meget lav, da sandsynligheden for en 5 procentpoint rentestigning er meget lille. Det er Nationalbankens vurdering, at rentetillægget ikke vil overstige 0,1 procentpoint. Rentetriggeren medfører højere kursfølsomhed ved store rentestigninger, men for et solvent institut, hvor investorerne har tillid til den langsigtede kreditkvalitet, forventes effekten at være begrænset.

For et institut, der oplever stigende renter pga investorernes svigtende tillid til den langsigtede kreditkvalitet, kan prisseffekten være større. Hvis der er usikkerhed om, hvorvidt ikke kun den førstkommande, men også fremtidige auktioner kan gennemføres, vil det nemlig påvirke investors adfærd allerede ved den førstkommande auktion. Den samme dynamik vil imidlertid også kunne forekomme i det nuværende system uden løbetidsforlængelse.

Rentetriggeren er designet til at håndtere midlertidige likviditetsproblemer, men ikke solvensproblemer pga. dårlig kreditkvalitet. Det er derfor også efter lovændringen afgørende, at realkreditinstitutterne opretholder en sund kreditpolitik. Hvis det er kreditkvaliteten, der er problemet, og instituttet er på vej mod konkurs

og må afvikles, er det kurators mulighed for at håndtere refinansieringsbehovet, der er relevant – ikke rentetriggeren. Med andre ord skaber rentetriggeren klarhed i en situation med kortvarig markedsuro, hvor investorerne fortsat har tillid til realkreditobligationernes langsigtede kreditkvalitet, men hvor renten stiger af andre årsager.

ARTIKLER

FASTKURSPOLITIK I DANMARK

Af Morten Spange, Økonomisk Afdeling, og Martin Wagner Toftdahl, Bank- og Markedsafdelingen

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Formålet med pengepolitikken i Danmark er at sikre en stabil prisudvikling. For at opnå dette har Danmark siden 1982 ført fastkurspolitik over for først D-mark og siden 1999 over for euro. Det sker inden for rammerne af det europæiske valutasamarbejde, ERM2. Fastkurspolitikken indebærer, at Nationalbanken skal opretholde en fast kronekurs over for euro. I euroområdet har pengepolitikken som mål at holde inflationen under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt. Ved at holde kronekursen stabil over for euro skabes en ramme for lav inflation i Danmark. Den samlede økonomiske politik – fastkurspolitikken og den stabilitetsorienterede finanspolitik – har over en længere årrække givet anledning til en stabil samfundsøkonomisk udvikling. Det er bl.a. analyseret af Christensen og Hansen (2014) og belyses ikke nærmere her. Artiklen gennemgår i stedet de vigtigste forhold ved den praktiske gennemførelse af fastkurspolitikken.¹

Fastkurspolitikken i Danmark er karakteriseret ved, at kronen stabiliseres inden for et snævert bånd. Formelt kan kronen svinge med op til 2,25 pct. på hver side af centralkursen, men reelt er udsvingene betydeligt mindre. Det afspejler bl.a., at fastkurspolitikken har stor troværdighed, men også, at Nationalbanken reagerer konsekvent, hvis kursen afviger fra

centralkursen. Fastkurspolitikken indebærer, at pengepolitikken er reserveret til at holde kursen på kroner stabil over for euro, mens andre hensyn – fx konjunkturudviklingen i Danmark – ikke inddrages i overvejelserne.

Som konsekvens af fastkurspolitikken følger de pengepolitiske renter i Danmark i første omgang renterne i euroområdet, som fastsættes af Den Europæiske Centralbank, ECB. Ved fx en kronesvækkelse af en vis størrelse vil Nationalbankens første reaktion normalt være at intervenere i valutamarkedet ved at købe kroner. Dermed styrkes kronen. Til interventionsformål råder Nationalbanken over en betydelig reserve af udenlandsk valuta. Det eneste mål for reservens størrelse er, at den skal være rigelig. Hvis intervention i valutamarkedet ikke stabiliserer kronekursen over for euro tilstrækkeligt, vil Nationalbanken ændre de pengepolitiske renter.

Nationalbankens reaktionsmønster er velkendt af aktørerne på det danske kronevalutamarked. Regimets troværdighed har bevirket, at markedsdeltagerne tager positioner, der i sig selv stabiliserer kronekursen. Det er dog vigtigt, at Nationalbanken har frihed til at handle efter den aktuelle situation. Der er således ikke et fast mønster for, på hvilket niveau for kronekursen Nationalbanken intervenserer i valutamarkedet, ligesom det ikke er givet, hvor meget der skal interveneres, før en dansk renteændring finder sted. Det er udtryk for, at Nationalbanken løbende vurderer, hvilke indgreb der er passende ud fra den konkrete situation på valutamarkedet.

¹ For en bredere gennemgang af dansk pengepolitik, se Danmarks Nationalbank (2009). Pengepolitikens indvirkning på husholdninger og virksomheder analyseres af Drejer mfl. (2011).

De pengepolitiske instrumenter, som Nationalbanken benytter til at udmønte pengepolitikken, er grundlæggende ikke blevet ændret siden april 1992. Det afspejler, at instrumentariet har vist sig at gøre det muligt løbende at holde kronen tæt ved centralkursen. Det har endvidere vist sig robust til at håndtere ekstraordinære situationer som senest implikationerne for kronekursen af finanskrisen i 2008 og den efterfølgende statsgældskrise i en række eurolande, men også implikationerne af den europæiske valutakrise i 1992-93. Hensynet til fastkurspolitikken indebærer desuden, at det danske instrumentarium er ret unikt i en international sammenhæng og afviger fra instrumentarierne i lande med andre pengepolitiske strategier, herunder euroområdet.

Næste afsnit giver en oversigt over Nationalbankens reaktionsmønster. Reaktionsmønstret består dels af intervention i valutamarkedet, dels af ændringer i de pengepolitiske renter. I de følgende afsnit behandles hver del mere detaljeret. Afsnittene beskriver både regimets konstruktion og dets implikationer, eksempelvis hvad det betyder for udviklingen i renterne på pengemarkedet. I sidste afsnit fremhæves de særlige forhold ved instrumentariet, der følger af hensynet til fastkurspolitikken.

NATIONALBANKENS REAKTIONSMØNSTER

Nationalbanken fører fastkurspolitik inden for rammerne af det europæiske valutasamarbejde, ERM2. Det indebærer, at kronekursen kan svinge med op til 2,25 pct. på hver side af centralkursen, som er 7,46038 kr. pr. euro. Under rolige forhold på valutamarkedet afhænger kronens kurs over for euro primært af forholdet mellem de lidt længere pengemarkedsrenter i Danmark og euroområdet. Nationalbankens renter påvirker pengemarkedsrenterne i Danmark og dermed spændet til pengemarkedsrenterne i euroområdet.²

Når ECB ændrer de pengepolitiske renter, vil Nationalbanken typisk reagere med en tilsvarende ændring i de pengepolitiske renter. Den danske renteændring annonceres oftest samme dag om eftermiddagen, som ECB har annonceret renteændringen. Siden euroens indførelse i 1999 har der været en tæt sammenhæng mellem de pengepolitiske renter i Danmark og euroområdet, jf. figur 1.

På trods af den tætte sammenhæng mellem de pengepolitiske renter i Danmark og euroområdet er der i nogle situationer behov for en ensidig dansk reaktion. Nationalbanken vurderer løbende, om udviklingen i kronens kurs over for euro kræver, at Nationalbanken reagerer. Hvis der eksempelvis er tendens til, at kronen svækkes, vil Nationalbanken i første omgang søge at modvirke det ved opkøb af kroner mod udenlandsk valuta. Til det formål råder Nationalbanken over en betydelig valutareserve.

Såfremt intervention i valutamarkedet ikke stabiliserer kronekursen over for euro i tilstrækkelig grad, og udviklingen er mere vedvarende, vil Nationalbanken ændre de pengepolitiske renter ensidigt, dvs. uden at ECB har ændret sine pengepolitiske renter. Fx kan det, hvis kronen svækkes vedvarende, blive nødvendigt med en ensidig dansk renteforhøjelse, som øger de danske pengemarkedsrenter i forhold til renterne i euroområdet. Dermed bliver det mere attraktivt at investere i danske fordringer, hvilket øger efterspørgslen efter kroner, som dermed styrkes.

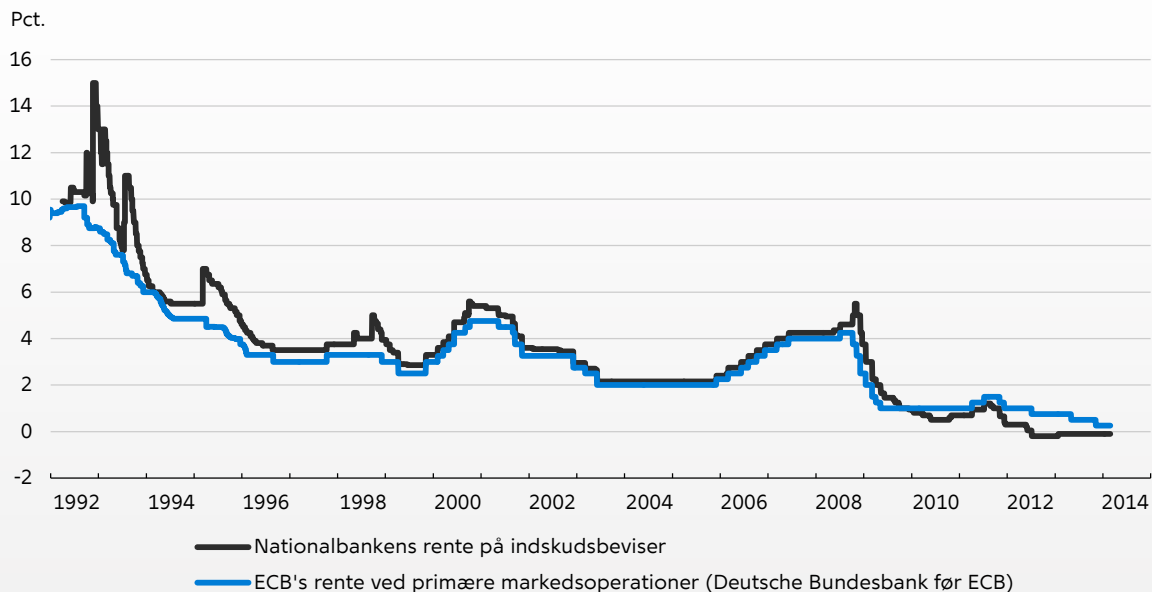
Et eksempel på Nationalbankens reaktion på afvigelser fra centralkursen er illustreret i figur 2. I november 2011 blev kronen gradvist styrket, og 1. december nåede kursen 7,4330 kr. pr. euro. For at modvirke dette intervenerede Nationalbanken for ca. 14 mia. kr. Det vil sige, at Nationalbanken købte euro for 14 mia. kr. Det bremsede styrkelsen midlertidigt. Efter at have intervenseret for yderligere ca. 4 mia. kr., hvor kronen var blevet styrket til 7,4326 kr. pr. euro, besluttede Nationalbanken 15. december at nedsætte de pengepolitiske renter³. Tilsva-

2 Se Mindested mfl. (2013).

3 Nationalbankens udlånsrente og indskudsbevisrente blev nedsat med 10 basispoint, og foliorenten blev nedsat med 5 basispoint.

Pengepolitiske renter i Danmark og euroområdet

Figur 1

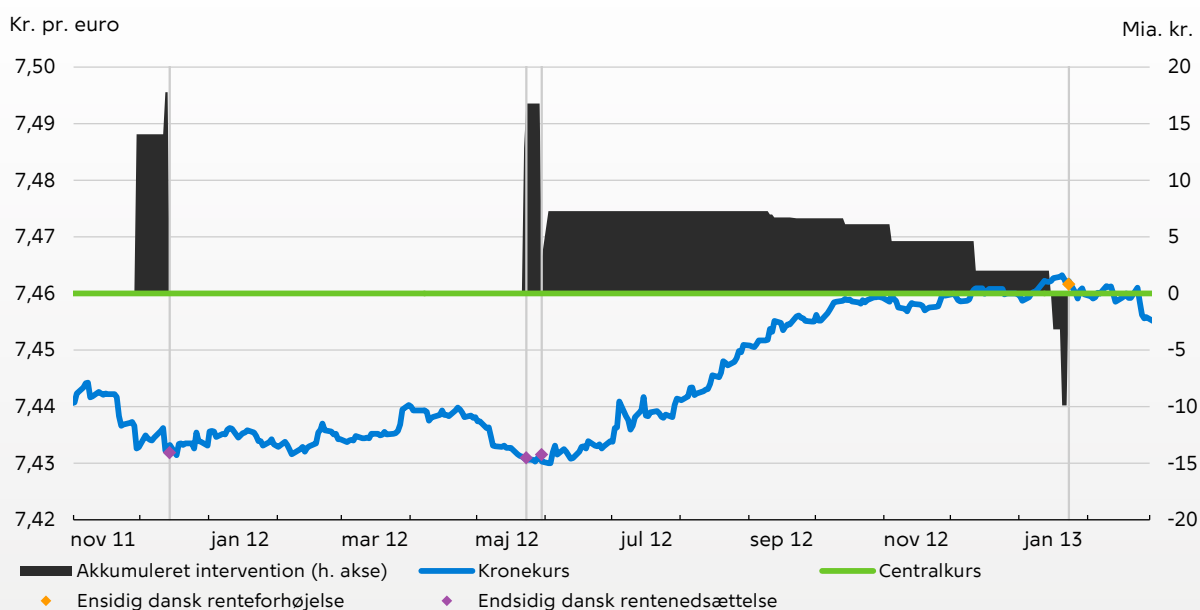


Anm.: Nationalbankens indskudsbevisrente er benyttet i figuren, da denne primært har været styrende siden 8. juni 2009, hvor Nationalbanken indførte et spænd mellem udlånsrenten og indskudsbevisrenten. For euroområdet er ECB's minimumsbudrente for de primære markedsoperationer benyttet frem til 14. oktober 2008, hvorefter den faste rente ved ECB's primære markedsoperationer er benyttet. Deutsche Bundesbanks pengepolitiske rente er benyttet for perioden før euroens indførelse 1. januar 1999. Siden ECB indførte fuld likviditetstildeling til en fast rente ved de primære markedsoperationer i oktober 2008, har der været en tendens til, at ECB's indlånsrente i perioder har været styrende for de europæiske pengemarkedsrenter.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Akkumuleret intervention og ensidige renteændringer

Figur 2



Anm.: Den akkumulerede intervention nulstilles i figuren ved ensidige danske renteændringer. Et positivt tal for akkumuleret intervention betyder, at Nationalbanken har solgt kroner mod køb af valuta. Ud over de ensidige renteændringer, som er vist på figuren, fulgte Nationalbanken torsdag den 5. juli 2012 ECB's rentenedsættelse. Indskudsbevisrenten blev nedsat til -0,20 pct. Det medførte, at kronen blev svækket over for euro.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

rende annoncerede Nationalbanken som følge af intervention to ensidige rentenedsættelser i maj 2012. Det var tilstrækkeligt til, at kronen ikke blev styrket yderligere.

Selv om Nationalbankens reaktionsmønster grundlæggende er velkendt af markedsdeltagerne, er der på en række punkter behov for et råderum. Det er eksempelvis ikke på forhånd klart, ved hvilket niveau for kronekursen Nationalbanken intervenserer i valutamarkedet, ligesom der ikke findes en fast regel for, hvor meget der skal interveneres for, før en dansk renteændring finder sted. Der er heller ikke en fast regel for, hvor meget renten i givet fald ændres. Råderummet er et udtryk for, at Nationalbanken løbende vurderer, hvilke tiltag der er passende ud fra den konkrete situation på valutamarkedet.

På trods af, at de formelle rammer for den danske fastkurspolitik indebærer, at kronen må svinge omkring centralkursen inden for et bånd på $\pm 2,25$ pct., har den i mange år holdt sig inden for nogle betydeligt snævrere grænser, jf. figur 3. Det reducerer danske husholdningers og virksomheders risici ved betalinger i euro og dermed behovet for afdækning via de finansielle markeder. Siden midten af 1990'erne er kronen desuden blevet stabiliseret på den stærke side af centralkursen.

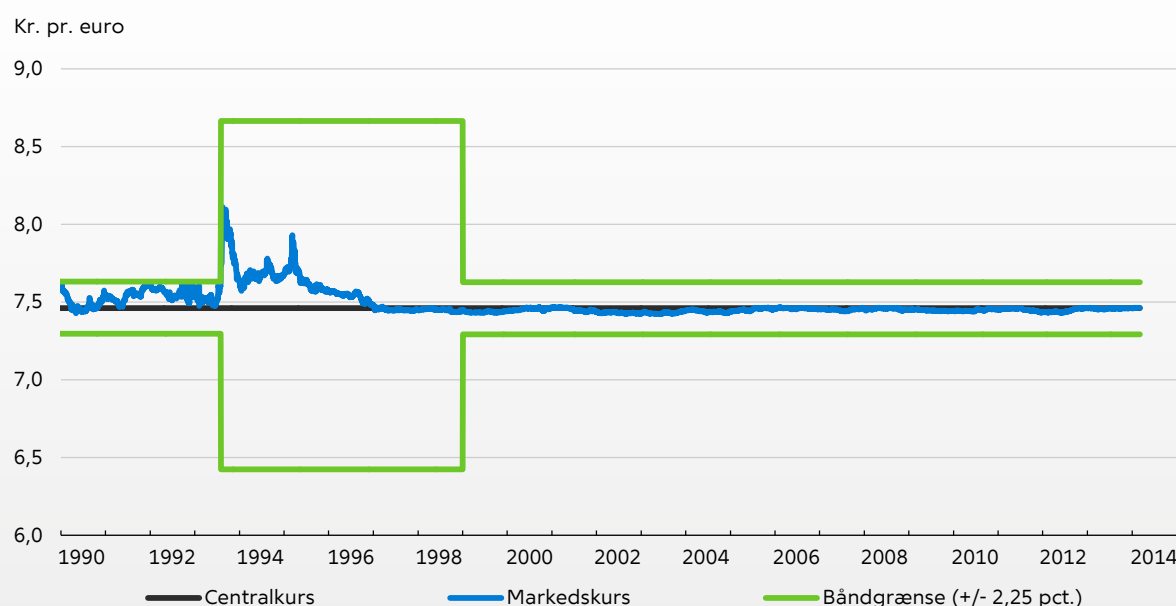
TROVÆRDIGHED

Den mangeårige opretholdelse af en stabil kronekurs har givet Nationalbankens håndtering af penge- og valutapolitikken stor troværdighed. Aktørerne på de finansielle markeder har således tillid til, at kronekursen fortsat vil bevæge sig i et snævert bånd omkring centralkursen. Det betyder, at der i en situation, hvor kronen ligger svagt, vil være en forventning i markedet om, at potentialet for en yderligere svækkelse er mindre end potentialet for en styrkelse, mens det omvendte vil være tilfældet i en situation, hvor kronen er stærk. Der har været en tendens til, at aktørerne tager positioner baseret på disse forventninger. I situationer, hvor kronen er svag, er der således typisk blevet taget positioner med forventning om, at den styrkes. Det har medvirket til at stabilisere kronekursen tæt på centralkursen.

Markedsdeltagerenes stabiliserende positioner har reduceret behovet for, at Nationalbanken intervenserer. Banken kan imidlertid ikke basere pengepolitikken på, at positionerne altid vil virke stabiliserende. Effekten er kun til stede, så længe markedsdeltagerne har tiltro til, at Nationalbanken har vilje til og forudsætninger for at stabilisere kronekursen omkring centralkursen.

Kronens kurs over for euro

Figur 3



Kilde: Danmarks Nationalbank.

Vigtigheden af at være troværdig i relation til at indfri den pengepolitiske målsætning er ikke unik for fastkurspolitikken. Det samme er tilfældet i lande, hvor pengepolitikken er tilrettelagt direkte med henblik på at styre inflationen. Her medvirker troværdigheden til, at den mellemfristede forventningsdannelse afspejler centralbankens inflationsmålsætning. Forventningsdannelsen er et væsentligt element i fastsættelsen af priser og lønninger. Opstår der en forventning om, at inflationen bliver højere end målsætningen, vil lønmodtagerne som kompensation kræve højere lønstigninger. Dermed vil forventninger om højere inflation i sig selv drive inflationen i vejret.

Troværdighed om pengepolitikken opnås ved gennem lang tid at vise sig villig til at gøre, hvad der skal til for at indfri de målsætninger, der er meldt ud. Nationalbanken har siden 1996 holdt kronen inden for et meget snævert bånd omkring centralkursen.

ARBEJDSDELINGEN I DEN ØKONOMISKE POLITIK

I Danmark afstemmes pengepolitikken ikke efter konjunkturudviklingen. Fastkurspolitikken bevirker i stedet, at vi overtager stramhedsgraden i euroområdet pengepolitik. Da konjunkturudviklingen i Danmark i nogen grad afspejler udviklingen i euroområdet, vil pengepolitikken derfor normalt passe godt til den hjemlige konjunkturudvikling, men det er ikke altid tilfældet. Derfor er det særligt vigtigt, at finanspolitikken tilrettelægges hensigtsmæssigt i forhold til konjunkturerne. Det er især vigtigt, at den ikke bidrager til at forstærke en højkonjunktur, så det efterfølgende tilbageslag bliver tilsvarende kraftigt.

Nationalbanken giver løbende vurderinger af finanspolitikens stramhed. I midten af det seneste årti advarede Nationalbanken fx om, at finanspolitikken var for lempelig i lyset af, at der var mangel på ledig kapacitet i økonomien.⁴ Den lempelige finanspolitik forstærkede højkonjunkturerne med det resultat, at det efter-

følgende tilbageslag også blev forstærket. Det var u hensigtsmæssigt for både husholdninger og virksomheder, men gav ikke anledning til, at markedet satte spørgsmålstejn ved fastkurspolitikken.

En u hensigtsmæssigt tilrettelagt finanspolitik, der forstærker udsvingene i konjunkturerne – og dermed fører til perioder med stærkt svækket konkurrenceevne og høj arbejdsløshed – indebærer dog en risiko for, at markedet sætter spørgsmålstejn ved den politiske opbakning til fastkurspolitikken. I en sådan situation kan der opstå et nedadgående pres på kronekursen, som nødvendiggør en ensidig dansk renteforhøjelse. Sådanne renteforhøjelser vil svække økonomien yderligere.⁵

Risikoen for, at finansiell uro forstærker tilbageslag i økonomien, kan desuden reduceres gennem en hensigtsmæssig anvendelse af makroprudentielle instrumenter. I modsætning til finanspolitikken er makroprudentiel politik primært rettet mod at modvirke ubalancer i det finansielle system mere end mod løbende at stabilisere konjunkturerne.

INTERVENTION OG VALUTARESERVE

Som følge af den høje troværdighed omkring fastkurspolitikken vil markedsdeltagernes indbyrdes transaktioner oftest være tilstrækkelige til at holde kronekursen tæt på centralkursen. Der opstår dog løbende situationer, hvor Nationalbanken må reagere. Her er første skridt normalt at intervenere i valutamarkedet. Interventionerne foretages af bankens bank- og markedsafdeling, som har mandat til at intervenere ubegrænset, i det omfang det er nødvendigt. Direktionen informeres løbende om interventionerne.

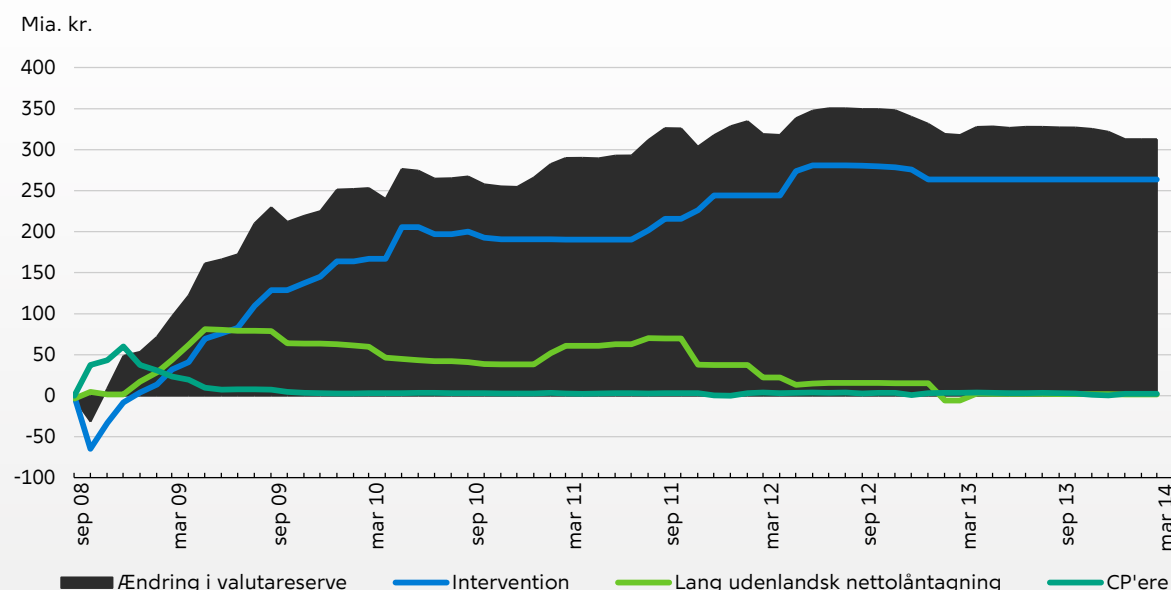
Nationalbanken råder over en betydelig valutareserve til interventionsformål. Reserven, der i begyndelsen af 2014 udgjorde knap 500 mia. kr., er primært i euro og består hovedsageligt af indskud i udenlandske banker og

4 Se eksempelvis Kvartalsoversigten fra 3. kvartal 2006, hvor det anbefales, at de offentlige finanser for 2007 bør dæmpe den indenlandske aktivitet med omkring 0,5 pct., jf. Danmarks Nationalbank (2006).

5 Fastkurspolitikken risikerer desuden som alle andre pengepolitiske regimer at blive undermineret, hvis finanspolitikken er direkte uholdbar.

Ændring i valutareserven fra finanskrisens udbrud

Figur 4



Anm.: Forskellen mellem den totale ændring i valutareserven og summen af ændringen i intervention, lang udenlandsk låntagning og CP'ere dækker bl.a. over kursregulering af guldbeholdningen, renteindtægter på valutareserven og statens nettobetaling i fremmed valuta.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

udenlandske værdipapirer, der kan sælges eller belånes. Nationalbanken har ikke noget mål for, hvor stor reserven skal være. Det eneste krav er, at den skal være rigelig. Hvis den er for lille, begrænser det Nationalbankens muligheder for at intervenere. Det ville betyde, at der hurtigere måtte gribes til rentestigninger ved pres på kronen. En lille reserve kan desuden sende det signal, at Nationalbanken ikke er tilstrækkeligt rustet til at forsvare kronen i tilfælde af pres. Det svækker troværdigheden og kan i sig selv øge risikoen for, at der spekuleres mod kronen.

Nationalbanken har nogle muligheder for at opbygge en større reserve, hvis den skønnes at være for lille. Det så man fx i forbindelse med valutauroen i efteråret 2008, hvor staten benyttede sig af udenlandsk låntagning, jf. figur 4. På kort sigt var der tale om lån med kort løbetid inden for rammerne af statens Commercial Paper (CP)-programmer for hurtigt at øge valutareserven. Formålet med programmerne er at have et likviditetsredskab til hurtigt at tilpasse niveauet for valutareserven eller statens konto. Statens mulighed for at låne i udlandet er dog afhængig af, at markederne fungerer. Da krisen var på sit højeste, var der i en kortere periode

ikke adgang til udenlandsk låntagning.

I 1. halvår 2009 optog staten desuden betydelig mellem- og langfristet gæld i udenlandsk valuta.

Mens statslig låntagning i udlandet er den mest effektive måde til hurtigt at øge valutareserven i perioder med pres på kronen, kan reserven på længere sigt bygges op gennem intervention i markedet. Eksempelvis fastholdt Nationalbanken i en periode efter valutauroen i 2008 et relativt højt rentespænd for at understøtte valutaindstømning. Dermed kunne valutareserven gradvist genopbygges gennem interventionskøb.

Omkostningen ved at opretholde en rigelig valutareserve vurderes som beskeden sammenlignet med fordelene ved en troværdig fastkurspolitik. Omkostningen kan groft opgøres som forskellen mellem de korte renter i Danmark og euroområdet ganget med reservens størrelse. I den aktuelle situation, hvor de korte renter er lavest i Danmark, er der således et positivt afkast, mens det i situationer med et beskedent positivt rentespænd til euroområdet vil være negativt.

PENGEPOLITISKE RENTEÆNDRINGER

Fastkurspolitikken indebærer, at Nationalbankens pengepolitiske renter er reserveret til at fastholde kronekursen tæt på centralkursen. Hvis intervention i valutamarkedet ikke er tilstrækkelig til at stabilisere kronekursen, vil Nationalbankens næste skridt være at ændre de pengepolitiske renter. De omfatter udlånsrenten, indskudsbevisrenten, foliorenten og diskontoen og ændres desuden normalt i forbindelse med ECB's renteændringer.⁶ Nationalbankens pengepolitiske instrumenter, der er de udlåns- og indlånsfaciliteter, Nationalbanken stiller til rådighed for de pengepolitiske modparter, forrentes med de pengepolitiske renter.⁷

SEKTORLIKVIDITETENS BETYDNING FOR PENGEMARKEDSRENTERNE

De pengepolitiske renters gennemslag til kronekursen sker via pengemarkedsrenter-

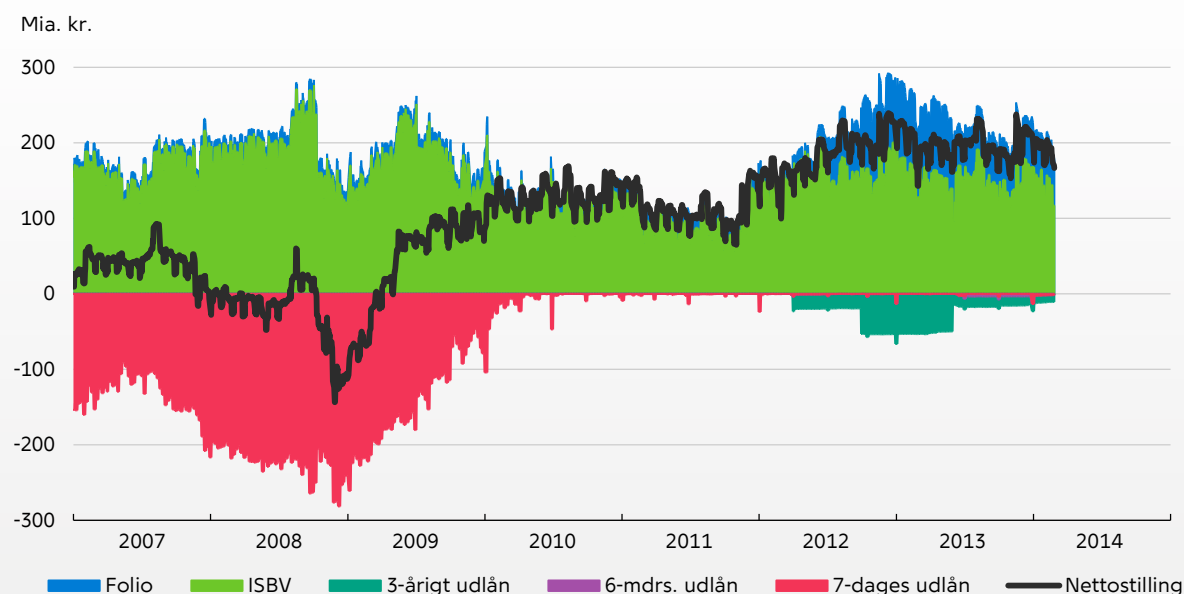
ne. Hvilken af de pengepolitiske renter der er styrende for pengemarkedsrenterne, afhænger bl.a. af bankernes nettostilling⁸ over for Nationalbanken. Ved en stor positiv nettostilling vil sektoren som helhed have et placeringsbehov i Nationalbanken, og de korte pengemarkedsrenter vil derfor i den situation normalt følge indskudsbevisrenten. Det har generelt været tilfældet de seneste år, jf. figur 5.

I perioder med faldende nettostilling kan der ses en tendens til, at pengemarkedsrenterne begynder at trække op imod Nationalbankens udlånsrente. Det skyldes, at mængden af kronelikviditet falder, hvorved prisen for kronelikviditet stiger. Ved en negativ nettostilling vil det typisk være Nationalbankens udlånsrente, der er styrende for pengemarkedsrenterne.

Nettostillingen påvirkes af de autonome faktorer på Nationalbankens balance. De største påvirkninger kommer fra ind- og udbetalinger på statens konto i Nationalbanken og fra Nationalbankens interventioner. Når Nationalbanken

De pengepolitiske modparterers nettostilling over for Nationalbanken

Figur 5



Anm.: Indtil juni 2009 var udlånsrenten og indskudsbevisrenten ens. Det betød, at de pengepolitiske modparter i højere grad opbyggede bruttopositioner over for Nationalbanken ved at optage pengepolitiske lån og placere likviditeten på folio og i indskudsbeviser (ISBV). De større bruttopositioner bidrog til at udvide Nationalbankens balance.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

6 Diskontoen refererer ikke direkte til de pengepolitiske faciliteter, men fungerer som en signalrente.

7 Se bl.a. Nationalbanken (2009) for en nærmere beskrivelse af de pengepolitiske instrumenter.

8 Nettostillingen opgøres som de pengepolitiske modparterers indestående på folio og i indskudsbeviser fratrasket modparterens lån i Nationalbanken.

fx intervenserer ved at købe kroner for at imødegå, at kronen svækkes, vil nettostillingen falde. Herved vil pengemarkedsrenterne have en tendens til at stige, hvilket medvirker til at stabilisere kronekursen ud over den direkte effekt af intervention.

Ud over nettostillingen har også den daglige mængde af foliolikviditet betydning for gennemslaget fra de pengepolitiske renter til de korte pengemarkedsrenter. Der ses en tendens til, at pengemarkedsrenterne afhænger negativt af det daglige indestående af likviditet på folio, jf. figur 6. Indeståendet afhænger bl.a. af forskellen mellem indskudsbevis- og foliorenten. De pengepolitiske modparter incitament til at købe indskudsbeviser frem for at placere på folio er større, når indskudsbevisrenten er høj i forhold til foliorenten. Indeståendet på folio vil dermed alt andet lige være mindre, des højere spænd. Et højere spænd vil tilskynde

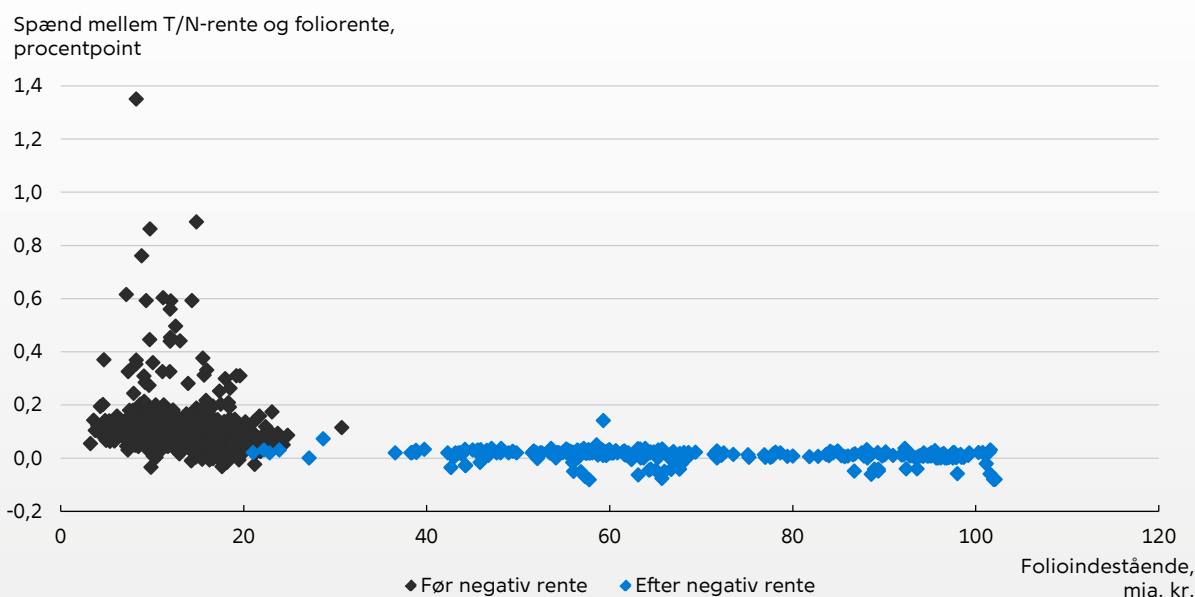
modparterne til i højere grad at udveksle likviditet indbyrdes, men det vil også føre til højere pengemarkedsrenter.⁹

DE PENGEPOLITISKE INSTRUMENTERS BETYDNING FOR PENGEMARKEDSRENTERNE

De pengepolitiske renters påvirkning af dag til dag-renten er første skridt i transmissionen til de lidt længere pengemarkedsrenter, der er styrende for kronekursen. Der er betydelige udsving i dag til dag-renten, jf. figur 7. Den største del af udsvingene er af teknisk karakter og afspejler udformningen af Nationalbankens pengepolitiske instrumenter. Udsvingene opstår i forbindelse med Nationalbankens markedsoperationer, fordi de pengepolitiske modparter på dage, hvor Nationalbanken har åbent for salg af indskudsbeviser, kan placere i indskudsbeviser til en anden rente og med en længere løbetid, end på dage uden mar-

Sammenhæng mellem indeståendet på folio og spændet mellem T/N-renten og foliorenten

Figur 6



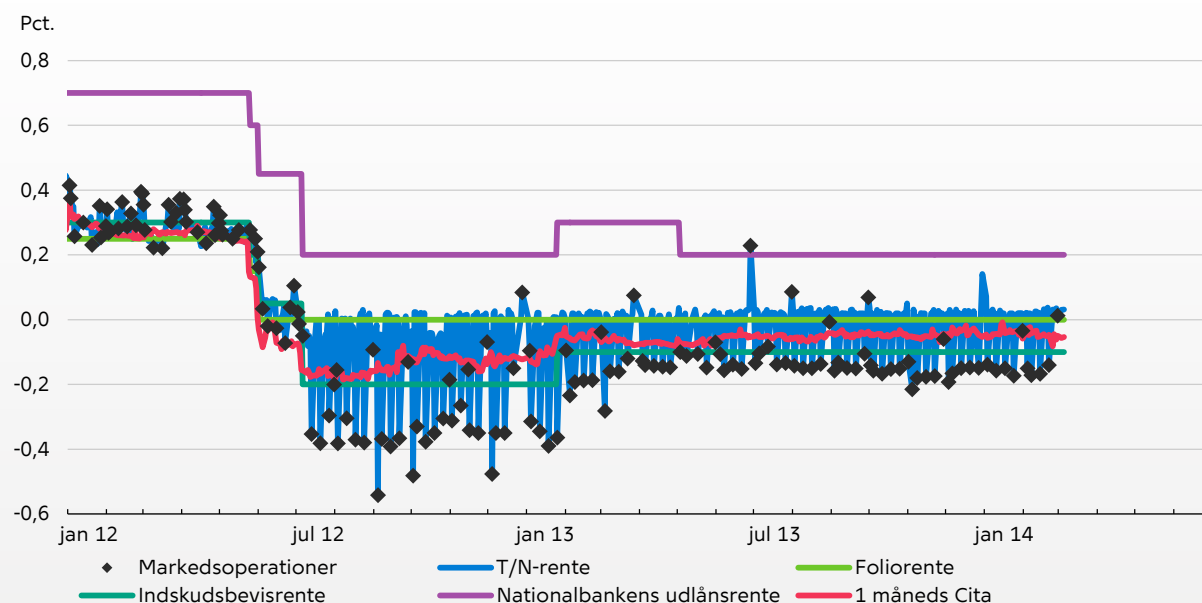
Anm.: Daglige observationer for perioden 2. juli 2007 til 18. februar 2014. Observationer for dage, hvor Nationalbanken ikke foretager markedsoperationer.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

9 Efter indførelsen af negativ indskudsbevisrente, hvor indskudsbevisrenten ligger under foliorenten, har modparterne både et rente- og likviditetsmæssigt incitament til at placere på folio frem for i indskudsbeviser. Samtidig er muligheden herfor blevet større, da foliorammerne er blevet udvidet. Det større indestående på folio betyder, at forskellen mellem dag til dag-renten og foliorenten er mindre på dage uden markedsoperationer. Se fx Mindested mfl. (2013) for en uddybende forklaring.

Pengepolitiske renter og markedsrenter

Figur 7



Anm.: T/N-renten påvirkes dagen før, Nationalbankens markedsoperationer gennemføres. Det skyldes, at T/N-lån er dag til dag-lån, som begynder dagen efter indgåelse. Markedsoperationer angiver derfor værdien af T/N-renten, dagen før annoncerede markedsoperationen foretages. Cita-swaps (Copenhagen Interbank T/N Average) er korte renteswaps. Der byttes en variabel rente (T/N-renten) mod en fast rente, som fastsættes ved aftalens begyndelse. Ved aftalens udløb afregnes forskellen mellem den aftalte faste rente og den gennemsnitlige T/N-rente gennem aftalens løbetid.

Kilde: Danmarks Nationalbank og Reuters.

kedsoperationer, hvor det er foliorenten, der er alternativrenten.¹⁰

Den tekniske volatilitet i dag til dag-renten er forudsigelig og kendt af markedsdeltagerne, og den medfører ikke volatilitet i de lidt længere pengemarkedsrenter, jf. figur 7. Forudsigeligheden sikrer et klart gennemslag fra Nationalbankens pengepolitiske renter til de lidt længere pengemarkedsrenter og dermed kronekursen.

INSTRUMENTARIET ER INDRETTET MED HENBLIK PÅ FASTKURSPOLITIK

Det pengepolitiske instrumentarium er indrettet med henblik på at sikre en fleksibel og robust implementering af fastkurspolitikken. Dette formål er blevet opfyldt. Fx har Nationalbanken inden for rammerne af det nuværende instrumentarium kunnet implementere negativ rente på indskudsbeviser for at holde kronen

stabil over for euro¹¹. Fastholdelsen af rammerne for implementering af pengepolitik ved indførelse af negativ rente gør samtidig, at instrumentariet er robust i forhold til en kommende normalisering af de pengepolitiske renter.

Hensynet til fastkurspolitikken betyder, at Nationalbankens instrumentarium adskiller sig fra andre centralbankers, herunder ECB's (i tabel 1 vises en sammenligning). Nationalbanken spejler typisk ECB's pengepolitiske tiltag, ikke blot i form af renteændringer, men også ved indførelsen af ukonventionelle tiltag som fx 3-årige udlån. Det gøres for at sikre en stabil krone over for euro ved at skabe sammenlignelige rente- og likviditetsforhold mellem euroområdet og Danmark. Forskelle mellem Nationalbankens og ECB's pengepolitiske instrumentarium og implementering af pengepolitik gør dog, at Nationalbanken ikke til enhver tid følger pengepolitiske ændringer fra ECB.

10 Se Mindested mfl. (2013)

11 Se bl.a. Jørgensen og Risbjerg (2012) for en uddybende beskrivelse af indførelsen af negativ rente på indskudsbeviser.

Oversigt over Nationalbankens og ECB's primære pengepolitiske instrumenter

Tabel 1

Primære markedsoperationer	ECB	Nationalbanken
Udlån mod pant ¹	- Fuld tildeling² 1 uges løbetid - Ugentlige markedsoperationer	- Fuld tildeling 1 uges løbetid - Ugentlige markedsoperationer
Køb og salg af indskudsbeviser	Ikke del af primære markedsoperationer ³	- Fuld tildeling - Udløb på ugens sidste bankdag - Ugentlige ordinære markedsoperationer suppleret af ekstraordinære operationer efter behov
Stående faciliteter ⁴		
Marginal udlånsfacilitet ¹	- Ubegrænset adgang 1 dags løbetid	Ikke del af Nationalbankens instrumentarium
Indlånsfacilitet	- Anfordringskonto - Reservekrav for minimumsindestående	- Anfordringskonto - Foliorammerne danner loft over det samlede indestående på folio

Anm.: Kun de primære markedsoperationer og faciliteter hos Nationalbanken og ECB er medtaget. Ekstraordinære faciliteter som fx udlån mod pant med længere løbetider og likviditetsjusterende instrumenter, er dermed ikke medtaget.

Kilde: Danmarks Nationalbank og ECB.

1. Alle pengepolitiske udlån hos Nationalbanken og ECB sker mod sikkerhed.

2. Som del af en række ekstraordinære tiltag i forbindelse med finanskrisen overgik ECB fra 15. oktober 2008 til fuld tildeling ved de primære operationer. Der vil være fuld tildeling, så længe ECB finder det nødvendigt og mindst indtil 7. juli 2015, jf. ECB (2014). Før oktober 2008 foregik tildelingen via auktion.

3. ECB har som del af deres strukturelle operationer mulighed for at udstede indskudsbeviser, jf. ECB (2012). Disse operationer benyttes dog ikke på nuværende tidspunkt.

4. Stående faciliteter kan benyttes til enhver tid inden for centralbankernes åbningstid.

ÅBENT VINDUE VED MARKEDSOPERATIONER

Nationalbanken benytter et såkaldt åbent vindue ved sine markedsoperationer. Det betyder, at det er Nationalbanken, der bestemmer renten ved de pengepolitiske operationer, mens det er de pengepolitiske modparter, der bestemmer mængden. Det gælder både for udlån og indskudsbeviser. Nationalbanken begrænser dog de pengepolitiske modparterers indestående på folio.

Som del af en række ekstraordinære tiltag som følge af finanskrisen overgik ECB i oktober 2008 til fuld tildeling af likviditet til en fast rente ved de ugentlige primære markedsoperationer. Forud havde ECB styret mængden af tildelt likviditet ved udlånsoperationerne via ugentlige auktioner. Dermed er Nationalbankens og ECB's ugentlige markedsoperationer blevet mere sammenlignelige. ECB vil fastholde fuld tildeling ved de ugentlige operationer, så længe ECB skønner det nødvendigt.

FOLIORAMMER

Mens ECB via reservekrav bestemmer, hvor meget eurosystemets banker i gennemsnit *skal* have stående på deres indskudsfacilitet, bestemmer Nationalbanken via foliorammerne, hvor meget penge- og realkreditinstitutterne samlet set *kan* have stående på deres foliokonti.

Formålet med foliorammerne er at sikre, at der ikke opbygges store indskud på foliokonti i Nationalbanken, som kan anvendes til at spekulere mod kronen. Foliorammerne begrænser ikke beløbet, der kan spekuleres for, men gør det muligt for Nationalbanken at styre prisen på den likviditet, som pengeinstitutterne kan stille til rådighed for deres kunder til spekulation. Nationalbanken kan fastsætte renten på likviditeten så højt, at en eventuel gevinst ved spekulation elimineres. Et eksempel på dette findes under valutakrisen i 1992-93, jf. boks 1.

Spekulation mod kronen i 1993

Boks 1

Som del af valutakriserne i 1992-93, hvor omfattende spekulation mod ERM-samarbejdet fandt sted, opstod der i begyndelsen af 1993 et stort spekulationspres mod den danske krone. Spekulationerne medførte et behov for store støtteopkøb af kroner over for både D-mark, hollandske gylde og irske pund. For at imødekomme spekulationspresset kom den daværende danske regering samtidig med en håndfast udmelding om viljen til at fortsætte fastkurspolitikken.

På trods af regeringens udmeldinger fortsatte det store pres på kronen, og 3. februar 1993 blev der støtteopkøbt kroner for omkring 24 mia. kr., hvilket niveaumæssigt svarede til halvdelen af Nationalbankens valutareserve. 4. februar 1993 blev diskontoen forhøjet med 2 procentpoint til 11,5 pct., og efter aftale med centralbankerne i Belgien, Frankrig, Holland, Spanien og Tyskland blev der foretaget koordinerede støttekøb af kroner inden for interventionsgrænserne. Den fælles aktion overraskede markedet. Kronen blev stabiliseret og styrkedes yderligere, da Deutsche Bundesbank samme dag annoncerede en rentenedsættelse. Pengeinstitutternes ekstra behov for kronelikviditet som følge af valutaudstrømningen blev dækket af Nationalbanken gennem udlån mod sikkerhed med 17 dages løbetid til en rente på 40 pct. Henimod månedens slutning var 3-måneders-pengemarkedsrenten i Danmark faldet til 14 pct. Kronen var styrket, og der var en betydelig tilbagesstrømning af valuta. I den sidste del af februar kunne Nationalbanken atter begynde at nedsætte sine rentesatser.

1. Se Abildgren mfl. (2010) for en uddybende beskrivelse af dansk pengehistorie 1990-2005

STÅENDE FACILITETER

Mens ECB har to stående faciliteter, henholdsvis en indlånsfacilitet og en marginal udlånsfacilitet, har Nationalbanken udelukkende en indlånsfacilitet i form af foliokonti. En marginal udlånsfacilitet bevirker, at der sættes et loft over, hvor meget de korte pengemarkedsrenter kan stige. Det skyldes, at bankerne altid kan låne hos centralbanken frem for i pengemarkedet til renten på den marginale udlånsfacilitet. At Nationalbanken ikke har en marginal udlånsfacilitet bevirker dermed, at pengemarkedsrenterne frit kan stige i situationer, hvor kronen svækkes over for euro. Fx kan der opstå en situation, hvor Nationalbanken, for at modgå at kronen svækkes over for euro, intervenserer ved køb af kroner. Det vil dræne kronelikviditet, hvilket kan medføre højere pengemarkedsrenter, som vil medvirke til at stabilisere kronen over for euro.

LITTERATUR

Abildgren, Kim, Bodil Nyboe Andersen og Jens Thomsen (2010), *Dansk pengehistorie 1990-2005*, Danmarks Nationalbank.

Christensen, Anders Møller, og Niels Lynggård Hansen (2014), *What scope for monetary policy? Experiences from the Nordic countries after the financial crisis*, udkommer som kapitel i Torben M. Andersen, Michael Bergman og Svend E. Hougaard Jensen (2014), *Reform Capacity and Macroeconomic Performance in the Nordic Countries*, Oxford University Press.

Danmarks Nationalbank (2006), *Seneste økonomiske og monetære udvikling, Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

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

Drejer, Peter A., 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 (2012), *The implementation of monetary policy in the euro area: General Documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures*.

ECB (2014), *Recent developments in excess liquidity and money market rates, Monthly Bulletin*, Januar 2014.

Jørgensen, Anders og Lars Risbjerg (2012), *Negative renter*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal, Del 1.

Mindested, Palle Bach, Martin Wagner Toftdahl og Lars Risbjerg (2013), *Lavere omsætning på det danske pengemarked*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal, Del 1.

HUSHOLDNINGERNES GÆLD OG FORBRUG UNDER FINANSKRISEN

Asger Lau Andersen, Økonomisk Afdeling,
Charlotte Duus og Thais Lærkholm Jensen,
Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Danske husholdningers bruttogæld steg kraftigt i årene op til finanskrisen. Et højt gælds-niveau kan have betydning for, hvordan husholdningerne reagerer, når økonomien rammes af en finansiell krise. Under den seneste krise faldt boligpriserne kraftigt. I kombination med det høje gælds-niveau betød det, at belånings-graden i husholdningernes boliger nåede et usædvanligt højt niveau. Det kan have skabt et behov for konsolidering blandt husholdningerne, som har bidraget til at dæmpe det private forbrug og dermed den aggregerede efterspørgsel og økonomiske aktivitet.

I denne artikel præsenteres en analyse af sammenhængen mellem belåningsgraden blandt danske boligejerfamilier inden den seneste finanskrisen og udviklingen i familiernes forbrug under krisen. Analysen er baseret på registerbaserede mikrodata for danske boligejerfamilier i årene 2003-11. Metode og resultater er detaljeret beskrevet i et nyligt arbejds-papir, jf. Andersen mfl. (2014). I analysen viser vi, at der er en tydelig negativ sammenhæng mellem en families belåningsgrad i 2007 og udviklingen i familiens forbrug i de efterfølgende år. Det gælder også, når der tages højde for en række familiespecifikke forhold, herunder udviklingen i familiens indkomst og værdien af familiens bolig(er). Den negative sammenhæng er bredt funderet og findes i alle dele af landet samt i alle alders- og indkomstgrupper blandt boligejerfamilierne. Analyseresultaterne tyder derfor på, at det høje gælds-niveau blandt hus-

holdningerne bidrog til at forstærke faldet i det private forbrug under finanskrisen.

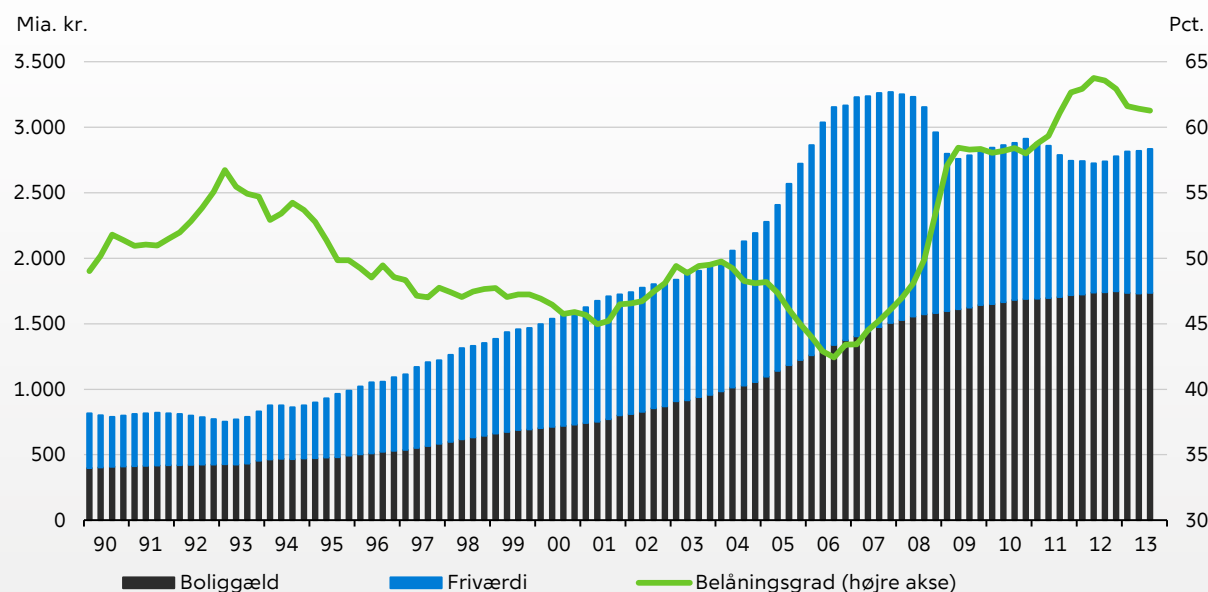
Nationalbanken har i en række tidligere analyser undersøgt, hvad det høje gælds-niveau betyder for husholdningernes evne til at servicere deres gæld og for den finansielle stabilitet i Danmark, jf. Andersen mfl. (2012a, 2012b, 2013). Den overordnede konklusion i disse analyser er, at langt de fleste danske boligejerfamilier har en robust økonomi, og at de selv i tilfælde af betragtelig økonomisk modgang vil være i stand til at overholde deres gældsforpligtelser. Det høje gælds-niveau blandt danske husholdninger udgør derfor ikke en alvorlig trussel mod den finansielle stabilitet i Danmark.

Denne artikel belyser et andet aspekt af problematikken vedrørende de danske husholdningers høje gælds-niveau, som de tidligere analyser ikke har fokuseret direkte på, nemlig konsekvenserne for forbrug og *makroøkonomisk* stabilitet i perioder med finansiell uro. Resultaterne indikerer, at det høje gælds-niveau blandt danske husholdninger medvirkede til at gøre dansk økonomi mere sårbar i højkonjunkturårene umiddelbart inden finanskrisen. Udsvingene i forbrug og økonomisk aktivitet i årene omkring finanskrisen blev formentlig mere markante, end det ville have været tilfældet med en lavere gældsætning blandt husholdningerne.

Stigningen i husholdningernes gæld i årene inden finanskrisen er tæt forbundet med udviklingen i boligpriserne. Højere boligpriser udvider boligejernes muligheder for at optage lån mod sikkerhed i boligen. For mange familier vil

Husholdningernes boliggæld, friværdi og belåningsgrad

Figur 1



Anm.: Belåningsgraden er her defineret som husholdningernes samlede boliggæld i procent af den samlede værdi af husholdningernes boliger. Boliggæld omfatter al gæld optaget mod sikkerhed i en bolig.
Kilde: Danmarks Nationalbank, Danmarks Statistik og egne beregninger.

et højere prisniveau desuden betyde, at de må optage større gæld for at komme ind på boligmarkedet. Det er derfor sandsynligt, at de kraftige boligprisstigninger i årene op til finanskrisen bidrog til, at husholdningernes bruttogæld steg markant i disse år – og dermed også til, at mange familier fik høje belåningsgrader, da boligpriserne efterfølgende faldt. På baggrund af resultaterne i denne artikel vurderer vi derfor, at en mere afdæmpet boligprisudvikling i årene omkring finanskrisen ville have resulteret i et mindre kraftigt fald i det private forbrug under krisen. Det understreger, at en stabil udvikling i boligpriserne er en vigtig forudsætning for en stabil makroøkonomisk udvikling.

MAKROØKONOMISK BAGGRUND

Husholdningernes samlede boliggæld steg kraftigt i løbet af det seneste årti, jf. figur 1. Stigningen var særlig udtalt i årene umiddelbart op til finanskrisen. Den hastigt stigende boliggæld blev dog modsvaret af endnu større prisstigninger på boligmarkedet i disse år, og belåningsgraden i boligerne, dvs. forholdet mellem gæld og boligværdi, faldt. Umiddelbart

inden finanskrisens udbrud vendte udviklingen på boligmarkedet imidlertid, og da krisen brød ud, blev de tidligere års prisstigninger afløst af markante prisfald. I kombination med det allerede høje gælds niveau betød det, at belåningsgraden i husholdningernes boliger steg til et usædvanlig højt niveau.

I denne artikel undersøger vi sammenhængen mellem belåningsgraden i en families bolig inden krisen og familiens forbrugsreaktion under krisen. Belåningsgraden er et udtryk for det *relative* forhold mellem familiens aktiver og gæld.¹ Et nært relateret begreb er nettoformuen, dvs. den *absolutte* forskel mellem værdien af aktiver og passiver. En høj belåningsgrad vil ofte være sammenfaldende med en lille eller negativ nettoformue. Det er dog også muligt at øge belåningsgraden, uden at nettoformuen ændres. Det kan fx ske ved at øge størrelsen af både aktiver og passiver, såkaldt balanceopustning. Det er netop denne form for variation i familiernes belåningsgrader, vi fokuserer på i

¹ Belåningsgraden er beregnet som forholdet mellem familiens boligformue og dens samlede gæld til penge- og realkreditinstitutter samt pantebrevsgæld. Beregningen er nærmere forklaret i næste afsnit. Nettoformuen er derimod beregnet som forskellen mellem samlede aktiver og passiver.

denne artikel. Målet med artiklens analyser er således at sammenligne forbrugsudviklingen under krisen for familier, som havde forskellige belåningsgrader umiddelbart inden krisen, men som ellers er sammenlignelige på en lang række andre punkter, herunder størrelsen af nettoformuen. I boks 1 gives et tænkt eksempel, som illustrerer det spørgsmål, vi søger at besvare i denne artikel.

Der er gode teoretiske argumenter for, at belåningsgraden kan have betydning for en husholdnings forbrug: Lån mod sikkerhed i boligen er den vigtigste kilde til kredit for de fleste boligejere. Hvis gælden overstiger værdien af boligen, er det imidlertid ikke muligt at opnå yderligere kredit via denne kanal, og det kan føre til, at husholdningen reducerer forbruget. Alene risikoen for, at denne situation kan opstå, kan være tilstrækkelig til at påvirke husholdningernes forbrugsbeslutninger. Man kan således forestille sig, at nogle husholdninger ønsker at forsikre sig mod uventede hændelser ved at skabe en stødpude i form af en passende afstand til eventuelle øvre grænser for belåningsgraden i boligen. En høj belåningsgrad kan derfor påvirke forbruget i negativ retning, allerede langt inden disse øvre grænser nås, jf. Carroll (1997).

Også i den empiriske litteratur er der belæg for en negativ sammenhæng mellem gæld på den ene side og forbrug og/eller økonomisk aktivitet på den anden side. En sådan sammenhæng er blevet fundet i en række forskellige lande og med vidt forskellige metoder og datakilder, som beskrevet i Andersen mfl. (2014).

DATA

Datagrundlaget for analyserne i artiklen består af registerbaserede individoplysninger fra Danmarks Statistik for årene 2003-11. Oplysninger om indkomst, formue og gæld stammer fra personindkomstregistret. Hovedkilden til dette register er oplysninger fra SKAT. Fra befolkningsregistret anvendes oplysninger om bl.a. alder, bopæl og familierelationer. Ved hjælp af sidstnævnte aggregeres alle indkomst-, formue- og gældsoplysninger til familieniveau, og der

Et tænkt eksempel

Boks 1

Betragt to familier, A og B, som har samme indkomst. De to familier er desuden identiske, hvad angår størrelse og alder, og de har købt deres bolig i det samme år. Familierne har desuden samme *nettoformue* – dvs. den absolutte forskel mellem aktiver og passiver er den samme i begge familier. Familie A har dog en større balance end familie B: *Bruttoformuen* er altså større hos familie A, men det samme er *bruttogælden*. Det kan fx være, at familie A bor i et hus til 2 mio. kr., hvori den har gæld for 1,5 mio. kr., mens familie B bor i et hus til 1 mio. kr. og har gæld i huset for en halv mio. kr. Familie A har dermed en belåningsgrad i boligen på 75 pct., mens belåningsgraden i familie B's bolig er 50 pct.

Nu indtræffer finanskrisen: Boligpriserne falder, kreditstandarderne strammes, og usikkerheden om familiernes fremtidige indkomstforhold øges. Det spørgsmål, som søges besvaret i denne artikel, er, om forskellen i belåningsgrad mellem de to familier i sig selv ansporer familie A til at reagere kraftigere på de ændrede omstændigheder end familie B og nedbringe sit forbrug mere.

konstrueres mål for familiens forbrug, belåningsgrad og andre baggrundsvariable.

En helt central udfordring for analysen er, at der ikke findes registerbaserede oplysninger om forbrug på individ- eller familieniveau. Forbruget er derfor beregnet residualt ved hjælp af oplysninger om disponibel indkomst og formue, jf. boks 2.

Belåningsgraden for en given boligejerfamilie udregnes som familiens samlede bank- og realkreditgæld samt pantebrevsgæld ved udgangen af året i procent af den samlede værdi af familiens ejendomme på dette tidspunkt. Det bør understreges, at der er tale om familiens *bruttogæld*: Eventuelle beholdninger af finansielle aktiver, pensionsformuer mv. er altså ikke fratrasket. Værdien af familiens ejendomme er opgjort til tilnærmede markedspriser ved at gange de offentlige ejendomsvurderinger med en skaleringsfaktor, der afspejler forholdet mellem offentlige vurderinger og faktiske salgspriser for den relevante kombination af ejendomskategori, geografisk område og år. Metoden er nærmere beskrevet i Andersen mfl. (2012a). Datamaterialet tillader os desværre ikke at skelne mellem bankgæld optaget mod sikkerhed i boligen og øvrig bankgæld. Derfor er al gæld til pengeinstitutter inkluderet i opgørelsen af belåningsgraden.

Danmarks Statistiks personindkomstregister indeholder oplysninger om disponibel indkomst, aktiver og passiver for hvert enkelt individ i befolkningen. Disse kan aggregeres til familieniveau ved at summere over de enkelte medlemmer af hver familie. Ud fra disse variable opstiller vi et imputeret mål for familiens forbrug (ekskl. boligforbrug) ved at observere familiens samlede disponible indkomst i et givet år og sammenholde denne med ændringen i familiens nettoformue.¹ Metoden bygger i store træk på fremgangsmåden beskrevet i Browning og Leth-Petersen (2003) og senere anvendt i Leth-Petersen (2010).

En families forbrug i år t , c_t , imputeres med udgangspunkt i følgende bogholderiidentitet:

$$c_t = y_t - s_t$$

hvor y_t angiver familiens disponible indkomst, og s_t angiver familiens nettoopsparing i løbet af året. Fra personindkomstregisteret har vi oplysninger om familiens disponible indkomst. Nettoopsparingen findes der derimod ikke præcise oplysninger om. Denne approksimeres derfor som ændringen i familiens nettoformue fra begyndelsen til udgangen af året. Rationalet bag approksimationen er, at hvis familien har mindre nettoformue i slutningen af året end ved indgangen, er det tegn på, at den nedbragte formue er anvendt til forbrug. Omvendt vil en forøgelse af nettoformuen indikere, at en del af den disponible indkomst er sparet op og derfor ikke er anvendt til forbrug.

Imputeringen resulterer i et støjfyldt mål for familiens forbrug. Den primære kilde til støj er, at det som hovedregel ikke er muligt at adskille ændringer i nettoformuen, som skyldes opsparing (dvs. ændringer i den fysiske beholdning af aktiver og passiver), og ændringer, der skyldes positive eller negative kapitalgevinster (dvs. ændringer i priserne på aktiver og passiver).

Den vigtigste form for kapitalgevinster er ændringer i familiernes boligformue som følge af udsving i boligpriserne. Netop i dette særlige tilfælde er det imidlertid muligt at adskille kapitalgevinster fra opsparing. Det skyldes, at det ved hjælp af registerdata er muligt at identificere de familier, som har været involveret i en handel med fast ejendom i et givet år. Disse familier udelades i analysen. For de resterende familier, som altså ikke har været involveret i en handel med fast ejendom, vil ændringer i boligformuen fra begyndelsen til udgangen af året dermed skyldes kapitalgevinster.² Ændringer i boligformuen er dermed ikke et udtryk for opsparing for disse familier, og disse ændringer medtages derfor ikke i imputeringen af forbruget.

En anden vigtig kilde til kapitalgevinster er udsving i aktiekurser. I dette tilfælde er det desværre ikke muligt at adskille kapitalgevinster fra opsparing, da det anvendte datamateriale ikke indeholder oplysninger om familiernes køb og salg af aktier. I stedet foretager vi en grov korrektion for kapitalgevinster på familiernes aktiebeholdninger. Det gøres ved at gange værdien af familiens aktiebeholdning i begyndelsen af året med den gennemsnitlige kursudvikling i løbet af året. Resultatet tages som udtryk for kapitalgevinsten fra familiens aktieformue.

En af de vigtigste opsparingsformer for danske familier er indbetalinger til pensionsordninger. Her er vi begunstigede med præcise data for opsparingskomponenten i form af årlige indbetalinger til ordningerne, og det er i dette tilfælde derfor ikke nødvendigt at foretage nogen approksimation. Indbetalinger til arbejdsgiveradministrerede pensionsordninger er på forhånd fratrækket i opgørelsen af den disponible indkomst, og det er derfor kun nødvendigt at fratrække indbetalinger til privatadministrerede ordninger i imputeringen af forbruget.

Selv efter disse korrektioner er der en del støj i det imputerede mål for forbruget. Det ses bl.a. ved, at metoden resulterer i ekstreme værdier for forbruget for nogle familier. For at minimere indflydelsen fra sådanne ekstreme værdier foretager vi en afgrænsning af datagrundlaget. Familierne rangordnes for hvert enkelt år efter forholdet mellem imputeret forbrug og disponibel indkomst, hvorefter de nederste 5 pct. og de øverste 5 pct. af familierne ekskluderes.

1. Se flere detaljer i Andersen mfl. (2014).

2. Der kan dog også være tale om investeringer i en bolig, som familien ejer i forvejen, fx tilbygninger eller renoveringer. Det er ud fra vores datagrundlag ikke muligt at identificere de familier, som foretager sådanne investeringer. Værdistigningen, som investeringerne giver anledning til, vil derfor med vores metode blive regnet som en kapitalgevinst, mens udgifterne til investeringerne som hovedregel vil blive registreret som forbrug i det år, de afholdes.

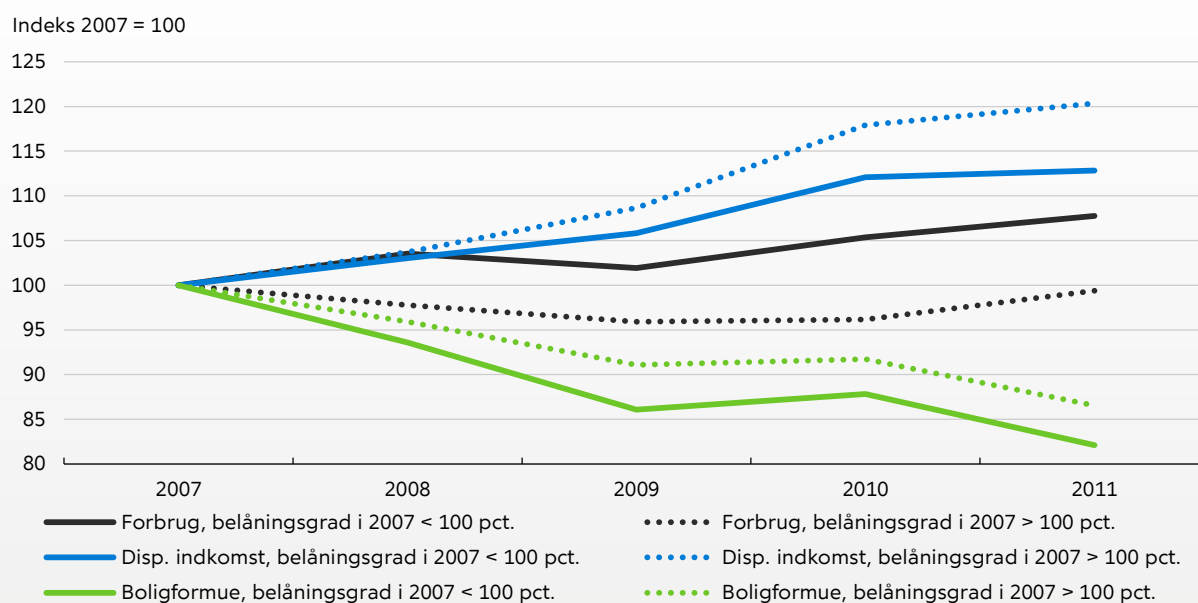
Analyserne omfatter i udgangspunktet samtlige boligejerfamilier i Danmark, hvori der indgår mindst en person i alderen 15-99 år. Herfra foretager vi en række afgrænsninger: Familier med selvstændige erhvervsdrivende eller ikke-skattepligtige personer udelukkes.² Det samme bliver familier, som er flyttet eller har været involveret i en handel med fast ejendom

i den periode, der analyseres, jf. boks 2. Vi betinger endvidere på, at sammensætningen af voksne personer i familien skal være uændret i hele analyseperioden. Herved udelukkes familier, der har været udsat for skilsmisse, dødsfald mv. Endelig frasorteres vi de familier, hvor det beregnede forbrug er enten ekstremt stort eller ekstremt lille i forhold til familiens disponible indkomst, som beskrevet i boks 2. Efter disse afgrænsninger omfatter datagrundlaget knap 800.000 familier.

2 Ikke-skattepligtige personer er personer, som ikke har skattepligt til Danmark. Det omfatter fx udlændinge med midlertidigt ophold i Danmark.

Udviklingen i disponibel indkomst, boligværdi og forbrug: familier med høj belåningsgrad i forhold til øvrige boligejerfamilier

Figur 2



Anm.: I figuren ses den nominelle udvikling i disponibel indkomst, boligværdi og forbrug, indekseret i forhold til 2007, for to forskellige grupper: 1. Boligejerfamilier med en belåningsgrad under 100 pct. i 2007 (fuldt optrukne linjer) og 2. Boligejerfamilier med en belåningsgrad over 100 pct. i 2007 (stiplede linjer). Indekseringerne er foretaget for hver enkelt familie, dvs. i forhold til niveauet i 2007 for den samme familie. I hvert år vises medianværdien af de tre indekserede variable inden for hver gruppe. Kun de familier, som eksisterer i alle årene 2007-11, og som ikke har handlet med fast ejendom i den betragtede periode, er medtaget.

Kilde: Egne beregninger på registerdata fra Danmarks Statistik.

BELÅNINGSGRAD OG FORBRUGSREAKTION UNDER FINANSKRISEN

Formålet med analyserne i denne artikel er at belyse, hvordan et højt gælds niveau blandt danske boligejerfamilier har påvirket familiernes forbrugsbeslutninger i årene siden finanskrisens udbrud. En måde at besvare dette spørgsmål på er at inddele boligejerfamilierne i forskellige grupper efter deres belåningsgrad ved udgangen af 2007 – altså umiddelbart inden finanskrisen – og dernæst sammenligne udviklingen i forbruget siden 2007 på tværs af disse grupper.

EN SIMPEL SAMMENLIGNING

I figur 2 illustreres en simpel udgave af en sådan sammenligning: Boligejerfamilierne er her inddelt i to grupper: Den første gruppe består af de boligejerfamilier, som i 2007 havde en belåningsgrad under 100 pct., mens den anden gruppe består af de højt gældsatte boligejerfamilier, som havde en belåningsgrad

i boligen over 100 pct. ved udgangen af 2007. I figuren vises udviklingen i disponibel indkomst, boligformue og forbrug (ekskl. boligforbrug) siden 2007 for medianfamilien i hver af disse to grupper.

Gruppen af familier med høj belåningsgrad havde en stærkere relativ udvikling i disponibel indkomst end de øvrige boligejerfamilier i årene 2007-11. En medvirkende årsag er faldet i realkreditrenterne i denne periode, som især er kommet familierne med høj gæld til gode. Boligformuen faldt i den betragtede periode for begge grupper af boligejerfamilier, hvilket afspejler faldet i boligpriserne.³ Faldet var dog relativt set mindre udtalt for gruppen af højt gældsatte familier end for de øvrige. Trods dette udviklede forbruget sig svagere blandt familierne med høj belåningsgrad end de øvrige boligejerfamilier. For medianfamilien i den førstnævnte gruppe lå forbruget i 2009 knap 5

3 Familier, der har været involveret i en handel med fast ejendom i den betragtede periode, indgår ikke i figuren. Ændringer i den enkelte families boligformue skyldes dermed kun ændringer i boligpriserne samt eventuelle forbedringer eller nedslidning af familiens bolig(er).

	Belåningsgrad i 2007				
	0-40 pct.	40-60 pct.	60-80 pct.	80-100 pct.	Over 100 pct.
Antal familier	363.142	162.821	127.161	73.145	65.975
Antal børn, gennemsnit	0,3	0,8	1,0	1,1	1,3
Alder på ældste person, gennemsnit	64,6	52,5	47,9	45,1	44,0
Antal år siden flyttet til adressen, gennemsnit	29,2	15,9	12,2	10,3	9,6
Disponibel indkomst, gennemsnit, kr.	278.437	330.971	337.230	337.058	343.236
Nettoformue, gennemsnit, kr.	2.450.028	1.337.761	763.072	319.295	-169.659

Anm.: Beskrivende statistik for de familier, der indgår i datagrundlaget. Familierne er inddelt i grupper på baggrund af deres belåningsgrad i 2007, og gennemsnit af de angivne variable er beregnet på 2007-tal.

Kilde: Egne beregninger baseret på registerdata fra Danmarks Statistik.

pct. under niveauet fra 2007, mens medianfamilien i gruppen af øvrige boligejerfamilier oplevede en forbrugsvækst på knap 2 pct. fra 2007 til 2009. Forskellen i forbrugsvækst mellem de to grupper blev yderligere udvidet i 2010 og gjorde sig fortsat gældende i 2011, hvor forbruget blandt de højt gældsatte familier stadig lå under niveauet fra 2007.

Ovenstående sammenligning viser altså, at de boligejerfamilier, der havde en høj belåningsgrad allerede inden finanskrisen, nedsatte forbruget mere end de øvrige boligejerfamilier under krisen, på trods af at de i samme periode oplevede gunstigere udviklinger i både disponibel indkomst og boligformue. I denne simple sammenligning er der dog ikke taget højde for, at familierne med høj belåningsgrad også adskiller sig fra de øvrige boligejerfamilier på en række andre områder. Familier med høj belåningsgrad i 2007 er fx generelt yngre end familier med lav belåningsgrad, jf. tabel 1. Samtidig har de flere børn og en højere indkomst, mens den gennemsnitlige nettoformue, inkl. pensionsformue, er lavere, jo højere belåningsgraden er. Disse forskelle kan i sig selv have medvirket til, at familier med forskellig belåningsgrad i 2007 har haft forskellige forbrugsudviklinger i de efterfølgende år, og det er derfor vigtigt at tage højde for dem.

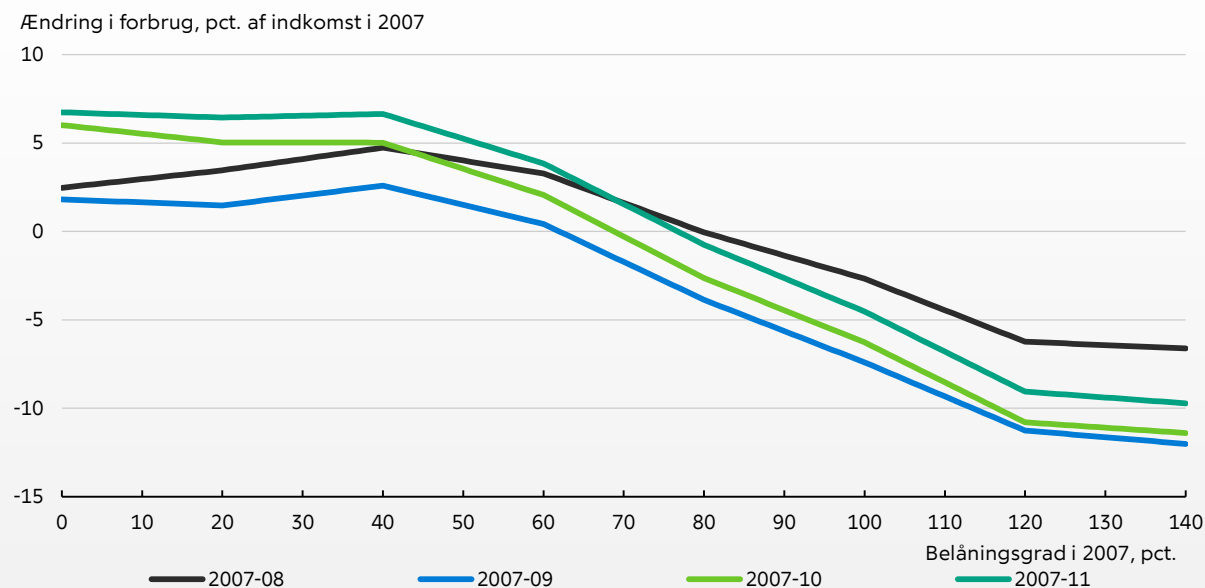
ØKONOMETRISK ANALYSE AF BELÅNINGSGRAD OG FORBRUGSUDVIKLING

I Andersen mfl. (2014) præsenteres en økonometrisk analyse af sammenhængen mellem belåningsgraden i 2007 og den efterfølgende udvikling i forbruget, som netop tager højde for bl.a. de ovennævnte forskelle mellem familier med forskellige belåningsgrader. Metoden bag analysen er kort beskrevet i boks 3. Hovedresultatet er illustreret i figur 3: Her ses den estimerede sammenhæng mellem belåningsgraden i 2007 og den efterfølgende forbrugsudvikling i en given periode. Begyndelsesåret for perioden er 2007 i alle de viste tilfælde, mens tidshorisonten for perioden varierer fra 1 til 4 år. I figuren er der ikke nogen tydelig sammenhæng mellem belåningsgrad og forbrugsudvikling, så længe belåningsgraden i 2007 er under ca. 40 pct. Ved højere belåningsgrader er der imidlertid en tydelig negativ sammenhæng: Jo højere belåningsgrad i 2007, jo svagere udvikling i forbruget i de efterfølgende år. Det gælder, uanset om vi betragter en periode på 1, 2, 3 eller 4 år.

Størrelsesmæssigt er der tale om betragtelige forskelle. For en gennemsnitlig familie ville en belåningsgrad på 100 pct. i 2007 ifølge vores estimerer resultere i et fald i forbruget fra 2007 til 2011 på 4,5 pct. af indkomsten før skat i 2007. En sammenlignelig familie med en belåningsgrad på 60 pct. i 2007 ville derimod have oplevet en *stigning* i forbruget fra 2007 til

Belåningsgrad i 2007 og efterfølgende forbrugsudvikling

Figur 3



Anm.: Figuren er baseret på estimation af den økonometriske model beskrevet i boks 3. Kurverne angiver de gennemsnitlige modelforudsagte forbrugsændringer over den angivne tidshorizont for forskellige værdier af belåningsgraden i 2007. For en given værdi af belåningsgraden i 2007 beregnes den gennemsnitlige modelforudsagte forbrugsændring på følgende måde: Først beregnes den modelforudsagte forbrugsændring ved den pågældende belåningsgrad for hver enkelt familie i datasættet, givet familiens øvrige karakteristika. Dernæst tages gennemsnittet over alle familier i datasættet.

Kilde: Egne beregninger på registerdata fra Danmarks Statistik.

2011 på 3,8 pct. af indkomsten før skat i 2007. Forskellen i forbrugsudviklingen fra 2007 til 2011 mellem en familie med en belåningsgrad på 100 pct. i 2007 og en sammenlignelig familie med en belåningsgrad på 60 pct. i 2007 estimeres dermed til -8,4 pct. af indkomsten i 2007. Det betyder, at hvis en familie med en belåningsgrad på 100 pct. i 2007 havde en indkomst før skat på 500.000 kr. i dette år, så var ændringen i forbruget fra 2007 til 2011 alt andet lige ca. 42.000 kr. lavere end for en sammenlignelig familie med en belåningsgrad på 60 pct. i 2007.

HVORDAN SKAL RESULTATERNE TOLKES?

De ovennævnte resultater kan tolkes sådan, at den markante gældsætning blandt danske boligejerfamilier inden finanskrisen bidrog til at forstærke faldet i det private forbrug under krisen. Det kan fx skyldes en pludselig stramning af kreditvilkårene, som har tvunget familierne med høj gæld til at nedsætte forbruget mere end andre boligejerfamilier. Det kan dog også skyldes en øget krisebevidsthed og usikkerhed om fremtidige økonomiske forhold,

som har ansporet de højt gældsatte familier til at nedsætte forbruget på eget initiativ. Uanset den præcise mekanisme, så er det ifølge denne tolkning *kombinationen* af et højt bruttogælds-niveau og en finansiell krise, der fremkaldte den markante forbrugsreduktion blandt familierne med høj belåningsgrad. Det høje gælds-niveau blandt danske husholdninger bidrog dermed til at forstærke effekterne af finanskrisen.

Denne tolkning af resultaterne bliver understøttet af, at sammenhængen mellem belåningsgrad og forbrugsudvikling er langt tydeligere i årene omkring finanskrisen end i de foregående år, jf. figur 4. I venstre side af figuren betragter vi sammenhængen mellem belåningsgrad og efterfølgende forbrugsudvikling i årene *før* finanskrisen. Figuren er konstrueret på nøjagtig samme måde som figur 3, blot med 2004 som begyndelsesår i stedet for 2007. For at lette sammenligningen mellem de to figurer har vi gengivet 2007-figuren i højre side af figur 4 i samme skala som i venstre side. Der er tydelige forskelle mellem de to figurer: For det første ses en klar niveaumæssig forskel i de viste kurver. Det afspejler, at forbrugsvæksten

I Andersen mfl. (2014) opstiller og estimerer vi en økonometrisk model, hvori udviklingen i en families forbrug siden 2007 modelleres som en funktion af familiens belåningsgrad i 2007. Modellen er inspireret af metoden i Dynan (2012) og er givet ved følgende ligning:

$$\Delta C_{i,07-s} = \alpha + F(\beta, BG_{i,07-s}) + \delta_1 \ln(Y_{i,07-s}) + \delta_2 W_{i,07-s} + \delta_3 A_{i,07-s} + \delta_4 \Delta Y_{i,07-s} + \delta_5 \Delta H_{i,07-s} + \delta_6 \Delta b_{i,07-s} + \delta_7 \Delta C_{i,06-07} + \gamma X_{i,07-s} + \varepsilon_{i,s}$$

hvor venstresidevariablen angiver ændringen i forbruget fra 2007 til et slutår s for familie i . Slutåret kan være enten 2008, 2009, 2010 eller 2011. For at lette sammenligningen på tværs af familier er forbrugsændringen angivet i procent af familiens samlede indkomst før skat i 2007.

Den centrale forklarende variabel på højresiden af ligningen er belåningsgraden i 2007. For at tage højde for eventuelle ikke-lineære effekter er denne variabel repræsenteret ved en parametriske funktion F , som antages at være kontinuert og stykvis lineær. Konkret antager vi, at funktionen er lineær i hvert af belåningsgradsintervallerne $[0;20]$, $[20;40]$, $[40;60]$, $[60;80]$, $[80;100]$, $[100;120]$ og $[120;\infty]$, men med mulighed for forskellige hældninger i forskellige intervaller. Hældningerne i hvert interval er givet ved parametervektoren β .

Som kontrolvariable inkluderes familiens disponible indkomst i 2007, $Y_{i,07-s}$, nettoformuen i 2007, $W_{i,07-s}$, samt familiens beholdning af finansielle aktiver i 2007, $A_{i,07-s}$. Den disponible indkomst er målt logaritmisk, mens nettoformuen og beholdningen af finansielle aktiver er angivet i procent af familiens samlede indkomst før skat i 2007. Herudover kontrolleres for ændringerne i disponibel indkomst, $\Delta Y_{i,07-s}$, boligformue, $\Delta H_{i,07-s}$ og antal børn i familien, $\Delta b_{i,07-s}$, fra 2007 til slutåret. Ændringerne i disponibel indkomst og boligformue er begge målt i procent af familiens indkomst før skat i 2007.

Variablen $\Delta C_{i,06-07}$ angiver ændringen i forbruget fra 2006 til 2007, angivet i procent af indkomsten før skat i 2007. Denne variabel er medtaget for at tage højde for eventuelle ekstraordinære udsving i forbruget i 2007. Hvis familien fx har købt en bil i 2007, vil det vise sig som en stor stigning i forbruget i dette år – og et stort efterfølgende fald fra 2007 til 2008. Hvis bilkøbet er lånefinansieret, vil det derudover alt andet lige medføre en højere belåningsgrad i 2007. Tager man ikke højde for dette, kan man derfor risikere at finde en negativ korrelation mellem belåningsgraden og den efterfølgende forbrugsudvikling, som udelukkende er drevet af tilfældige, ekstraordinære udsving i forbruget i 2007.

Endelig angiver $X_{i,07-s}$ en vektor af familiens karakteristika i 2007, som kan have betydning for den efterfølgende udvikling i forbruget: Alderen på familiens ældste medlem, alderen på familiens yngste barn, antal år siden tilflytning til adressen, antal pensionister i familien, antal medlemmer med videregående uddannelse samt familiens bopælskommune. En mere detaljeret beskrivelse af samtlige variable samt estimationsresultater kan findes i Andersen mfl. (2014).

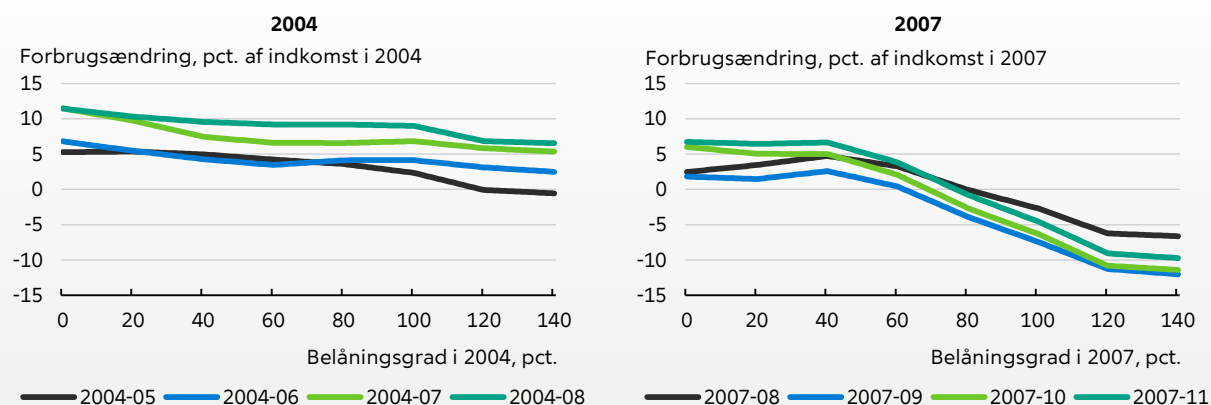
generelt var højere i årene 2004-08 end i 2007-11. Det er dog endnu vigtigere at bemærke, at hældningen på kurverne er markant forskellige i de to figurer. I begge figurer ses en negativ sammenhæng mellem belåningsgrad og efterfølgende forbrugsudvikling, men sammenhængen er langt stærkere i finanskrisearene 2007-11 end i årene 2004-08. Det tyder på, at den negative sammenhæng mellem belåningsgrad og forbrugsudvikling i finanskrisearene er relateret til de særlige økonomiske omstændigheder i disse år. Særligt udviklingen i boligpriserne kan tænkes at have spillet en rolle i den sammenhæng: De familier, som havde en høj belåningsgrad allerede i 2007, vil på grund af det efterfølgende markante fald i boligpriserne typisk have haft en *endnu* højere belåningsgrad i 2009. Det har formentlig bidraget til at forstærke faldet i forbruget. I årene 2004-08 havde udviklingen i boligpriserne derimod den modsatte effekt: For de familier, som havde en høj belåningsgrad i 2004, vil de efterfølgende års prisstigninger alt andet lige have bidraget til

en lavere belåningsgrad og dermed en svagere effekt på forbruget.

Kontrasten mellem højre og venstre side af figur 4 kan samtidig ses som et modargument mod en række andre tolkninger af den negative sammenhæng mellem belåningsgrad og efterfølgende forbrugsudvikling. Én alternativ tolkning er fx, at den observerede forskel i forbrugsudviklingen mellem familier med henholdsvis høje og lave belåningsgrader ganske enkelt er udtryk for et helt almindeligt forbrugs- og opsparingsmønster: De familier, der af den ene eller den anden grund har haft et relativt højt forbrugsniveau i årene frem til 2007, vil af samme årsag typisk have en relativt høj belåningsgrad i 2007. Efter en periode med højt lånefinansieret forbrug må forbruget dog før eller siden falde igen (relativt set), og disse familier vil derfor typisk have en mere afdæmpet forbrugsudvikling i årene efter 2007 end andre familier. Ifølge denne tolkning er der således ingen direkte årsagssammenhæng mellem belåningsgraden og den efterføl-

Belåningsgrad og efterfølgende forbrugsudvikling, 2004 og 2007

Figur 4



Anm.: Se anmærkning til figur 3.

Kilde: Egne beregninger på registerdata fra Danmarks Statistik.

gende udvikling i forbruget. Hvis den fundne sammenhæng mellem belåningsgrad og forbrugsudvikling udelukkende skyldtes sådanne normale, planlagte forbrugsmønstre, så burde sammenhængen dog også være lige så tydelig i andre tidsperioder. Figur 4 viser, at det ikke er tilfældet.

KAN SAMMENHÆNGEN FINDES BLANDT ALLE GRUPPER AF FAMILIER?

Den negative sammenhæng mellem belåningsgraden i 2007 og forbrugsudviklingen i de efterfølgende år gør sig gældende i alle aldersgrupper – dog i noget mindre grad blandt de ældste familier, jf. figur 5, venstre. Opdeler vi familierne efter størrelsen af deres nettoformue i 2007, får vi et lignende billede, jf. figur 5, højre: Blandt den fjerdedel af familierne, som har de største nettoformuer, er sammenhængen mellem belåningsgrad og efterfølgende forbrugsudvikling ikke helt klar. Denne gruppe skiller sig dog noget ud fra de øvrige: Blandt alle andre grupper findes således en forholdsvis tydelig negativ sammenhæng. Det er specielt værd at bemærke, at den fjerdedel af familierne, som har mindst nettoformue, ikke skiller sig afgørende ud fra de øvrige grupper. Det understreger, at resultaterne i de foregående afsnit ikke blot omhandler de familier, som har gældsats sig så hårdt, at værdien af passiverne er væsentligt større end værdien af aktiverne. Lignende konklusioner fås, hvis vi i stedet op-

deler familierne efter bl.a. landsdel, indkomst eller beholdning af likvide aktiver i 2007. Den negative sammenhæng er altså bredt fundet på tværs af diverse grupperinger.

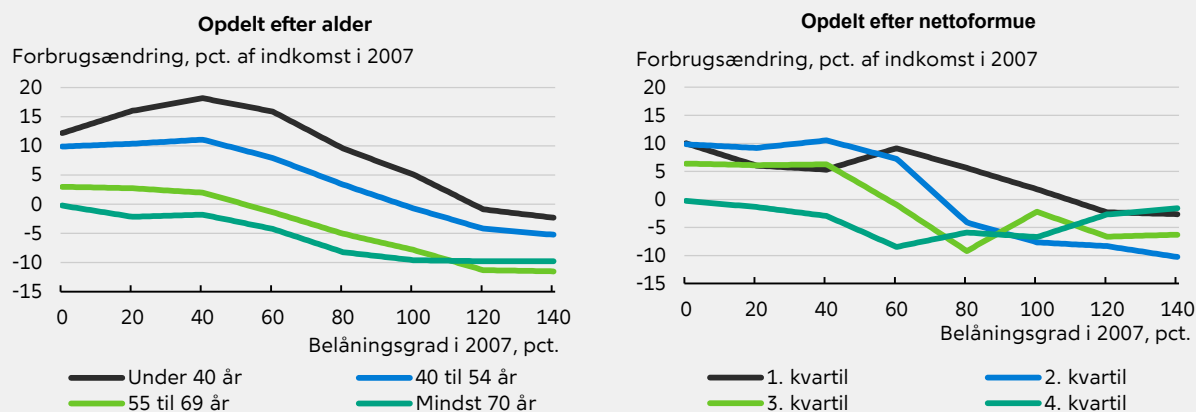
Dette forhold giver os et fingerpeg om mekanismen bag den observerede sammenhæng mellem belåningsgraden i 2007 og den efterfølgende forbrugsudvikling: Hvis den svagere forbrugsudvikling blandt de højt gældsatte familier udelukkende skyldtes en stramning af kreditvilkårene, så burde den negative sammenhæng have været særlig tydelig blandt familier med en lav beholdning af likvide aktiver i 2007, eftersom disse familier i højere grad end andre må forventes at blive påvirket af begrænsninger i adgangen til kredit. Det er imidlertid ikke tilfældet. Resultaterne indikerer derfor, at andre forhold end begrænsninger i adgangen til kredit spiller ind. En mulig forklaring på resultaterne er fx, at begivenhederne under finanskrisen førte til en udbredt krisebevidsthed, som ansporede de højt gældsatte familier til at nedbringe forbruget for at undgå yderligere gældsætning. En sådan krisebevidsthed kan tænkes at have ramt et bredt udsnit af de gældsatte familier, på tværs af forskelle i alder, indkomst og formue mv.

BELÅNINGSGRAD OG FORBRUGSNIVEAU

I de foregående afsnit har vi udelukkende koncentreret os om sammenhængen mellem en families belåningsgrad umiddelbart inden

Belåningsgrad og forbrugsudvikling 2007-11, opdelt efter alder og nettoformue i 2007

Figur 5



Anm.: I figuren vises de gennemsnitlige modelforudsagte forbrugsændringer i perioden 2007-11 for forskellige værdier af belåningsgraden i 2007 (se anmærkning til figur 3). I venstre del af figuren er familierne opdelt efter alderen på det ældste medlem i 2007. I højre side af figuren er familierne inddelt i fire lige store grupper, rangordnet efter størrelsen af nettoformuen i 2007. Familierne i 1. kvartil har mindst nettoformue, mens familierne i 4. kvartil har størst.

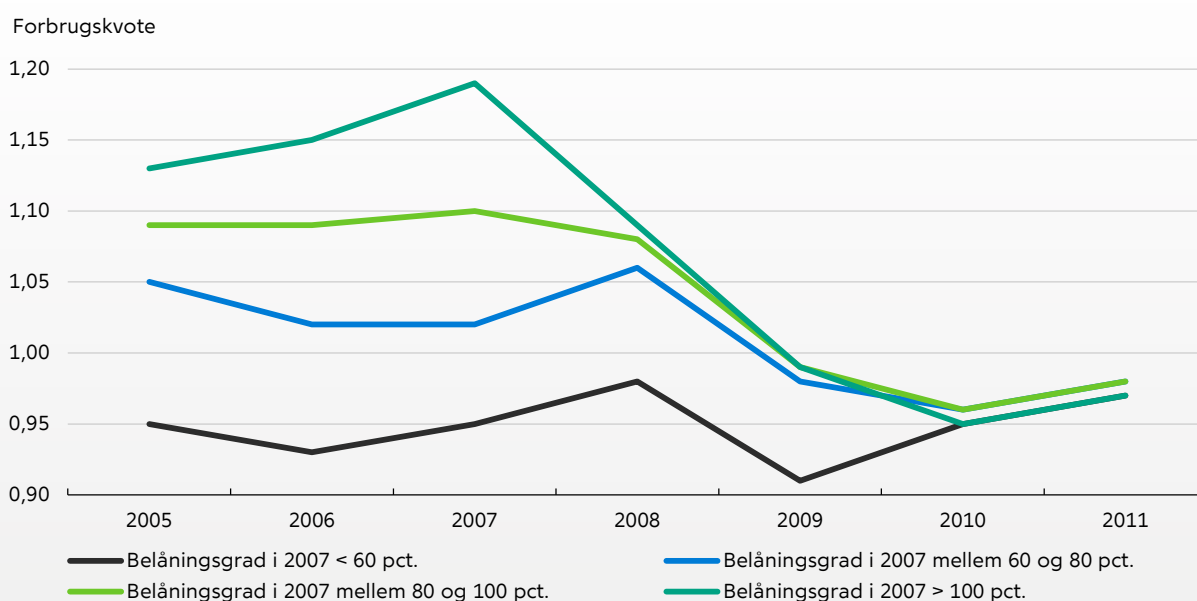
Kilde: Egne beregninger på registerdata fra Danmarks Statistik.

finanskrisen og *ændringen* i familiens forbrug under krisen. Det er imidlertid også relevant at se på sammenhængen mellem belåningsgraden og forbrugsniveauet før og under krisen. De familier, som havde en høj belåningsgrad ved udgangen af 2007, havde generelt en højere forbrugskvote inden krisen end familier

med lavere belåningsgrad, jf. figur 6. Som også påvist i de foregående afsnit var det samtidig netop disse familier, der nedsatte forbruget mest, da finanskrisen indtraf. Ser man derimod på niveauet for forbrugskvoten i 2010 og 2011, er der ingen tydelig sammenhæng med belåningsgraden i 2007. De højt gældsatte familier

Udviklingen i familiernes forbrugskvote, opdelt efter belåningsgrad i 2007

Figur 6



Anm.: Forbrugskvoten er udregnet som forbrug delt med disponibel indkomst. Figuren viser medianen for forbrugskvoten inden for hver gruppe af familier. Kun de familier, som eksisterer i alle årene 2005-11, og som ikke har handlet med fast ejendom i den betragtede periode, er medtaget.

Kilde: Egne beregninger på registerdata fra Danmarks Statistik.

ligger i disse år på samme niveau som de øvrige boligejerfamilier.

Resultaterne i denne artikel dokumenterer altså udelukkende en negativ sammenhæng mellem belåningsgraden inden finanskrisen og den efterfølgende *ændring* i forbruget. Der er derimod ikke direkte belæg for at konkludere, at forbrugsniveauet ville have været højere i de senere år, hvis gældsætningen blandt de danske boligejerfamilier havde været mindre inden krisen. Billedet i figur 6 antyder snarere, at den høje gældsætning inden krisen bidrog til et meget højt forbrugsniveau i disse år blandt nogle boligejerfamilier. Da krisen indtraf, nedsatte disse familier forbruget kraftigt, og det bidrog til en markant tilbagegang i aggregeret efterspørgsel og aktivitet i dansk økonomi.

Det er vanskeligt at afgøre, om den observerede forbrugsreduktion blandt familierne med en høj belåningsgrad bør ses som en korrektion af et uforholdsmæssigt højt forbrugsniveau inden krisen, eller om det snarere er det lavere forbrugsniveau i de efterfølgende år, der afviger fra det normale. Analysen i denne artikel giver ikke noget endegyldigt svar på dette spørgsmål. Det skyldes bl.a., at der kun indgår data fra en enkelt konjunkturcyklus i analysen. Det er derfor også vanskeligt at forudse, hvordan forbruget blandt de højt gældsatte familier vil udvikle sig i de kommende år. Resultaterne i denne artikel indikerer imidlertid, at et højt gælds niveau blandt boligejerne kan bidrage til større udsving i forbruget, når økonomien rammes af finansiell uro.

LITTERATUR

Andersen, Asger Lau, Anders Møller Christensen, Nick Fabrin Nielsen, Sigrid Alexandra Koob, Martin Oksbjerg og Ri Kaarup (2012a), Danske familiers formue og gæld, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal, Del 2.

Andersen, Asger Lau, Anders Møller Christensen, Charlotte Duus og Ri Kaarup (2012b), Familiernes økonomiske robusthed, variabel rente og afdragsfrihed, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal, Del 2.

Andersen, Asger Lau og Charlotte Duus (2013), Restancer på realkreditlån blandt danske familier, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal, Del 2.

Andersen, Asger Lau, Charlotte Duus og Thais Lærkholm Jensen (2014), Household leverage and consumption during the financial crisis – evidence from Danish microdata, *Danmarks Nationalbank, Working paper*, nr. 89/2014.

Browning, Martin og Søren Leth-Petersen (2003), Imputing consumption from income and wealth information, *The Economic Journal*, 113, nr. 488.

Carroll, Christopher (1997), Buffer stock saving and the life cycle/permanent income hypothesis, *The Quarterly Journal of Economics*, 112, nr. 1.

Dynan, Karen (2012), Is a household debt overhang holding back consumption?, *Brookings Papers on Economic Activity*.

Leth-Petersen, Søren (2010), Intertemporal consumption and credit constraints: Does total expenditure respond to an exogenous shock to credit?, *The American Economic Review*, 100.

UDVIKLING I OG AFKAST AF UDLANDSFORMUER

Paul Lassenius Kramp og Maria Hove Pedersen,
Økonomisk Afdeling, og Lasse Nørgård Vogelius,
Statistisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Danskerne er i løbet af de sidste godt 20 år gået fra at have en udlandsgæld på knap 30 pct. af bruttonationalproduktet (BNP) i midten af 1990'erne til at have en udlandsformue på knap 38 pct. ved udgangen af 2012. Ændringen betyder, at danske husholdninger og virksomheder i dag modtager en betydelig nettoformueindkomst fra udlandet. I artiklen ses nærmere på, hvordan udlandsformuerne og formueafkastet har udviklet sig over tid og på tværs af lande, herunder hvilke afledte effekter der har været af finanskrisen og de ekstraordinært lave renter.

Pris og valutakursændringer giver kapitalgevinster eller -tab på finansielle aktiver. I opgørelsen af et lands udlandsformue synes de dog at udligne sig over tid, men i perioder kan de påvirke udlandsformuerne ganske kraftigt. Udviklingen i både aktie-, valuta- og obligationskurser i perioden 2008-12 har trukket i retning af, at der har været kapitaltab på udlandsformuerne i højt kreditvurderede lande, men en række landespecifikke forhold har betydet, at det samlede billede bliver mere broget. I Danmark har bl.a. den store pensionsformue spillet en rolle, idet faldende renter har givet især pensionssektoren store kapitalgevinster. Danskerne havde således nettokapitalgevinster på over 300 mia. kr. fra ultimo 2008 til ultimo 2012 over for udlandet. Hvis renteniveauerne normaliseres, forventes det delvist at reversere de kapitalgevinster og -tab, landene har haft siden begyndelsen af finanskrisen – herunder også

dele af de kapitalgevinster, danske investorer har haft på deres udenlandske aktiver.

Udlandsformuer giver en formueindkomst i form af rente- og udbyttebetalinger, og disse stiger derfor normalt med formuen. Derudover påvirkes formueindkomsten af sammensætningen af udlandsformuen på forskellige finansielle aktiver. Finanskrisen har medført, at afkastet fra alle aktivtyper er faldet, fordi både renter og aktieafkast er faldet. På trods af dette, så har påvirkningen af nettoformueafkastene været begrænset. Det afspejler bl.a., at både indtægter og udgifter er faldet. Det peger i retning af, at en normalisering af afkastene fra direkte investeringer, aktier, obligationer mv. kun vil have en relativt begrænset påvirkning på formueindkomsten i de fleste lande.

Afkastet af danskernes udlandsformue har de seneste år været højere, end man isoleret set kunne forvente ud fra en international sammenligning. Det skyldes bl.a., at renteniveauet i Danmark er faldet lidt mere end det gennemsnitlige niveau i udlandet, så danskernes rentebetalinger til udlandet er faldet mere end udlandets rentebetalinger til danskerne. En normalisering af afkastet fra aktier og direkte investeringer, hvor danskerne har en positiv nettoformue, trækker dog i modsat retning. Samlet set er rente- og udbyttebetalingerne til udlandet dog faldet lidt mere end indtægterne. Det indikerer, at formueafkastet kunne falde ved en normalisering af rente- og udbytte-niveauer, om end udviklingen er forbundet med usikkerhed.

Danskernes formueindkomst fra udlandet er dog især bestemt af størrelsen af udlandsformuen og kan derfor ses som resultatet af en fornuftig økonomisk politik – der har afstedkommet betalingsbalanceoverskud – igennem de sidste 30 år. Det betyder, at fortsatte overskud på betalingsbalancen og dermed en stigende udlandsformue vil sikre, at der fremadrettet kan forventes en betydelig formueindkomst, også selv om danskernes rentebetalinger til udlandet skulle stige lidt.

UDLANDSFORMUER

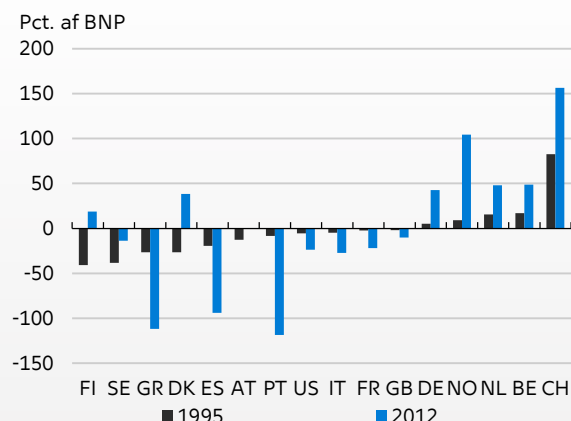
Danskerne – forstået som de indenlandske sektorer under et, dvs. husholdninger, virksomheder, den offentlige sektor og Nationalbanken – ejede ultimo 2012 aktiver i udlandet for 5.130 mia. kr., mens udlændinge ejede danske aktiver for 4.440 mia. kr., så danskerne havde en nettoformue i udlandet på 690 mia. kr., svarende til knap 38 pct. af BNP. I takt med at den globale økonomi og de finansielle markeder er blevet mere integrerede, er bruttostørrelserne – dvs. både danskernes aktiver i udlandet og udlandets aktiver i Danmark – vokset kraftigt. Det samme har gjort sig gældende i andre lande.

Det er dog ikke kun bruttostørrelserne, der er vokset. I de sidste 10-15 år er udlandsformuerne opgjort netto generelt forøget i en række avancerede økonomier.¹ Lande, der i 1995 havde en udlandsgæld, havde typisk en større udlandsgæld i 2012, mens lande, der i 1995 havde en udlandsformue, havde en større udlandsformue i 2012, jf. figur 1. Kun i Danmark, Finland og Østrig er udlandsgæld vendt til en udlandsformue, mens udlandsgælden er reduceret i Sverige.

Udlandsformuer består af forskellige typer af finansielle instrumenter, hvor hovedgrupperne er direkte investeringer (dvs. investor har en ejerskabsandel, der giver bestemmende indflydelse), porteføljeinvesteringer i aktier og obligationer samt derivater og andre investeringer

Udlandsformuer, netto, i 1995 og 2012

Figur 1



Anm.: Irland og Luxembourg er udeladt af figuren, da deres balancer er meget store. Der mangler 1995-data for tre lande. For Grækenland og Norge er der i stedet brugt 1998-data, og for Portugal er der brugt 1996-data.
Kilde: IMF.

(især lån og indskud samt centralbankernes valutareserve), jf. figur 2.² Sammensætningen af udlandsformuen i et givet land har stor betydning for både formueafkastet og størrelsen af kapitalgevinster og -tab. I lande hvor nettobeholdning af aktier er positiv, vil man alt andet lige opnå kapitalgevinster over tid, fordi aktiekurserne stiger. Danskerne har store positive nettobeholdninger af direkte investeringer og aktier, men en negativ nettobeholdning af obligationer.

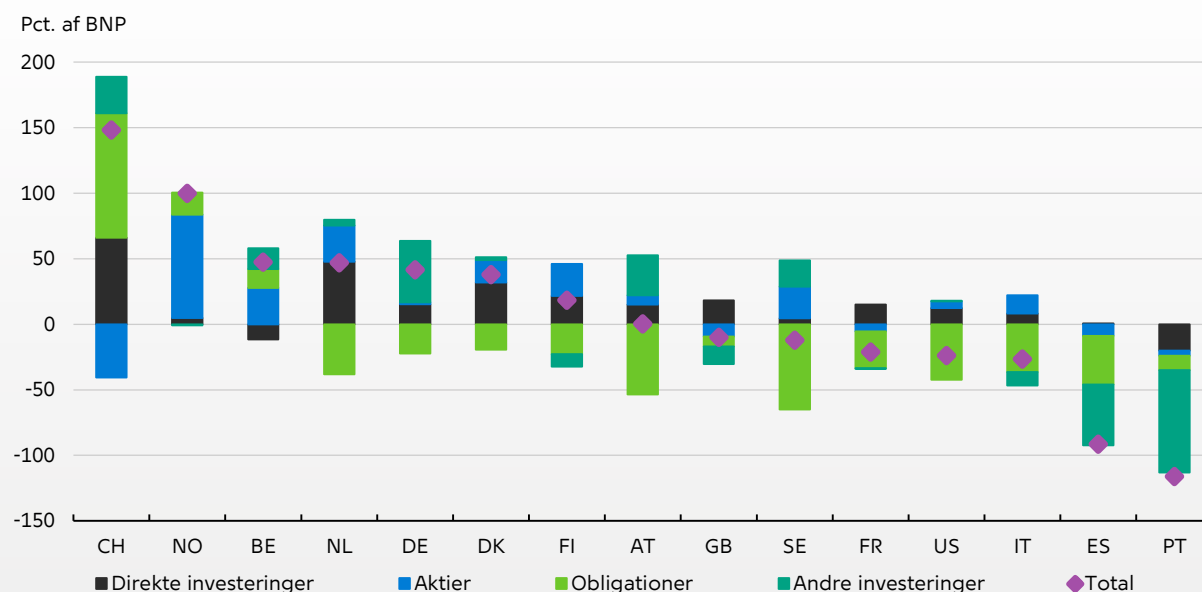
Den væsentligste forklaring på den langsigtede udvikling i landenes udlandsformuer er deres akkumulerede betalingsbalanceover- og -underskud. Når der i et land er overskud på betalingsbalancens løbende poster, dvs. der er et opsparendeoverskud, stiger udlandsformuen. Derudover kan der opstå kapitalgevinster eller -tab på udlandsformuerne. Over tid synes de dog at udligne sig, men i perioder kan de påvirke udlandsformuerne ganske kraftigt.

1 Udlandsformue vil i den resterende del af teksten dække over udlandsformuen opgjort netto, så udlandsgæld opgøres som en negativ udlandsformue.

2 Se Wederkinck (2011) for en nærmere beskrivelse af de enkelte instrumenter.

Udlandsformuer, netto, i 2012

Figur 2



Kilde: IMF.

KAPITALGEVINSTER OG -TAB

Kapitalgevinster (-tab) på et lands udlandsformue opstår, hvis prisen – opgjort i lokal valuta – på de udenlandske aktiver stiger (falder) i værdi, eller hvis prisen falder (stiger) på de indenlandske aktiver, som udlandet ejer. Globalt set bør summen af kapitalgevinster være nul, idet en gevinst i et land altid modsvares af et tilsvarende tab i andre lande. I praksis netter kapitalgevinster og -tab dog ikke altid ud som følge af fejl og mangler i opgørelserne.

Det bør bemærkes, at hvis fx danske aktier ejet af udlændinge stiger i værdi, vil danskerne under et få et kapitaltab. Hvis fx en dansk virksomhed er halvt ejet af udenlandske investorer og halvt af danske husholdninger, så vil en stigende aktiekurs give både udlandet og de danske husholdninger en kapitalgevinst. I opgørelsen af Danmarks udlandsformue vil det medføre, at værdien af udlændingenes danske aktier (aktiver) er øget, hvilket isoleret set reducerer Danmarks nettoformue over for udlandet. Det skal forstås som, at det er blevet dyrere for danskerne at købe udlandets beholdning af danske aktier. Det kan derimod ikke fortolkes som et velfærdstab, idet virksomheden ikke reelt er blevet fattigere, dens aktie-

kapital (egenkapital) er blot blevet mere værd. Stigende aktiepriser i Danmark er tværtimod et udtryk for en forventning om højere fremtidig indkomst, dvs. at det går godt i Danmark.

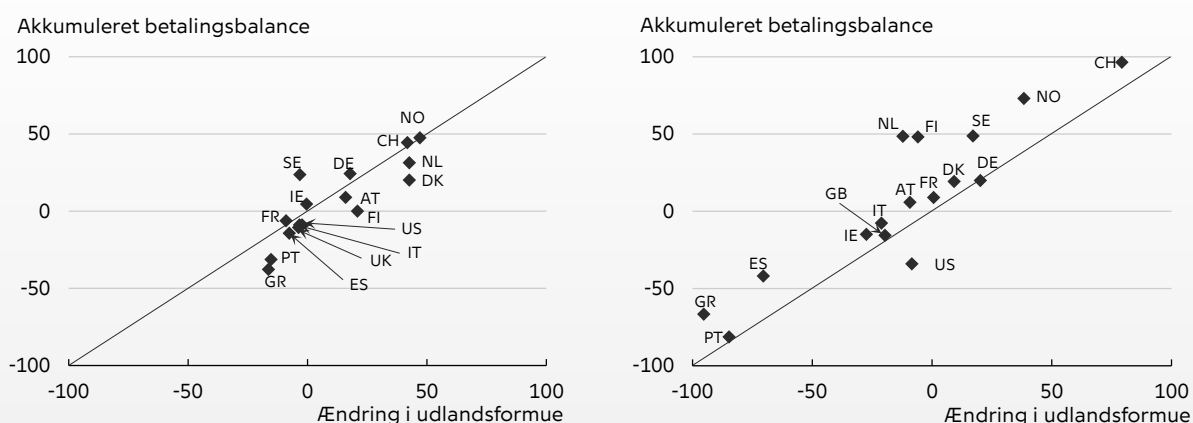
Siden 2008 har residenterne i en række lande haft pæne kapitalgevinster på udlandsformuen, bl.a. i Danmark, Finland, Portugal og Grækenland, mens de i andre lande, i særdeleshed Sverige, har haft kapitaltab, jf. figur 3 (venstre).³

Statsgældskrisen – der for alvor blussede op i 2011 – betød, at der strømmede kapital ind i en række lande med høj kreditværdighed, bl.a. Danmark, Norge, Schweiz og Sverige. Hermed blev norske og svenske kroner samt schweizerfranc styrket, og fx den svenske nominelle effektive kronekurs var ca. 18 pct. stærkere i 2012 end i 2008. Den danske krone udviklede sig langt mere stabilt som følge af fastkurspolitikken. En styrkelse af valutaen vil reducere værdien af udenlandske aktiver opgjort i lokal valuta og medføre nettokapitaltab. Det var fx tilfældet i Sverige, hvor styrkelsen af den svenske krone reducerede værdien

³ Ud over kapitalgevinster/-tab kan forskellen mellem akkumulerede betalingsbalancer og ændringen i udlandsformuen skyldes fejl og mangler, dvs. forskellen mellem opgørelsen af betalingsbalancens løbende og finansielle poster. Fejl og mangler kan bl.a. opstå, fordi betalingen for en vare eller tjeneste ikke nødvendigvis sker på samme tidspunkt som den faktiske handel.

Ændringer i udlandsformue, netto, og akkumuleret betalingsbalance, procent af BNP, 2008-2012 (venstre) og 1995-2007 (højre)

Figur 3



Anm.: I lande, der ligger over 45-graderslinjen, har man haft akkumulerede kapitaltab, mens i lande, der ligger under, har man haft akkumulerede kapitalgevinster. Akkumuleret betalingsbalance er beregnet som den akkumulerede nominelle betalingsbalance normaliseret med BNP i 2012. Ændringer i udlandsformuen er nominel ændring over perioden normaliseret med BNP i 2012. Højre figur: For Grækenland, Irland, Italien og Norge er data for 1998-2007, for Portugal er data for 1996-2007. Kilde: Eurostat, IMF og egne beregninger.

af svenskernes udenlandske aktiver opgjort i svenske kroner.

Ud over valutakursen påvirkes kapitalgevinster/-tab af den relative prisudvikling på inden- og udenlandske aktiver, især aktiekurser, men ved store renteændringer vil obligationskurserne også have betydning. Aktiekurserne i en række sydeuropæiske lande, bl.a. Grækenland, Italien og Portugal, har i de senere år udviklet sig meget svagt som følge af den alvorlige recession, landene har befundet sig i, mens aktiekurser i lande med højere kreditværdighed – herunder Danmark – har klaret sig relativt godt hen over krisen. Hermed har beboerne i lande med høj kreditværdighed haft et netto-kapitaltab over for udlandet, idet værdien af deres udadgående investeringer kun er steget lidt eller måske endda faldet, mens værdien indadgående investeringer i lande med høj kreditværdighed er steget. Finland er dog en undtagelse, idet udenlandske investorer har haft store kapitaltab, idet aktieværdien af Nokia er faldet kraftigt, og dermed er Finlands udlandsformue øget. Bemærk, at dette ikke kan fortolkes som en velfærdsgevinst for finnerne, men blot at det er blevet billigere for finnerne at købe udlandets beholdning af Nokia-aktier.

Priserne på statsobligationer har udviklet sig nogenlunde tilsvarende priserne på aktier, dvs.

de er faldet i de sydeuropæiske lande, fordi renterne er steget, mens de er steget i lande med høj kreditværdighed, som følge af faldende renter. Umiddelbart giver det anledning til kapitalgevinster i lande med lavere kreditværdighed og kapitaltab i lande med højere kreditværdighed. Det har fx været tilfældet i Sverige. Danmark og til dels Holland adskiller sig dog fra andre lande med høj kreditværdighed, idet rentefaldet også har givet betydelige kapitalgevinster. For Danmarks vedkommende skyldes det især, at danske pensionskasser har opnået store kapitalgevinster på deres renteafdækning, som især er blevet indgået med udenlandske modparter, og noget tilsvarende gør sig gældende i Holland, der også har meget store pensionsformuer.⁴

Afledte effekter af finanskrisen kan således i vid udstrækning forklare de observerede kapitalgevinster og -tab, der har været siden 2008. For at vurdere, hvordan en mere normal situation ser ud, kan man sammenligne med perioden 1995-2007, dvs. perioden op til finanskrisen, jf. figur 3 (højre). Den adskiller sig mærkbart fra perioden efter 2008, fordi alle de viste lande havde kapitaltab på nær USA.

4 Bemærk, at for de fleste danske pensionsselskaber modsvares disse kapitalgevinster af tilsvarende tab på deres pensionsforpligtelser (passiver), som dog hovedsageligt er indenlandske mellemværender og derfor ikke påvirker udlandsformuen.

For USA er det velkendt, at der har været forskel på udviklingen i betalingsbalancen og udlandsgælden, så USA løbende har opnået kapitalgevinster. Der er flere mulige forklaringer, bl.a. at amerikanske virksomheder i højere grad end virksomheder i andre lande opnår kapitalgevinster på deres udenlandske dattervirksomheder.⁵ En anden mulig forklaring er, at amerikanske investeringer i udlandet har en høj risikoprofil.

Kapitaltabene i de andre lande kan bl.a. skyldes inflationsforskelle mellem ind- og udland. Højere inflation i fx Brasilien i forhold til euroområdet bør medføre, at den brasilianske valuta, reals, svækkes i forhold til euro over tid. En europæer, der investerer i brasilianske obligationer, vil derfor på hovedstolen få et kapitaltab, målt i euro, men til gengæld få et højt afkast (formueindkomst). Alle de viste lande har lav inflation i forhold til lande i bl.a. Sydamerika og Asien, og deres nominelle valutakurs er derfor generelt blevet styrket i perioden, hvilket giver kapitaltab.

Sammenligningen af kapitalgevinster og -tab i perioderne 1995-2007 og 2008-12 giver grund til at tro, at efterhånden som effekterne af finanskrisen på valutakurser, renteniveauer og aktiekurser aftager, vil man i nogle lande opleve kapitalgevinster og i andre lande mindre kapitaltab – herunder i Danmark. Nettoeffekten i Danmark er dog forbundet med usikkerhed, idet der formentligt vil være tab på derivater og obligationer, men gevinster på aktier, hvilket beskrives nærmere nedenfor. De relative størrelser af kapitalgevinster og -tab på de forskellige instrumenter peger dog i retning af, at nettoeffekten for alle danske sektorer under et vil være et mindre kapitaltab.

KAPITALGEVINSTER I DANMARK

Danmark har i de senere år adskilt sig fra de andre lande med udlandsformue og betalingsbalanceoverskud ved at have haft betydelige

nettokapitalgevinster over for udlandet. De samlede akkumulerede pris- og valutakursreguleringer har forøget danskernes nettoformue med omkring 350 mia. kr. fra ultimo 2008 til ultimo 2012. De største positive værdireguleringer kommer fra valutakursgevinster på direkte investeringer (bl.a. som følge af styrkelsen af den svenske krone), obligationer og derivater, men også fra valutareserven.⁶ Kapitalgevinsterne på obligationer og derivater skyldes især, at det generelle renteniveau er faldet, hvilket bl.a. har givet forsikrings- og pensionssektoren store kapitalgevinster de seneste år, jf. boks 1.

Værdien af danskernes porteføljeaktier i udlandet steg i perioden fra ultimo 2008 til ultimo 2012, men værdien af udlandets investeringer i danske aktier steg endnu mere. Nettoeffekten på kapitalbalancen har derfor været negativ. De udenlandske aktieinvesteringer er primært koncentreret i likvide danske aktier, herunder medicinalindustrien, som har klaret sig relativt godt hen over finanskrisen.

Det skal bemærkes, at valget af periode har stor betydning for størrelsen af kapitalgevinster på udlandsformuen. Det skyldes, at bruttobeholdningerne er meget store, så selv mindre ændringer i renteniveau eller valutakurs kan medføre store kapitalgevinster eller -tab. Tager man eksempelvis perioden fra ultimo 2005 til ultimo 2008, havde danskerne samlet kapitaltab over for udlandet på næsten 200 mia. kr., og alene i perioden november 2007 til marts 2008 var det samlede nettokapitaltab ca. 90 mia. kr.⁷

BETALINGSBALANCENS LØBENDE POSTER OG SAMMENSÆTNING

Overskud eller underskud på betalingsbalancens løbende poster er, som allerede nævnt, den vigtigste årsag til, at landes udlandsformuer ændrer sig. Betalingsbalancens løbende poster er summen af tre underkategorier: handelsbalancen for varer og tjenester, løn- og formueindkomst samt overførsler, fx bidrag til

5 Det kan fx skyldes, at amerikanske virksomheder har overført viden til deres udenlandske dattervirksomheder i fx Kina. Denne overførsel af viden er ikke en del af betalingsbalancens løbende poster, men øger værdien af de udenlandske dattervirksomheder, hvilket har givet de amerikanske virksomheder kapitalgevinster, se fx Bureau of Economic Analysis (2006).

6 Hovedparten af de akkumulerede kapitalgevinster fra direkte investeringer skyldes valutakursreguleringer, men også prisændringer i forbindelse med køb og salg har netto været positive.

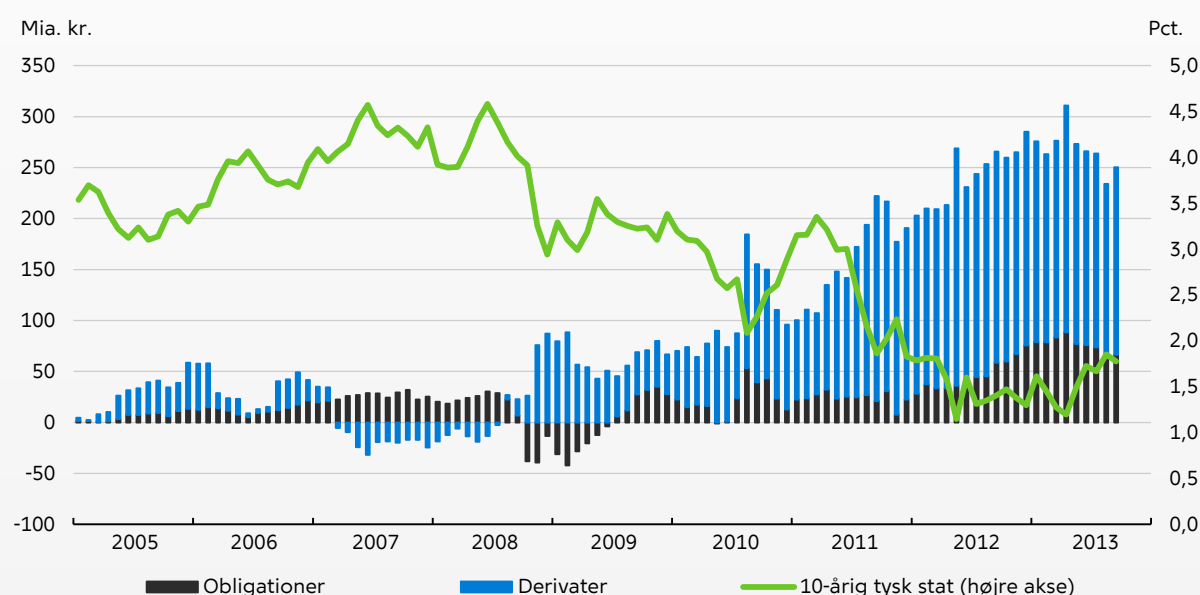
7 Kapitaltabet skyldes primært, at danskerne havde markant større tab på deres porteføljeinvesteringer i udenlandske aktier, end udlændinge tabte på danske aktier.

Danskerne ejede ultimo 2012 udenlandske obligationer for 1.160 mia. kr., og udlandet ejede danske obligationer for 1.514 mia. kr. Danskerne har derfor en nettogæld over for udlandet på 353 mia. kr., når der alene ses på obligationer. Forsikrings- og pensionssektorens, F&P, investeringer i udenlandske obligationer udgør mere end halvdelen af de samlede investeringer i udenlandske obligationer.¹

F&P investerer typisk i obligationer med en lang løbetid (over fem år) eller indgår derivatkontrakter, som øger varigheden af deres aktiver. Det gør de for at afdække renterisikoen på deres forpligtelser (passiver).² Udenlandske investorer holder derimod især korte danske obligationer (under fem år), hvilket bl.a. skal ses i lyset af, at udbuddet af korte danske obligationer er vokset markant mere end udbuddet af lange obligationer.

Forskellen i løbetiden (varigheden) mellem Danmarks aktiver og passiver i obligationer betyder, at faldende renter har givet Danmark store positive kapitalgevinster på både obligationer og derivater. De akkumulerede pris- og valutakursreguleringer har fra januar 2005 til september 2013 netto øget Danmarks udlandsformue med 66 mia. kr. fra obligationer og 184 mia. kr. fra derivater, jf. figur 4, hvoraf værdireguleringer fra F&P-sektorens derivater alene udgør 119 mia. kr.

Akkumulerede pris- og valutakursreguleringer obligationer og derivater, netto



Kilde: ECB og Danmarks Nationalbank.

F&P har i 2013 tabt på deres renteafdækning på grund af stigende renter. Fortsætter renterne med at stige, vil det alt andet lige medføre yderligere tab på både derivater og obligationer. Finanstilsynet opgør på baggrund af indberetninger fra F&P-sektoren det forventede tab/gevinst på sektorens beholdning af obligationer og derivater i et scenario med en ændring på 0,7 procentpoint i den lange rente.³ I 2012 var det forventede tab ved en sådan rentestigning ca. 75 mia. kr. Opgørelsen dækker hele F&P-sektorens mellemværende med både danske og udenlandske modparter og kan derfor ikke anvendes direkte til at vurdere kapitaltab på udlandsformuen. Størstedelen af derivatkontrakterne har dog udenlandske modparter, mens en stor del af obligationsbeholdningerne har danske. Stiger de lange udenlandske renter til niveauet fra 2006, dvs. omkring 4 pct., må det forventes, at gevinsterne på derivaterne stort set vil blive reverseret, men kapitaltabet afhænger dog i høj grad af F&P-sektorens afdækningsstrategi. Såfremt renteniveauet forbliver lavere end før finanskrisen, fx fordi den strukturelle vækst i de avancerede økonomier er faldet, så vil kun en mindre del af kapitalgevinsterne på derivater blive reverseret.

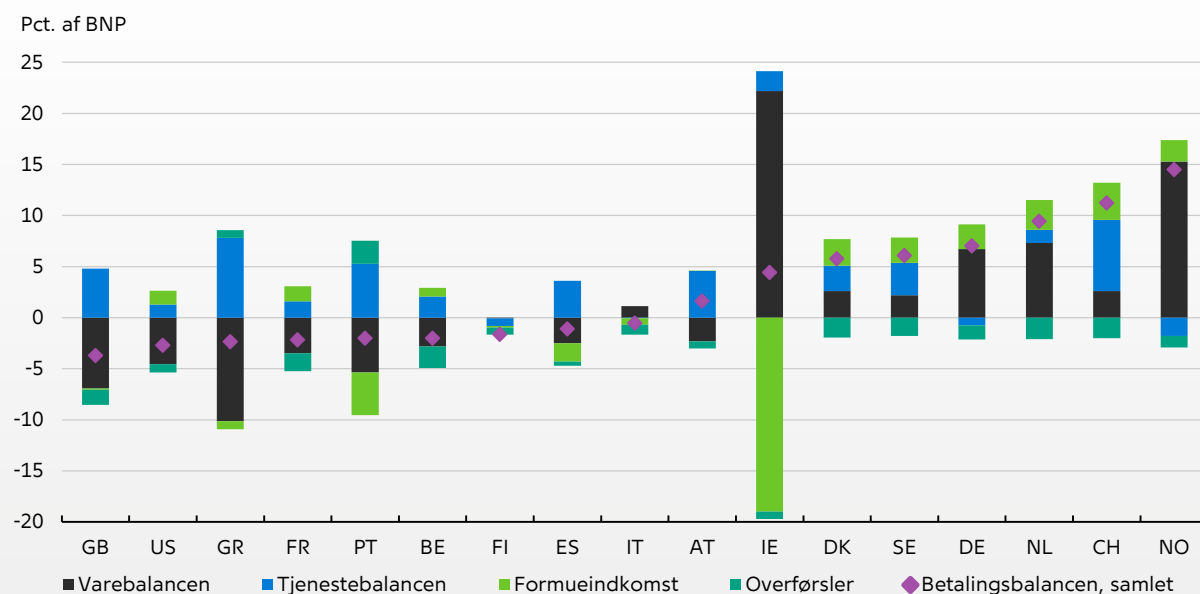
1. Investeringsforeninger, der er over 90 pct. ejet af F&P-sektoren, regnes som F&P.

2. F&P-sektorens forpligtelser består af pensionshensættelser og garantier, som typisk strækker sig langt ud i fremtiden (lang varighed). Renteafdækningen foretages for at sikre, at de forventede fremtidige indtægter modsvarer de fremtidige pensionsforpligtelser, og at værdien af aktiverne følger forpligtelserne, hvis renteniveauet ændrer sig. Afdækningen foretages typisk ved, at F&P sikrer sig en fast rente på deres investeringer uanset udviklingen i det generelle renteniveau. Det kan de fx gøre ved at købe fastforrentede obligationer med meget lang løbetid og ved at indgå derivatkontrakter. Falder renteniveauet, vil markedsværdien af F&P's afdækningsporteføljer stige (kapitalgevinst), og modsat vil en rentestigning medføre, at værdien af afdækningsporteføljerne falder (kapitaltab). Da hovedparten af F&P's renteafdækningsderivater har udenlandske modparter, har faldet i det generelle renteniveau de seneste år betydet, at F&P har haft store kapitalgevinster over for udlandet. Se fx ATP (2012).

3. Se Finanstilsynet (2012) og (2007)..

Betalingsbalance, 2012

Figur 4



Kilde: IMF.

EU og udviklingsbistand. For langt de fleste lande har handel med varer og tjenester størst betydning, jf. figur 4.

For enkelte lande er formueindkomsten dog vigtig. Schweiz har en stor formueindkomst som følge af en betydelig udlandsformue. Irland har modsat store udgifter som følge af udbyttebetalinger til udenlandske virksomheds-ejere.

Det må forventes, at formueindkomsten for en række lande vil få større betydning som følge af, at landene har fået en større udlandsformue eller -gæld.

FORMUEINDKOMST

Formueindkomsten i nationalregnskabet består af modtagne og betalte renter og udbytter og ændrer sig derfor med størrelsen af formuen. En positiv formueindkomst øger et lands indkomst, og dermed forbrugs- og investeringsmuligheder. I 2012 udgjorde den over 3 pct. af bruttonationalproduktet, BNP, for en række lande, herunder Danmark, jf. figur 5. Formue-

indkomsten bidrager således positivt til Danmarks samlede velstand.⁸

Ud over størrelsen af udlandsformuen påvirkes formueindkomsten af udsving i afkast – forstået som det procentvise afkast, og hvordan udlandsformuen er sammensat. Afkast er typisk større under højkonjunkturer, både fordi virksomhederne tjener mere og dermed udbetaler højere dividendeudbetalinger, og fordi renterne er højere. Derudover afhænger afkastet af risikoprofilen, fx er afkast fra direkte investeringer typisk større end afkast fra andre instrumenter. Det bidrager til, at størstedelen af formueindkomsten i de fleste lande, genereres af direkte investeringer.

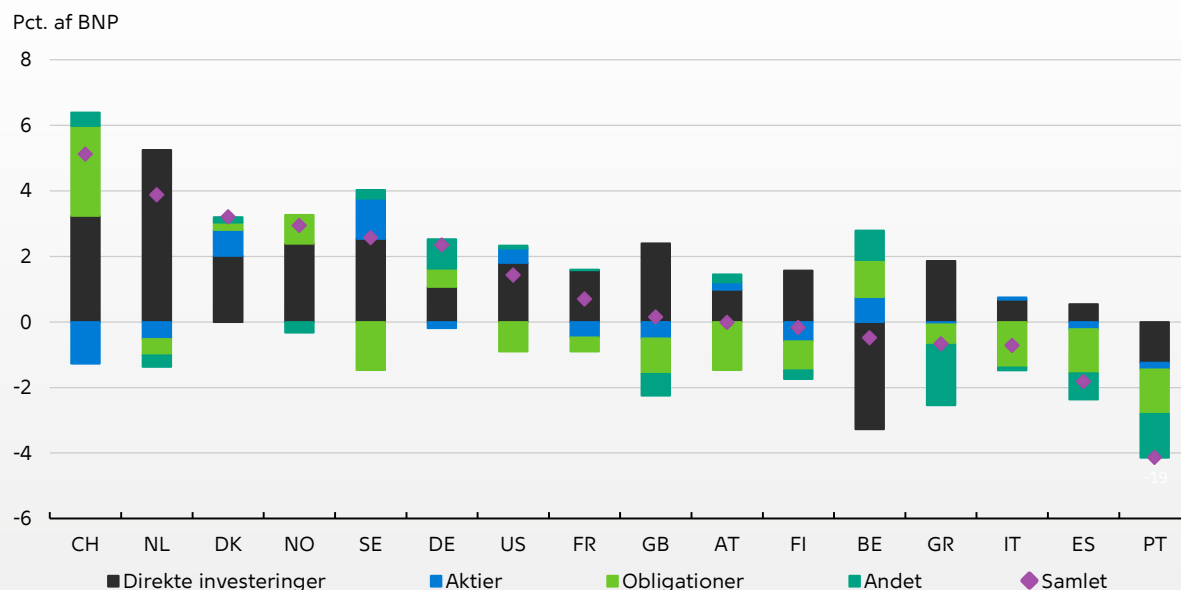
FORRENTNING AF UDLANDSFORMUE OVER TID OG PÅ TVÆRS AF INVESTERINGSKLASSE

Både virksomhedernes indtjening og renterne faldt i kølvandet på finanskrisen, hvilket har sat et tydeligt aftryk på afkastene af udlandsformuerne. Afkastene på rentebærende aktiver er faldet; obligationsafkast har stort set udviklet sig parallelt med de lidt længere renter, mens

⁸ Bruttonationalindkomsten, BNI, inkluderer løn- og formueindkomst til og fra udlandet og giver derfor normalt et mere retvisende billede af et lands velstandsniveau. Til gengæld er sammenhængen mellem BNI og beskæftigelse svagere end mellem BNP og beskæftigelse.

Formueindkomst, netto, i 2012

Figur 5



Anm.: Ingen oplysninger om indkomst fra aktier i Norge. Indkomst fra andet indeholder derfor både indkomst fra aktier og øvrige investeringer.
Kilde: IMF.

afkast på andre investeringer, der primært består af lån, i vid udstrækning har fulgt penge-markedsrenterne, jf. figur 6.

Afkastet på direkte investeringer på tværs af lande faldt fra omkring 9 pct. i 2007 til 6 pct. i 2012, hvilket formentligt afspejler, at virksomhedernes indtjening faldt i perioden. Opgørelsen af formueafkastet på aktier i nationalregnskabet, dvs. dividendeafkastet, adskiller sig fra afkastet på direkte investeringer, idet opsparet overskud (reinvesteret indtjening) i virksomheder ikke inkluderes. Hermed bliver det afkast, der registreres i nationalregnskabet, lavt. Opsparet overskud vil i stedet øge aktiekursen og derved give ejerne en kursgevinst. Virksomhedsejerne kan altså vælge at lade overskud blive i virksomheden eller få overskuddet – eller dele af det – udbetalt ved at få dividendbetalinger, ved at virksomheden opkøber egne aktier eller ved en kombination af de to. Hvordan overskud eventuelt udbetales til ejerne, afhænger bl.a. af skatteforhold. Afkastet fra aktier har ligget relativt stabilt og lavt – stabilt, fordi dividenderne har svinget i takt med markedsværdien af virksomhederne, og lavt fordi dele af virksomhedernes overskud ikke er udbetalt som dividende.

For en investor er det mere relevant at se på et samlet afkast for aktier, der inkluderer kapitalgevinster. Det samlede aktieafkast er meget volatilt, men afkastet har gennemsnitligt været lidt højere end afkastet fra direkte investeringer.

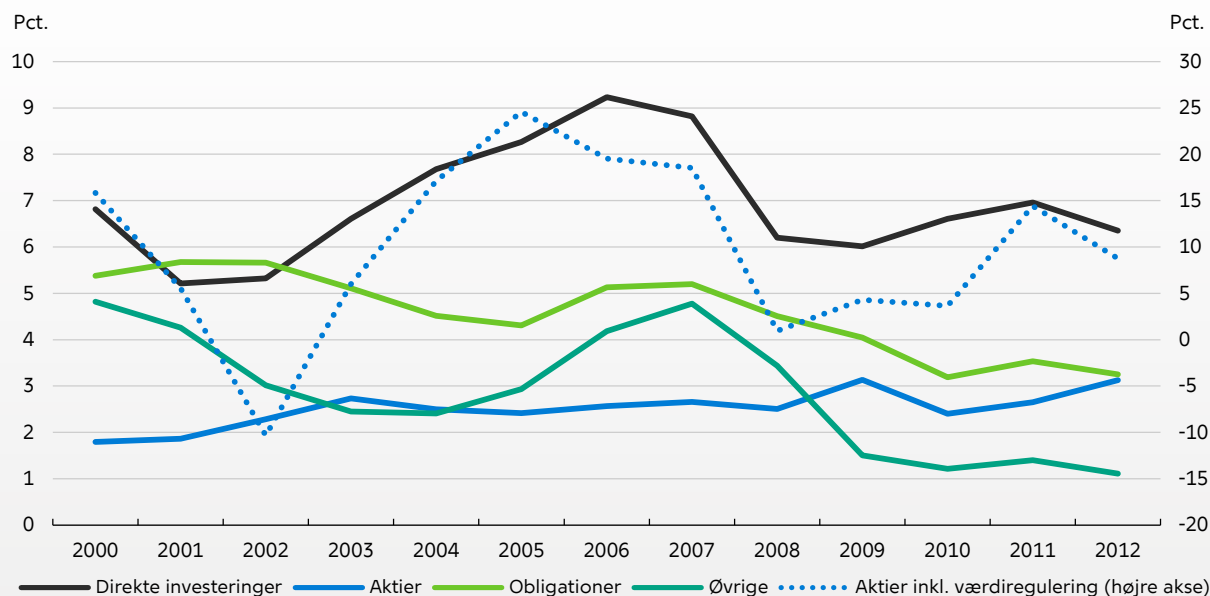
AFKASTFORSKELLE PÅ TVÆRS AF LANDE

En række lande har i de sidste ti år opnået et afkast, der er højere, end hvad deres udlandsformue isoleret set ville tilsige, især Frankrig, Sverige (der til gengæld har haft kapitaltab), Storbritannien og USA. Andre lande har derimod haft et mindre afkast, især Belgien og Norge, jf. figur 7 (venstre). Både Norge og Belgien er karakteriseret ved, at en stor del af deres nettoformuer er placeret i porteføljeaktier, hvor kun dividendeafkastet registreres som formueafkast, mens lande, der opnår et højt afkast, har relativt mange direkte investeringer, som generelt giver et højere formueafkast.

Givet den svage konjunktursituation i 2012 – med heraf følgende meget lave renter og relativt lille indtjening i virksomhederne – kunne man forvente, at afkastet af udlandsformuerne var lavere end normalt. Det synes dog ikke at have været tilfældet, jf. figur 7 (højre). Det gennemsnitlige afkast var omkring 4,5 pct. i 2012,

Gennemsnitligt årligt afkast af aktiver

Figur 6



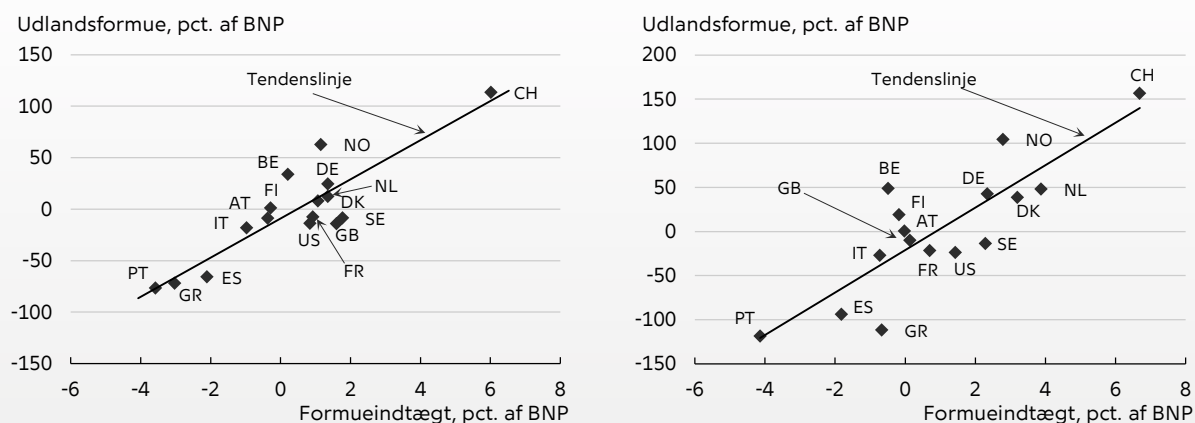
Anm.: Det årlige afkast er i amerikanske dollars og beregnet for alle landene under ét. Ingen data for aktieafkast i Norge. Ingen data for Irland før 2001 og for Belgien før 2002. Aktier inkl. værdireguleringer er 3 års glidende gennemsnit.
Kilde: IMF.

hvilket kun var lidt under niveauet i perioden 2002-12 på 5,3 pct. Det peger i retning af, at en normalisering af afkastene fra direkte investeringer, aktier, obligationer mv. på tværs af landene kun vil have en relativt begrænset påvirkning på den samlede formueindkomst. Det afspejler bl.a., at både indtægter og udgifter er faldet. Det samlede afkast for et enkelt land er således summen af en række individuelle forhold.

I Danmark er afkastet fra obligationer på passiverne faldet mere end på aktiverne siden 2008. Det skyldes især, at renteniveauet i Danmark er faldet mere end det gennemsnitlige niveau i udlandet. Siden 2010 har formueindkomsten fra obligationer faktisk været positiv, til trods for at danskerne har en nettogæld i obligationer. Overskuddet dækker bl.a. over, at udlændinges investeringer i danske obligationer for en stor

Formueindkomst, netto, og udlandsformue, netto, gennemsnit for 2002-12 (venstre) og 2012 (højre)

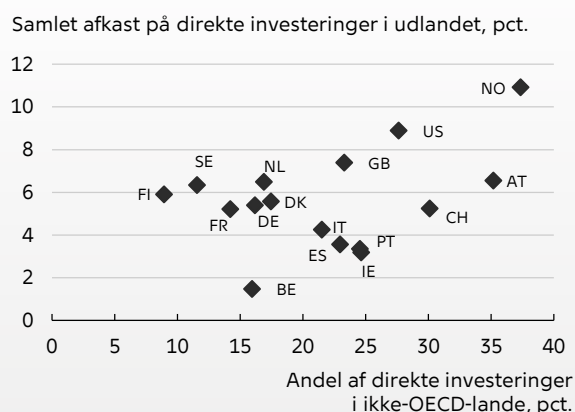
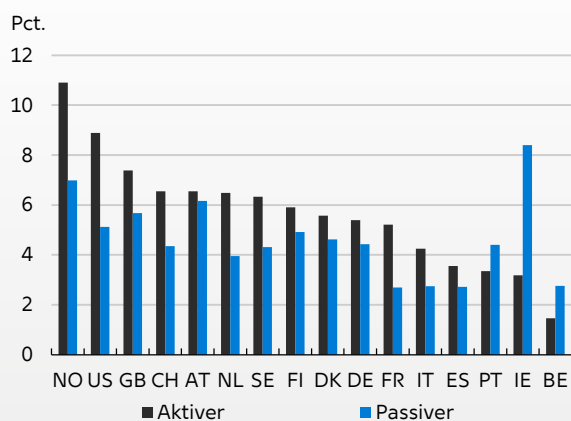
Figur 7



Anm.: Irland er udeladt, da både formuestilling og -afkast adskiller sig markant fra de viste lande.
Kilde: IMF.

Afkast af direkte investeringer, 2012 (højre), og direkte investeringer i ikke-OECD-lande og afkast, 2012

Figur 8



Kilde: IMF og OECD (data for andelen af direkte investeringer i ikke-OECD-lande).

del består af korte stats- og realkreditobligationer, hvor rentebetalingerne er lave, mens danskerne har investeret i udenlandske obligationer med længere løbetid. En rentestigning vil derfor isoleret set reducere formueindkomsten fra obligationer og lån, især hvis de danske renter stiger relativt mere end i udlandet, jf. Staghøj og Jensen (2013).

En normalisering af afkastet fra aktier og direkte investeringer kan derimod øge formueindkomsten, idet danskerne har en nettoformue i disse instrumenter. Den samlede nettoeffekt på afkastet af danskernes udlandsformue og dermed formueindkomsten af en normalisering af alle afkast er derfor usikker. Stigende renter vil reducere formueindkomsten, mens stigende afkast fra aktier og direkte investeringer formentlig vil øge indkomsten.

Danskernes formueindkomst fra udlandet er dog især bestemt af størrelsen af udlandsformuen og kan derfor ses som resultatet af en fornuftig økonomisk politik – der har afstedkommet betalingsbalanceoverskud – igennem de sidste 30 år. Det betyder, at forsatte overskud på betalingsbalancen og dermed en stigende udlandsformue vil sikre, at der fremadrettet kan forventes en betydelig formueindkomst, også selv om danskernes rentebetalinger til udlandet skulle stige lidt.

Afkastet fra direkte investeringer på tværs af lande

Afkastet af direkte investeringer varierer meget på tværs af lande, jf. figur 8 (venstre). I langt de fleste af de betragtede lande har afkastet på aktiverne været større end på passiverne. Det kan skyldes, at risikoen på de udadgående direkte investeringer er større end på de indadgående, fx hvis dele af investeringerne er placeret i vækstøkonomier, hvor afkastet ofte er højere end i de avancerede lande.

En del af forskellen i afkastet på tværs af lande afspejler netop omfanget af investeringer i vækstøkonomier. Der er således en vis tendens til, at afkastet af direkte investeringer er højere for lande, der har flere investeringer i lande uden for OECD, jf. figur 8 (højre). Derudover er der en række andre forhold, som kan påvirke afkastet af direkte investeringer, bl.a. forskelle i virksomhedernes alder (yngre virksomheder har typisk mindre overskud), udskudt skat, mv.⁹

I Danmark har formueindkomsten fra direkte investeringer netto været positiv og stigende siden 2003, primært som følge af øgede investeringer i udlandet. Afkastet på både aktiver og passiver varierer fra år til år, men i gennemsnit har den på aktiverne været højere end på passiverne over de seneste 13 år. Ser man bort fra danske medicinalvirksomheder, som har

⁹ Se fx Curcuru mfl. (2013).

modtaget store afkast fra deres udadgående direkte investeringer, har afkastet på aktiver og passiver dog været næsten ens de seneste år, jf. Andersen mfl. (2013).

Danmarks udadgående direkte investeringer er geografisk koncentreret i de lande, vi har størst samhandel med, dvs. USA og EU-landene, som tilsammen udgjorde 69 pct. af Danmarks udadgående direkte investeringer ultimo 2012. I 2005-12 var det gennemsnitlige afkast 4,7 pct. på investeringer i EU-lande og USA. Til sammenligning har danske investeringer i BRIK-landene (Brasilien, Rusland, Indien og Kina) i samme periode givet et gennemsnitligt afkast på 8,5 pct.

LITTERATUR

Andersen, Christian Helbo, Bjarke Madsen og Sanne Veje Klausen (2013), Direkte investeringer, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal, del 1.

ATP (2012), Årsrapport, https://www.atp.dk/X5/wps/wcm/connect/4c98a2804e5c49e9b43db-41d7934f652/Om_ATP_aarsrapport_2012.pdf?MOD=AJPERES&%C3%85rsrapport+2012

Bureau of Economic Analysis (2006), How does "dark matter" relate to BEA's international economic accounts?, *Frequently Asked Questions*, http://www.bea.gov/faq/index.cfm?faq_id=202, juni.

Curcuro, Stephanie, Charles Thomas og Francis Warnock (2013), On returns differentials, *Federal Reserve Board of Governors, International Finance Discussion Paper*, nr. 1077, april.

Damgaard, Jannick (2007), Fra debitor- til kreditorland – en analyse af formueindkomsten, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

Finanstilsynet (2012), *Markedsudvikling*, Livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser.

Finanstilsynet (2007), *Markedsudvikling*, Livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser.

Mindested, Palle Bach, Martin Wagner Toftdahl og Lars Risbjerg (2013), Lavere omsætning på det danske pengemarked, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal, del 1.

Pedersen, Erik Haller (2003), Betalingsbalancen – fra langvarigt underskud til solidt overskud, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

Staghøj, Jonas og Jesper Jensen (2013), Danmark som kreditornation, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal, del 1.

Wederkinck, Robert (2011), Formueindkomst fra udlandet, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal, del 1.

VIRTUELLE VALUTAER

Anders Laursen og Jon Hasling Kyed,
Betalingsformidlingskontoret

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

I en moderne markedsøkonomi betales der for køb af varer og tjenester ved hjælp af penge. Det kan være i form af kontanter, dvs. sedler og mønter, der kan overdrages fra køber til sælger med det samme. Alternativt kan det foregå ved at overføre et indestående i en bank via betalingsinfrastrukturen. Det sker typisk efter, at køber har iværksat betalingen ved brug af et betalingsinstrument, fx et kort.

Der er i takt med udbredelsen af internettet opstået diverse netværk, fra onlinespil til sociale medier, hvor internetbrugere mødes og interagerer efter fælles regler. Nogle af disse netværk har indført deres egne betalingsenheder – eller virtuelle valutaer – for deltagernes transaktioner. Så længe disse enheder kun kan bruges inden for det lukkede miljø på internettet, har de dog kun begrænset økonomisk relevans.

En anden og mere interessant type af virtuelle valutaer er dem, der kan anvendes bredere og eventuelt kan købes og sælges for traditionelle valutaer, fx kroner, euro og dollar. Det bedst kendte eksempel herpå er bitcoin, som den seneste tid har tiltrukket sig betydelig opmærksomhed fra medier og myndigheder. Derudover eksisterer der en række lignende, men mindre udbredte løsninger med de samme karakteristika.

Bitcoin skabes i et decentralt netværk på internettet via en proces, der lidt populært kan sammenlignes med udvinding af guld, og kan købes og sælges på forskellige internetbørser. I modsætning til penge er der ingen udsteder af

bitcoin. Det betyder, at de ikke er fordringer på et selskab som fx bankindskud. Modsat indestående i en bank er bitcoin heller ikke dækket af nogen form for garantiordning.

Virtuelle valutaer som bitcoin er ikke reguleret, hverken på europæisk plan eller i Danmark. Det indebærer, at brug af bitcoin ikke er underlagt de sædvanlige beskyttelsesregler, der gælder ved betalinger baseret på indestående i banker, ligesom en forbruger ikke har krav på erstatning ved tab i forbindelse med fx et hackerangreb. Flere tilsynsmyndigheder har derfor på det seneste valgt at advare mod denne type valutaer.¹

Uagtet den betydelige fokus er brugen af bitcoin som betalingsmiddel fortsat meget begrænset, og i Danmark er det kun enkelte erhvervsdrivende, der accepterer dem som betaling. På den baggrund vurderes de risici, der knytter sig til bitcoin og andre virtuelle valutaer, at begrænse sig til den enkeltes brug og ikke at udgøre en trussel for den finansielle stabilitet i Danmark.

PENGE OG VIRTUELLE VALUTAER

Gennem historien har forskellige goder haft samme egenskab som nutidens penge. Uafhængig af deres form har de grundlæggende opfyldt tre funktioner:

¹ Se fx Finanstilsynets advarsel mod virtuelle valutaer offentliggjort 17. december 2013 på Finanstilsynets hjemmeside, www.finanstilsynet.dk.

- De har været bredt accepteret som betalingsmiddel, dvs. de kunne bruges i dagligdagen til køb og salg af varer og tjenesteydelser.
- De har fungeret som måleenhed, når prisen på varer og tjenester skulle fastsættes.
- De har været anvendelige til opsparing, hvorved køb og salg af varer og tjenester ikke behøvede at falde sammen tidsmæssigt.

Tidligere havde goder, der fungerede som penge, en brugsværdi for ejerne. Fx kunne mønter af guld og sølv anvendes til produktion af smykker. I dag har penge i form af sedler og mønter ingen brugsværdi i sig selv, og deres funktion som betalingsmiddel bygger på tillid til, at andre også vil acceptere dem som betaling.

En væsentlig årsag til denne tillid er, at det er reguleret ved lov, hvad der betragtes som penge. I Danmark er danske sedler og mønter i henhold til nationalbankloven og møntloven lovligt betalingsmiddel. Det indebærer, at man – bortset fra nogle særlige tilfælde, der fremgår af loven – har ret til at anvende dem til at erhverve varer og tjenesteydelser eller frigøre sig fra en betalingsforpligtelse.

Derudover er andre dele af lovgivningen og den offentlige forvaltning med til at stadfæste danske kroner som den nationale valuta i Danmark. Fx refereres der i love til beløbsangivelser i danske kroner, og disse anvendes også ved opkrævninger af skatter mv. i Danmark. Det er samlet med til at understøtte brugen af danske kroner som enhed ved betalinger også i andre sammenhænge.

Tilliden til et lands valuta søges desuden normalt styrket ved at give en centralbank eneret til at udstede sedler og mønter. Et af centralbankers hovedformål er at bidrage til stabile priser, hvilket sikrer købekraften for udstedte sedler og mønter. Det er også tilfældet i Danmark, hvor det gøres ved at indrette pengepolitikken efter en fast kronekurs over for euroen.

HVAD ER VIRTUELLE VALUTAER?

Et alternativ til penge, som de seneste år har fået stigende opmærksomhed, er såkaldte

virtuelle valutaer. Der findes ikke en entydig afgrænsning af disse, men bredt kan de defineres som enheder til betaling, der ikke er udstedt af en centralbank og ikke er lydende i en national valuta med status som lovligt betalingsmiddel. Virtuelle valutaer er desuden karakteriseret ved, at de typisk kun foreligger i elektronisk form.

En stor del af de betalingsenheder, der ofte betegnes virtuelle valutaer, er knyttet til sociale netværk på internettet og onlinespil. Nogle af disse har indført deres egne betalingsmidler, der anvendes, når brugerne handler med hinanden i det virtuelle miljø. Denne type valutaer har reelt ingen betydning for realøkonomien, da de typisk kun kan bruges inden for det snævre miljø, hvor de er konstrueret.

Et andet eksempel på en betalingsenhed med begrænset anvendelse, som i princippet opfylder definitionen ovenfor, er point, der optjenes hos udsteder, når man køber dennes ydelser. Det kan fx være bonuspoint hos flyselskaber. Sådanne point kan som regel kun bruges til at købe flere ydelser hos udsteder og eventuelt nogle få andre selskaber, som denne har indgået aftale med, og har som sådan kun begrænset økonomisk relevans.

En anden type af virtuelle valutaer med potentielt større perspektiver er dem, der kan anvendes bredere og typisk kan købes og sælges for penge. De kan i højere grad betragtes som et alternativ til penge, men i modsætning til penge har de typisk ingen udsteder. I denne kategori hører bl.a. bitcoin og en række lignende, men mindre udbredte virtuelle valutaer som ripple, litecoin og peercoin.²

REGULERING AF VIRTUELLE VALUTAER

I Europa er betalingsområdet reguleret ved betalingstjenestedirektivet³ og e-pengedirektivet. Førstnævnte fastsætter regler for betalings-tjenester, mens e-pengedirektivet indeholder bestemmelser om udstedelse af elektroniske penge, dvs. en forudbetalt pengeværdi, der er

² Se fx hjemmesiden www.coinmarketcap.com.

³ For en beskrivelse af Betalingstjenestedirektivet, se Anders Mølgaard Pedersen, Betalingstjenestedirektivet, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2007.

lagret på et medium, fx et kort eller en server, og kan bruges til at købe varer og tjenester hos andre end udsteder.

I Danmark er de to direktiver udmøntet i betalingstjenesteloven, der trådte i kraft i 2009. Den tidligere danske lov regulerede også en række elektroniske systemer til betaling for varer og tjenester, som ikke var dækket af de to direktiver, fx klippekort, der indeholder en fordring på et antal ydelser i stedet for et pengebeløb. Da man ønskede fortsat at regulere denne type systemer, indførtes begrebet betalingssurrogater, jf. boks 1.

Virtuelle valutaer som defineret ovenfor er typisk reguleret i dansk lovgivning, hvis de har en udsteder. De er i så fald normalt enten elektroniske penge eller betalingssurrogater. Om de falder i den ene eller den anden kategori, afhænger som hovedregel af, om de kan anvendes hos andre end udsteder. Hvis det er tilfældet, vil de typisk være elektroniske penge.

Bitcoin og lignende løsninger, der ikke har en udsteder, er derimod hverken omfattet af europæisk lovgivning eller dækket af den danske betalingstjenestelov. Når virtuelle valutaer karakteriseres som uregulerede, er det således typisk denne type, der refereres til. Den manglende regulering afspejler, at der ikke er en udsteder, som lovgivningsmæssige krav kan rettes mod. På nationalt og internationalt plan er flere myndigheder, fx Den Europæiske Banktilsynsmyndighed, EBA, på nuværende tidspunkt i gang med at analysere behovet for at regulere denne type virtuelle valutaer og mulighederne herfor.⁴

BITCOIN

Bitcoin betegnes ofte som verdens første digitale valuta og betalingssystem, som kan anvendes uden involvering af traditionelle betalingsformidlere, såsom kortselskaber og pengeinstitutter. Betalinger med bitcoin kan foregå på tværs af landegrænser og typisk med meget lave eller helt uden transaktionsgebyrer.

Betalingssurrogater

Boks 1

Betalingssurrogater er defineret i § 102 i betalingstjenesteloven. Det fremgår, at der ved et betalingssurrogat forstås "følgende elektroniske systemer, i det omfang de kan benyttes til at erhverve varer eller tjenesteydelser, uden at det udgør en betalingstjeneste:

- Kort og andre fysiske legitimationsmidler, som er knyttet til bestemte brugere, og som er beregnet til elektronisk aflæsning.
- Koder og biometriske værdier, som er beregnet til at legitimere brugeren.
- Elektronisk registrerede fordringer, som udsteder er forpligtet til at indfri på brugers foranledning."

Betalingssurrogater skal anmeldes til Forbrugerombudsmanden, inden de tages i brug, mens udbydere af betalingstjenester og e-penge skal have tilladelse fra Finanstilsynet. Ifølge Forbrugerombudsmandens praksis er følgende eksempler på betalingssurrogater:

- Elektroniske klippekort til én juridisk enhed, fx et motionscenter, vaskeri eller transportselskab.
- Elektroniske gavekort eller tilgodebeviser, der alene kan anvendes til at købe varer og tjenester hos udstederen.
- Forudbetalte elektroniske konti til et onlinespil, der kun kan bruges til at købe tjenesteydelser af udbyderen af hjemmesiden.
- SIM-kort til at registrere og fakturere telefonsamtaler.
- Elektroniske loyalitets- eller rabatprogrammer, hvor optjente point kan bruges til at købe varer eller tjenester.

Udstedere af betalingssurrogater skal leve op til en række bestemmelser, der fremgår af betalingstjenesteloven. Det gælder bl.a. krav til den information, de skal give brugerne samt regler om hæftelse og ansvar, gebyrer og indløsning af en eventuel restværdi.

Ifølge flere udbydere hersker der en vis usikkerhed om afgrænsningen af betalingssurrogater, hvilket afspejler, at der er tale om en åben definition, jf. at den refererer til elektroniske systemer, der *ikke* er en betalingstjeneste. Det kan betyde, at udbyderne bruger resurser på at forstå deres retsstilling, og kan medføre, at de undlader at tilbyde de pågældende betalingsløsninger. Forbrugerombudsmanden har oplyst, at der i samarbejde med Finanstilsynet vil blive udarbejdet en vejledning om betalingssurrogater, betalingstjenester og e-penge.

HVORDAN FUNGERER BITCOIN?

Bitcoin blev oprindeligt udviklet af Satoshi Nakamoto i 2009, men har siden undergået flere ændringer.⁵ Processen for at udvinde bitcoin og regler og formater for transaktioner er beskrevet i den såkaldte *Bitcoin Protocol*. Protokollen opdateres og ændres løbende af udviklere i et *peer-to-peer*-netværk, dvs. et com-

⁴ European Banking Authority, *EBA Consumer Trends Report 2014*, 28. februar 2014.

⁵ Satoshi Nakamoto, *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*, www.bitcoin.org, 2009.

puternetværk, hvor deltagerne ikke er tilsluttet en central server.

Bitcoin skabes i et netværk på internettet, som er tilgængeligt for alle, via en proces kaldet *mining*. Deltagerne har downloadet et specielt program til formålet og bidrager til udvindingen med deres computers regnekraft. Mining kan betragtes som en slags vedligeholdelse af netværket, hvor deltagerne bliver belønnet med nye bitcoin.

I praksis foregår mining ved, at deltagerne løser komplicerede matematiske algoritmer, som kræver stor computerkraft. Deltagerne konkurrerer om at verificere de seneste transaktioner ved at finde løsningen til algoritmen. Den, som først finder den rigtige løsning, bliver belønnet med et antal nye bitcoin. Denne metode skal sikre, at den samme bitcoin ikke kan bruges to gange samtidig.

Den belønning, som modtages for at løse algoritmen, er defineret i protokollen. Oprindeligt var den 50 bitcoin, men ca. hvert fjerde år bliver belønningen halveret, og i dag er den 25. Det betyder i praksis, at den totale mængde af bitcoin er begrænset til 21 millioner, som vil blive nået i 2140, jf. figur 1 (venstre). Primo marts var der udvundet ca. 12,4 millioner bitcoin, svarende til ca. 40 mia. kr.

For at kunne foretage og modtage betalinger med bitcoin er det nødvendigt at have en såkaldt *wallet* installeret på sin computer eller smartphone. En wallet kan opfattes som bruge-

rens pung med bitcoin. Det er et lille program, der giver adgang til en række *adresser* med hver deres balance af bitcoin. En wallet kan også ligge på internettet og tilgås via forskellige udbydere.

En bitcoinadresse består af tal og bogstaver, fx 1LmHSLndRdrfkX12AuTsqa3aEpwuPU9Jg. Hvis en bruger ønsker at betale med bitcoin, er det nødvendigt at kende betalingsmodtagerens adresse. Det svarer til, at det er nødvendigt at kende modtagers registrerings- og kontonummer for at foretage en almindelig netbankoverførsel. Overførslen foregår fra brugerens wallet, hvor transaktionen sendes til verificering i netværket, hvorefter den anses for afsluttet.

HANDEL OG ANVENDELSE

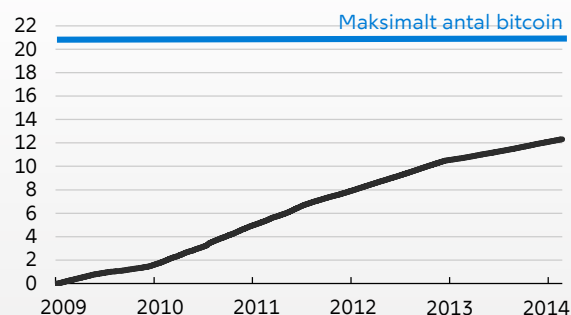
Bitcoin kan som nævnt udvindes ved mining. I dag kræver det dog så store mængder computerkraft, at det reelt kun er specialdesignede computere, som kan gøre det. Brugere, der ikke stiller deres computers regnekraft til rådighed for netværket, kan erhverve bitcoin på anden vis. Det kan typisk foregå ved at købe bitcoin direkte af en anden bruger eller ved at købe dem over en børs, som handler dem.

Der findes en række børser, der tilbyder at veksle bitcoin for nationale valutaer, heriblandt enkelte for danske kroner. Endvidere findes hjemmesider, hvor private købere og sælgere kan mødes, ligesom nogle storbyer har såkald-

Udstedt mængde, antal transaktioner og kurs

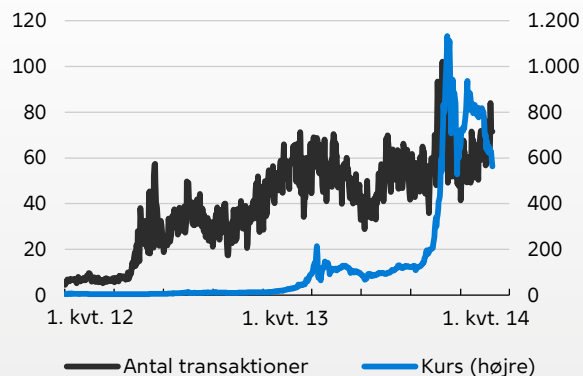
Figur 1

Antal udstedte bitcoin, millioner



Antal transaktioner pr. dag, 1.000

Dollar pr. bitcoin



Kilde: www.blockchain.info og www.bitstamp.net.

te Satoshi Squares, som er fysiske steder, fx en offentlig plads, hvor privatpersoner, der ønsker at købe eller sælge bitcoin, kan møde op.

Kursen på bitcoin har de seneste måneder udvist markante udsving, jf. figur 1 (højre). Det skyldes dels, at volumen i markedet er relativt begrænset, dels at historier om indgreb fra nationale myndigheder og hackerangreb på børser ved flere lejligheder har medført pludselige kursændringer. Senest udløste en række nedbrud og efterfølgende betalingsstandsning af Mt.Gox, som var den største børs for handel med bitcoin, et større kursfald i løbet af februar. Værdien var primo marts 2014 lidt over 600 dollar.

Over de seneste par år har anvendelsen af bitcoin til betalinger været stigende, jf. figur 1 (højre). Den samlede brug er dog stadig forholdsvis beskeden. På verdensplan er der i 2014 i gennemsnit foretaget ca. 62.000 daglige transaktioner med bitcoin, mens der fx hver dag gennemføres ca. 3 millioner dankortbetalinger. Det afspejler, at det fortsat kun er relativt få forretninger, der tager i mod betalinger med bitcoin. Ifølge en opgørelse kan der i dag betales med dem i omkring 3.500 forretninger i verden, heraf ca. 30 i Danmark.⁶

Bitcoin er i flere tilfælde blevet sat i forbindelse med illegale aktiviteter, fx da hjemmesiden Silk Road, hvor købere og sælgere af bl.a. narkotika og våben kunne handle og alene afregne i bitcoin, i oktober 2013 blev lukket af de amerikanske myndigheder. Muligheden for at bruge bitcoin til illegale formål beror bl.a. på, at man ikke nødvendigvis kan knytte adressen, som har modtaget dem, sammen med ejeren af adressen.

BITCOINS EGENSKAB SOM BETALINGSMIDDEL

Ifølge udviklerne af Bitcoin-protokollen er systemet oprindeligt tænkt som et alternativ til penge, der kan anvendes bredt til betalinger. Som nævnt kan bitcoin i dag fortsat kun anvendes hos et mindre antal betalingsmodtagere. Derudover er der en række forhold ved bitcoin, som gør den til et mindre egnet betalingsmiddel end traditionelle valutaer.

Det er almindelig anerkendt, at en væsentlig egenskab ved penge er, at værdien holdes stabil, dvs. at de har en konstant købekraft. Det er med til at skabe en ramme for en sund økonomisk udvikling, herunder for en hensigtsmæssig udnyttelse af samfundets resurser. Værdien af bitcoin, og dermed dens købekraft, har imidlertid vist sig at svinge markant over for traditionelle valutaer, jf. figur 2 (venstre).

Derudover er det blevet anført, at den forudbestemte udvikling i udbuddet af bitcoin kan give et underliggende opadgående pres på kursen. Det kan give indehaverne et incitament til at holde på deres bitcoin i stedet for at bruge dem som betalingsmiddel og dermed betragte dem som et investeringsobjekt. Det vil i en økonomi baseret på bitcoin som betalingsmiddel have deflatoriske effekter, dvs. medføre en tendens til faldende priser.⁷

Betalinger med bitcoin vil også af mange blive opfattet som mere besværlige end brug af kontanter og kort, og de fleste vil formentlig også finde det mere enkelt at betale ved hjælp af fx pengeinstitutternes nyligt lancerede mobilbetalingstjenester. Dertil kommer, at den komplicerede proces, der ligger bag skabelsen af bitcoin, kan give en vis utryghed ved at bruge dem.

Endvidere er bitcoin ofte blevet fremhævet som et gratis alternativ til traditionelle betalinger på internettet. Det kan blive vanskeligt at opretholde på længere sigt, da den computerkraft, som skal bruges til at udvinde bitcoin, det seneste halve år er mangedoblet, jf. figur 2 (højre). De stigende omkostninger til computerkraft må formodes at medføre et krav om en større kompensation for at udvinde bitcoin. I praksis kan det ske ved, at kursen stiger yderligere, eller at omkostningerne på anden måde dækkes, fx via gebyrer. I 2014 er der således i gennemsnit blevet betalt knap 1 kr. pr. transaktion i gebyrer.⁸

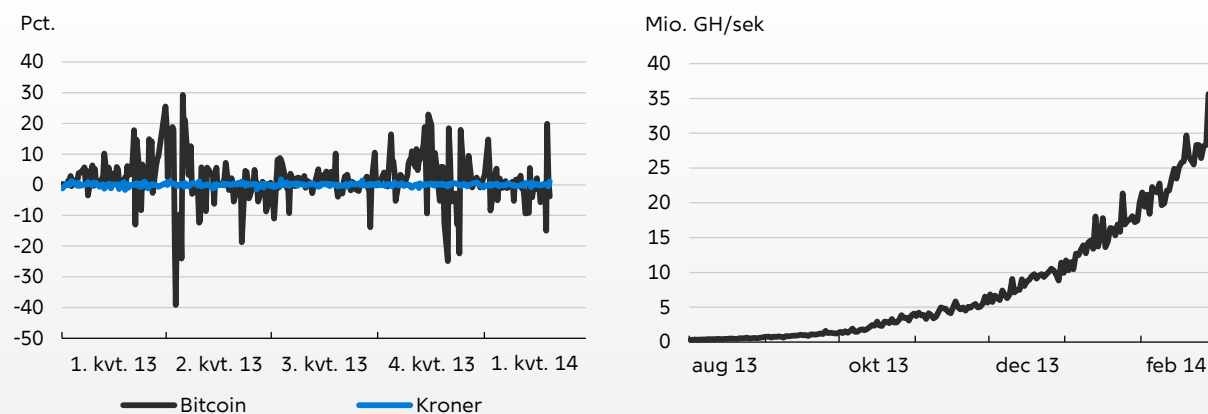
⁶ Se hjemmesiden www.coinmap.org.

⁷ Se fx <http://krugman.blogs.nytimes.com/2011/09/07/golden-cyber-fetters>.

⁸ Ifølge hjemmesiden www.blockchain.info/charts betales der dagligt 10-30 bitcoin i transaktionsgebyrer.

Daglig prisændring og hash rate

Figur 2



Anm.: Den daglige procentvise ændring i bitcoin og kroner er målt i forhold til dollar. Hash rate er et udtryk for den mængde computerkraft, som er tilsluttet netværket. En GH – gigahash – er et udtryk for, hvor mange potentielle løsninger på algoritmen, der udregnes i netværket pr. sekund.

Kilde: www.blockchain.info, www.bitstamp.net og Danmarks Nationalbank.

RISICI VED AT BRUGE BITCOIN

Brug af bitcoin er forbundet med en række risici, der ikke foreligger ved betalinger baseret på bankindeståender. Det afspejler først og fremmest, at betalinger med bitcoin ikke er reguleret i lovgivningen. Hermed er man som bruger ikke omfattet af betalingstjenestelovens bestemmelser, der beskytter mod misbrug o.l., og anvendelse af bitcoin til betalinger sker på eget ansvar.

Det indebærer fx, at hvis brugerens wallet med bitcoin udsættes for et hackerangreb, har man ingen krav på erstatning. Modsat erstattes et tab af et bankindestående med fradrag af en selvrisiko ved et netbankindbrud. En anden risiko for tab ved brug af bitcoin er, hvis brugeren mister sin private nøgle til sin wallet, fx som følge af et computernedbrud.

Derudover er der eksempler på bitcoinbørser og udbydere af wallets, som er ophørt, bl.a. som følge af hackerangreb. Tab, som er opstået i forbindelse med denne type hændelser, er heller ikke beskyttet i lovgivningen. Det er forskelligt fra fx tab på bankindeståender, der foruden at forekomme meget sjældent er dækket af en indskydergaranti op til et forholdsvis stort beløb, i Europa 100.000 euro.

Betalinger med bitcoin er desuden ikke omfattet af betalingstjenestelovens øvrige forbrugerbeskyttende regler. Det gælder fx de særli-

ge danske charge-back regler ved køb af varer og tjenester på internettet. Disse bestemmelser fastslår, at en forbruger ved en kortbetaling på internettet har ret til at få et hævet beløb tilbageført, hvis en vare ikke leveres eller er defekt. Det samme er ikke tilfældet ved betaling med bitcoin.

Samlet set indebærer betalinger med bitcoin en række risici for forbrugerne, der som nævnt ikke er til stede ved brug af regulerede betalingsinstrumenter. Det er årsagen til, at EBA i slutningen af 2013 udsendte en advarsel til forbrugerne mod virtuelle valutaer, herunder bitcoin. Finanstilsynet i Danmark bakkede ved samme lejlighed op om advarslen.

NY OG MERE DETALJERET MFI-STATISTIK

Jens Uhrskov Hjarsbech og
Andreas Kuchler, Statistisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Nationalbanken har offentliggjort en ny MFI-statistik, der bygger på nye, mere detaljerede indberetninger. Det vil bidrage til et mere præcist og nuanceret billede af den finansielle sektors ageren og af danske virksomheders og husholdningers finansieringsmønstre.

Som følge af ændrede opgørelsesmetoder og kvalitetsforbedringer i MFI-statistikken vil der forekomme brud i både balance- og rentestatistikken. Ændringerne påvirker i særlig grad sektorplaceringen af MFI'ernes modparter.

I artiklen beskrives de vigtigste ændringer i forhold til den tidligere udgave af MFI-statistikken, og de væsentligste databrud forklares. Derudover opridses nye analysemuligheder som følge af ændringerne.

METODEÆNDRINGER OG DATABRUD

Den nye MFI-statistik afviger på nogle områder fra den tidligere i den metode, der bruges til at indsamle og bearbejde data. Metodeændringer og kvalitetsforbedringer har betydet, at der sker væsentlige niveauskift i både rente- og balancestatistikken, især i forhold til sektorfordelingen af ind- og udlån. Ændringerne har derimod ikke givet store ændringer til udviklingerne i de berørte serier.

DATABRUD OG ÆNDRINGER I BALANCESTATISTIKKEN

Den væsentligste årsag til databrud er ændringer i sektorfordelingen af MFI'ernes kunder. Det er der flere årsager til. For det første bruger penge- og realkreditinstitutterne nu i højere grad erhvervsregisterinformationer, så sektor-klassifikationerne bliver mere konsistente på tværs af institutter. For det andet har Danmarks Statistik ryddet op i erhvervsregisteret, og det har i MFI-statistikken fået betydning fra og med overgangen til den nye statistik. Endelig indgår foreninger og velgørende organisationer (fx A-kasser og Røde Kors) nu ikke længere i husholdningssektoren. Boks 1 giver et indblik i sektorinddelingerne.

Samlet set betyder ændringerne i sektorfordelingen, at pengeinstitutternes udlån til husholdningerne i forhold til den tidligere opgørelse er øget med 17 mia. kr., hvorimod udlånet til erhvervsvirksomheder er reduceret med 16 mia. kr. Omvendt er realkreditinstitutternes udlån til erhverv øget med 53 mia. kr., mens udlånet til husholdningerne er reduceret med 54 mia. kr., jf. figur 1.

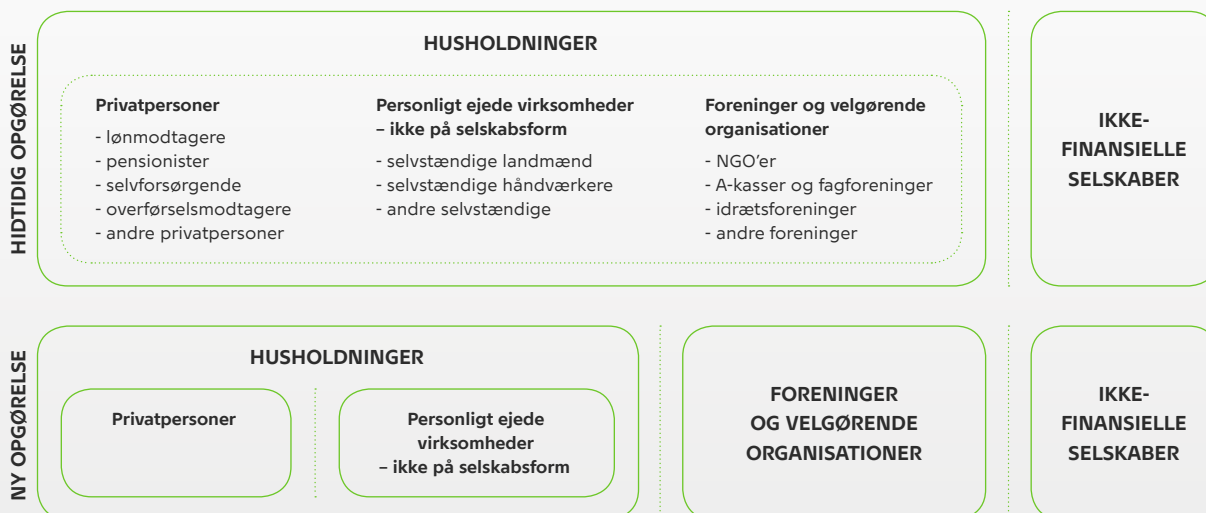
En væsentlig metodeændring er, at de mindste institutter nu – ligesom de største – indberetter væsentligt flere detaljer end tidligere¹. Der er dog fortsat et element af opregning i en del af de offentliggjorte dataserier, enten fordi de ikke indberettes af de mindste institutter, el-

1 De største institutter, som til enhver tid udgør mindst 96 pct. af den samlede balance i MFI-sektoren, indberetter månedligt. Øvrige indberetter årligt.

Opdeling af de private ikke-finansielle sektorer hidtil og i den nye statistik

Boks 1

Opdelingen af de private ikke-finansielle sektorer er ændret fra den hidtidige statistik til den nye. Tidligere var foreninger og velgørende organisationer en del af husholdningssektoren. Derudover var husholdningssektoren ikke konsekvent opdelt på de tre undersektorer privatpersoner, personligt ejede virksomheder samt foreninger og velgørende organisationer, jf. figuren. Nu er foreninger og velgørende organisationer ikke længere indeholdt i husholdningssektoren. Privatpersoner og personligt ejede virksomheder er nu konsekvent adskilt, men stadig indeholdt i fællesbetegnelsen husholdninger, jf. figuren.



ler fordi de mindste indberetter med en lavere frekvens end de større.

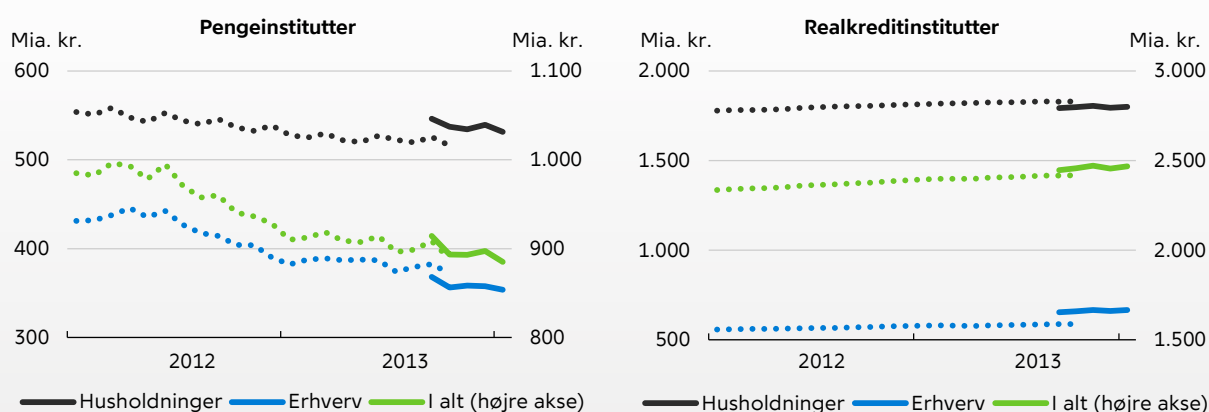
Eksempelvis opgøres den fuldstændige branchenedbrydning af institutternes ud- og indlån nu én gang om året, mens udviklingen hos de mindste i de resterende måneder estimeres på baggrund af den månedlige udvikling hos de største.

DATABRUD I RENTESTATISTIKKEN

I rentestatistikken anvendes de detaljerede årlige indberetninger af ud- og indlån hos de mindre institutter nu til at estimere deres påvirkning af rentesatserne for den samlede MFI-sektor. Den største påvirkning herfra er, at de mindre institutter har en anden sammensætning af ud- og indlån end de større. Den

Forskydninger i sektorklassifikation på indenlandsk udlån fra pengeinstitutter (venstre) og realkreditinstitutter (højre)

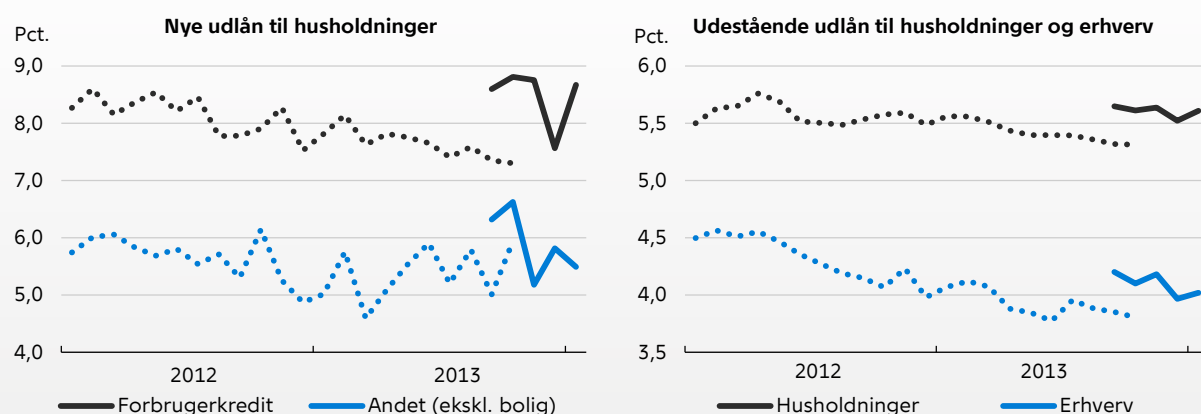
Figur 1



Kilde: Danmarks Nationalbank.

Pengeinstitutters renter på nye udlån fordelt på formål (venstre) og udestående udlån fordelt på sektor (højre)

Figur 2



Anm.: Figurerne er baseret på udlån til danske resider i danske kroner.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Nye elementer i MFI-statistikken

Boks 2

Med den nye MFI-statistik indsamles og offentliggøres en række nye informationer, nemlig:

- Nyt indeks over nominelle beholdninger, der udelukkende ændres med nettotransaktioners bidrag til væksten i balancestørrelsen
- Oplysninger om bevægelser (men ikke udestående mængder) i realkreditudlån på regionsniveau
- Mere detaljeret sektorfordeling med mulighed for at kombinere sektor med flere dimensioner end tidligere
- Nye muligheder for at analysere enkeltbranchers finansieringsmønstre
- Øget opdeling på lånstørrelse og mulighed for at udskille repoforretninger i rentestatistikken
- Realkreditlån opgøres til både nominel værdi og markedsværdi
- Opgørelse af udlån til både oprindelig løbetid og restløbetid
- Bankers indlånsoverskud og koncentrationsindeks på månedsbasis
- Udlån opdelt efter, om renten følger en referencerente, eller om lånet er fuldt, delvist eller ikke sikret. Disse oplysninger stilles p.t. ikke til rådighed for offentligheden, da de endnu ikke er tilstrækkeligt kvalitetssikrede

nye opregningsmetode er sammen med den ændrede sektorfordeling den væsentligste forklaring på de skift, der sker i rentestatistikens hovedserier, jf. figur 2. Derudover er opgørelsesmetoden af renter på udestående forretninger ændret, så de offentliggjorte serier for de samlede rentesatser – især for repoforretninger – ikke er fuldt sammenlignelige mellem den hidtidige og den nye opgørelse.

FLERE INFORMATIONER GENNEM ØGET DETALJERINGSGRAD

Den nye MFI-statistik indsamles på et langt mere disaggregeret grundlag. Det indebærer, at en række nye oplysninger og kombinationsmuligheder er tilgængelige, ligesom

der indsamles flere detaljer. De vigtigste nye elementer beskrives i boks 2. Efter boksen gennemgås en række eksempler på de nye analysemuligheder.

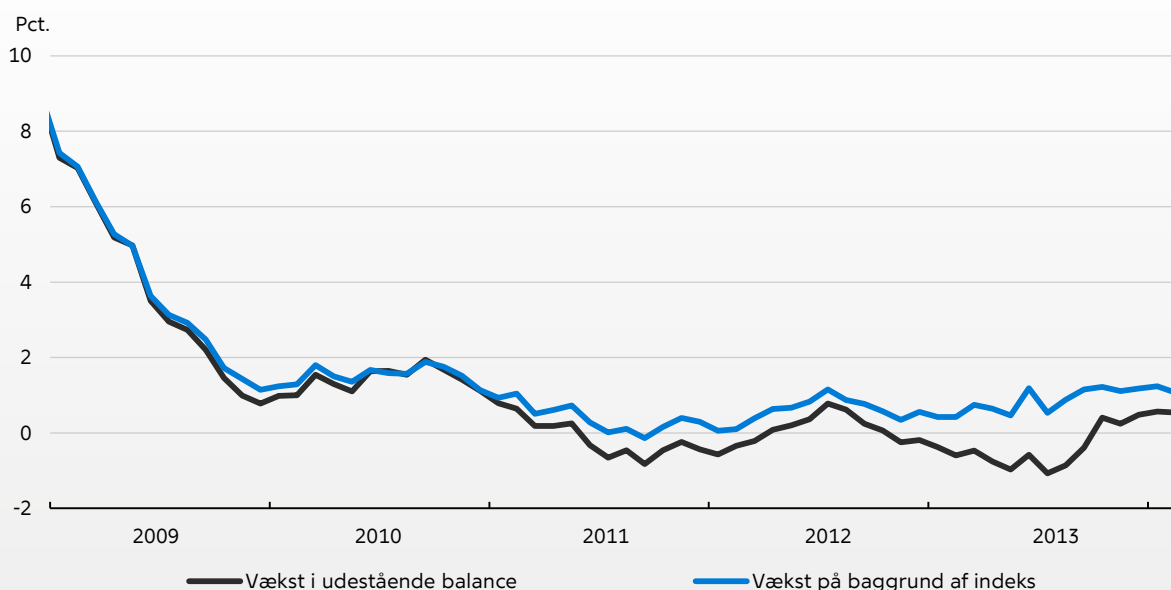
INDEKS OVER NOMINELLE BEHOLDNINGER

Med overgangen til den nye MFI-statistik offentliggøres et indeks over nominelle beholdninger, der giver en bedre metode til at analysere udviklingen i de enkelte balancestørrelser. Indekset ændres udelukkende med nettotransaktioners² bidrag til månedsvæksten i balance-

2 Nettotransaktioner i udlån defineres som summen af nyudlån og forhøjelser af udestående lån fratrasket summen af afdrag og indfrielse på udestående lån.

Årsvækst i penge- og realkreditinstitutters udlån til danske husholdninger og erhverv på baggrund af hhv. udestående balance og indeks over nominelle beholdninger

Figur 3



Kilde: Danmarks Nationalbank.

størrelsen³. Indekset kan således benyttes til at beregne måneds- og årsvækstrater for fx ind- og udlån på baggrund af rene transaktioner.

Da indekset bygger på nettotransaktioners bidrag til balanceændringen, er det renset for fx valutakursændringer og tab samt flytninger af udlånsporteføljer til og fra udlandet. I et vist omfang er det også renset for lån overflyttet til enheder under Finansiell Stabilitet uden banklicens. Selv om den tidligere version af MFI-statistikken også gav mulighed for at beregne indekset, er datagrundlaget i den nye MFI-statistik mere målrettet indekset, da der er fuld dækning af de komponenter, der udgør ændringer i balancen – dvs. nettotransaktioner, valuta- og børskursreguleringer, tab på udlån og andre ændringer.

I figur 3 vises årsvækstrater i penge- og realkreditinstitutters udlån til danske husholdninger og erhverv udregnet som den procentvise ændring i balancestørrelsen (tidligere metode) og som væksten udregnet på baggrund af

indeks over nominelle beholdninger. Af figuren ses, at årsvækstraterne i udlånet på baggrund af nettotransaktioner kun har været negative i en enkelt måned hen over den finansielle krise.

NYE OPLYSNINGER OM BEVÆGELSER I REALKREDITUDLÅN PÅ REGIONSNIVEAU

Nye informationer i MFI-statistikken gør det muligt på tværs af regioner at følge bevægelserne i realkreditens nyudlån. Knap to tredjedele af nyudlånet i november til ejerboliger og fritidshuse beliggende i Region Hovedstaden var med variabel rente, mens bruttonyudlånet i de øvrige regioner var nogenlunde ligeligt fordelt på lån med fast og variabel rente, jf. figur 4.

MERE DETALJERET SEKTORFORDELING

Den nye statistik efterlever kravene i den nye fælleseuropæiske nationalregnskabsmanual, ESA2010, til sektorfordeling af MFI'ernes modparter, der er mere detaljeret end i den hidtidige, ESA95. MFI-statistikken offentliggøres dog endnu mere detaljeret, hvilket fx betyder, at husholdningssektoren nu konsekvent kan opdeles på henholdsvis privatpersoner og personligt ejede virksomheder, jf. boks 1. Personligt ejede

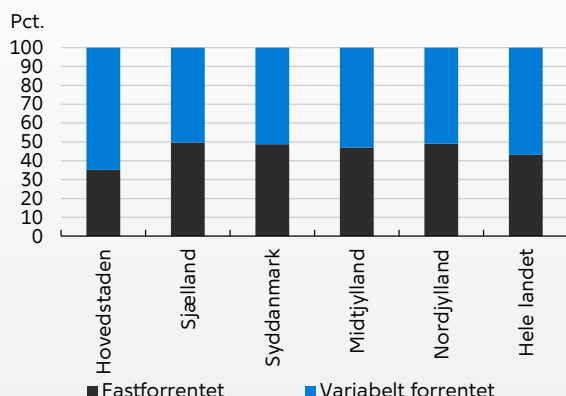
3 Indekset beregnes ud fra følgende formel:

$$I_t = I_{t-1} * \left(1 + \frac{T_t}{B_{t-1}}\right)$$

hvor I_t er kædeindeksværdier i måned t , B_{t-1} er den udestående mængde i måned $t-1$ og T_t er nettotransaktionerne i måned t .

Realkreditinstitutters udlån til privatpersoners ejerboliger og fritidshuse, opdelt på fast eller variabel rente og regioner, november 2013

Figur 4



Anm.: Omlægninger af lån fra fx F1 til F3 vil fremgå som bruttoudlån med variabel rente.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

virksomheder er fx landmænd, tandlæger og mindre håndværkerfirmaer, som på grund af selskabsformen ikke er placeret i den ikke-finansielle selskabssektor. I de hidtidige opgørelser er foreninger og velgørende organisationer (non-profitorganisationer rettet mod husholdninger – fx A-kasser og Røde Kors) inkluderet i husholdningssektoren. Nu udskilles de herfra og fremgår som en selvstændig sektor.

Generelt viser den nye opgørelse, at privatpersoner vælger andre låntyper end personligt

ejede virksomheder. Eksempelvis er en mindre andel af privatpersoners lån fra pengeinstitutter i fremmed valuta sammenlignet med personligt ejede virksomheder, ligesom deres lån generelt er med længere løbetid, jf. figur 5. Det sidste hænger også sammen med, at en større andel af udlånet til privatpersoner er boliglån, som typisk er med længere løbetid end fx erhvervsudlån.

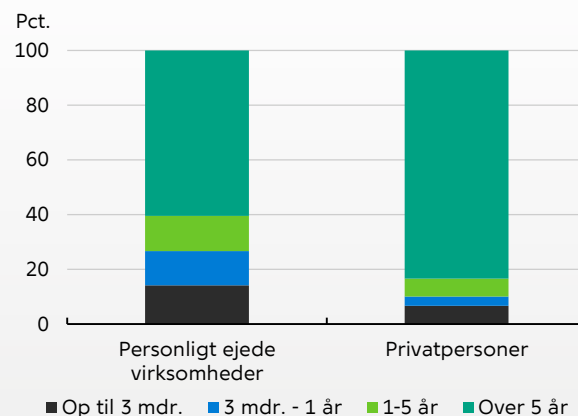
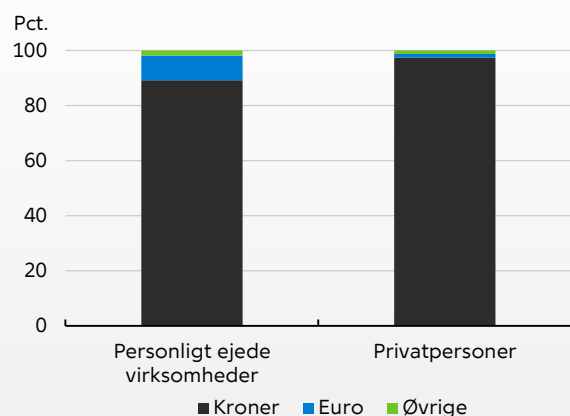
Der er ligeledes forskelle mellem de to grupper valg af realkreditlån. Privatpersoner har generelt i højere grad end personligt ejede virksomheder fastforrentede lån, og dem med variabelt forrentede lån har lån med længere rentebindingsperioder end personligt ejede virksomheder, jf. figur 6. Privatpersoner afdrager også på en marginalt større andel af deres samlede realkreditlån end personligt ejede virksomheder.

NYE MULIGHEDER FOR AT ANALYSERE ENKELTBANCHERS FINANSIERINGSMØNSTRE

Den nye statistik gør det også muligt bedre at kunne følge ind- og udlånsudviklingen i de enkelte brancher – også brancher, som består af forskellige virksomhedstyper og dermed er placeret i forskellige sektorer. Hertil kommer, at den nye opgørelse af branchefordelt ind- og udlån fremover er månedlig mod tidligere kvartalsvis, og at brancheoplysningerne for udlån kombineres med valuta. Man kan fx nu følge pengeinstitutternes udlån til landbrug i schwei-

Pengeinstitutternes udlån til husholdninger fordelt på delsektorer og henholdsvis valuta (venstre) og oprindelig løbetid (højre)

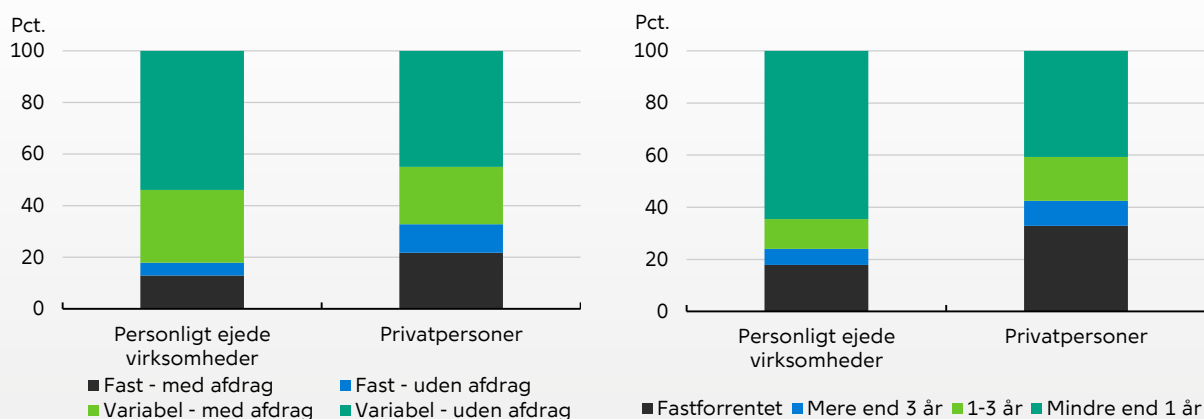
Figur 5



Anm.: Figuren er baseret på data for ultimo december 2013.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Realkreditinstitutternes udlån til husholdninger fordelt på delsektorer og henholdsvis rente- og afdragsprofil (venstre) og tid til næste rentefiksering (højre)

Figur 6



Anm.: Figuren er baseret på data for ultimo december 2013.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

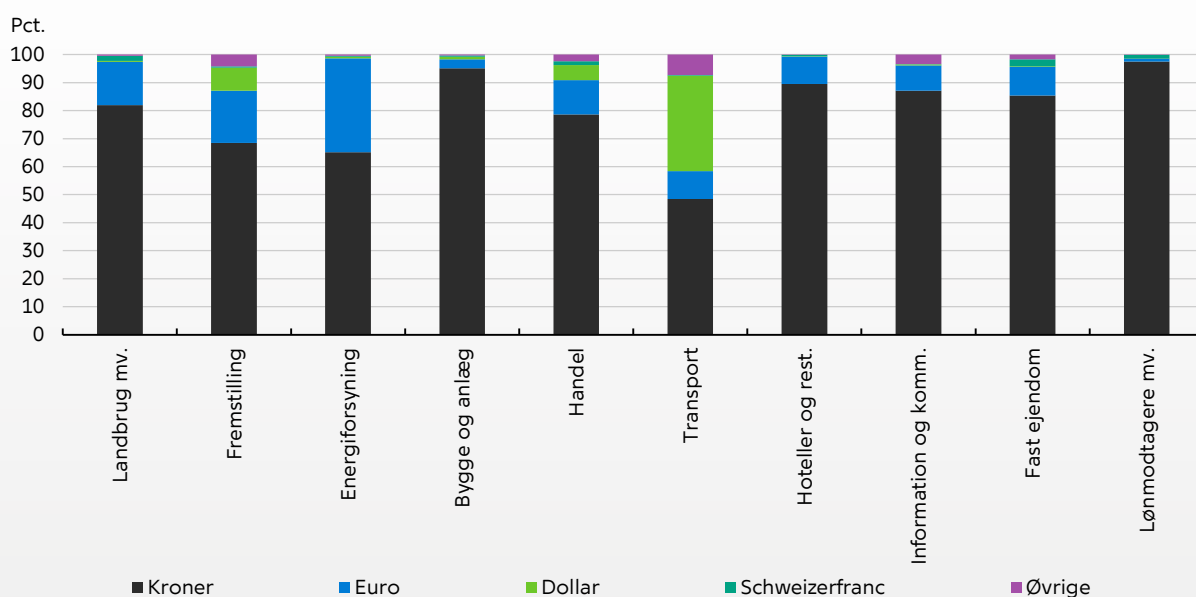
zerfranc – for alle landbrugsvirksomheder uanset selskabsform. Den nye opgørelse viser fx også, at især transportbranchen, der ofte er internationalt orienteret, er direkte eksponeret over for udenlandsk valuta – især dollar – mens bygge- og anlægsbranchen, der hovedsageligt er henvendt mod det indenlandske marked, har meget få lån i udenlandsk valuta, jf. figur 7.

LÅNSTØRRELSE OG REPOOPLYSNINGER I RENTESTATISTIKKEN

I den nye opgørelse er mulighederne for at følge udviklingen i renterne på udlån til erhverv forbedret, jf. figur 8. De to væsentligste forbedringer er en mere detaljeret opdeling af udlån i størrelseskategorier (op til og med 2 mio. kr., 2-7,5 mio. kr. og større end 7,5 mio. kr.) samt

Pengeinstitutternes udlån til udvalgte brancher fordelt på valuta

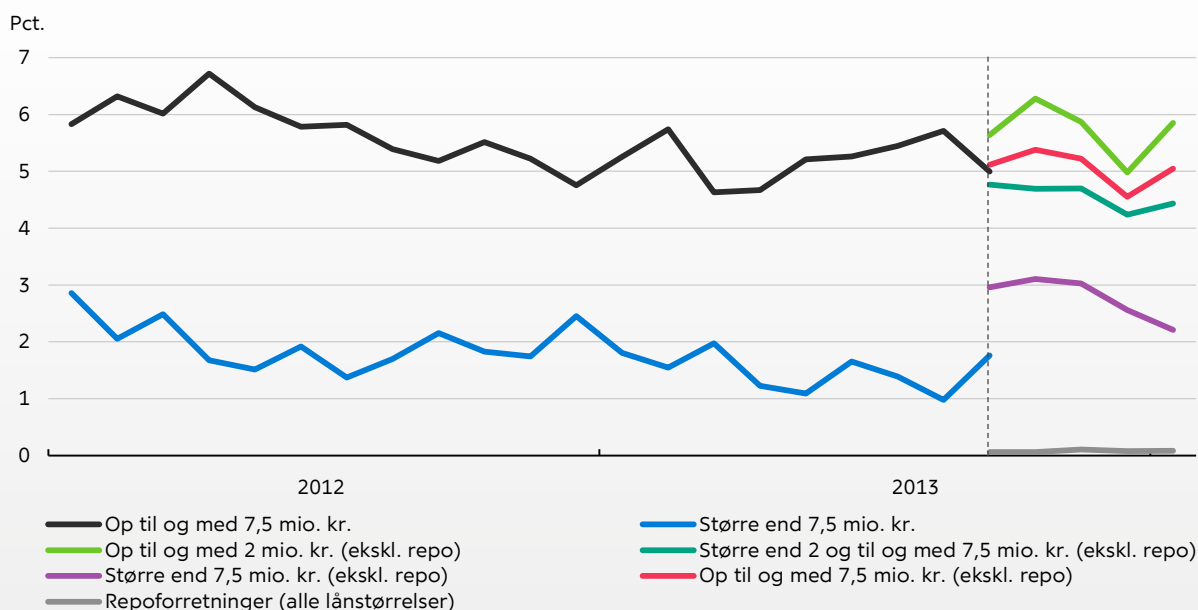
Figur 7



Anm.: Figuren er baseret på data for ultimo december 2013. Billedet af branchernes eksponering over for valutarisiko er ikke nødvendigvis præcist, da fx valutaswapaftaler enten kan øge eller mindske denne risiko.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Renten på nyudlån til erhverv fordelt på lånstørrelse

Figur 8



Anm.: Nyudlån omfatter månedens nye udlån og lån, hvor vilkårene er genforhandlet i løbet af måneden.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

bedre mulighed for at udskille repoforretninger (udlån med sikkerhed i værdipapirer), som hidtil har påvirket især renten på lån over 7,5 mio. kr.⁴ Der er især tre fordele ved at kunne udskille repoforretninger. For det første indgås de kun med store virksomheder, hvilket betyder, at det gennemsnitlige renteniveau inkl. repoforretninger ikke er repræsentativt for de fleste danske virksomheders lånerenter. For det andet giver det bedre muligheder for at analysere konkurrencesituationen i banksektoren, da der er store forskelle på, hvor stor en andel af udlånet hos den enkelte bank der udgøres af repoudlån. Med andre ord kan man nu i højere grad sammenligne renterne på relativt ens produkter på tværs af pengeinstitutter. For det tredje forbedres muligheden for at foretage internationale sammenligninger af renteniveauer, idet de store virksomheders repoforretninger i andre lande (fx Tyskland) ikke indgås med banker som modparter og dermed ikke indgår i statistikken for disse lande.

ANDRE VÆSENTLIGE ÆNDRINGER

Data for realkreditinstitutternes samlede realkreditudlån indsamles nu både til nominal værdi – som hidtil – og til markedsværdi. Realkreditlån er tæt forbundet med de bagvedliggende obligationer, så markedsværdien af lånene svarer til markedsværdien af obligationerne. Opgørelsen til markedsværdi er for inkonverterbare (dvs. de fleste variabelt forrentede) lån en bedre måde at opgøre låntagers restgæld, da det er det beløb, låntager skal betale for at indfri sit lån. Desuden svarer det til opgørelsen i realkreditinstitutternes regnskaber. Derfor benyttes markedsværdien fremover som den primære opgørelsesmetode, om end begge værdier er tilgængelige i Statistikbanken. Markedsværdien af realkreditlån er ca. 1-3 pct. højere end den nominelle værdi.

Derudover offentliggøres pengeinstitutternes indlånsoverskud på månedlig basis i Statistikbanken, herunder en serie hvor repoforretninger er udeladt. Koncentrationsindeks, som hidtil har været offentliggjort kvartalsvist, offentliggøres nu også månedligt.

Endelig er der, som omtalt i boks 2, nogle nye dimensioner, som ikke på nuværende tidspunkt er tilstrækkeligt kvalitetssikrede til, at de

⁴ Se Brian Liltoft Andreassen, Paul Lassenius Kramp og Andreas Kuchler, Pengeinstitutternes renter, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 4. kvartal 2012.

offentliggøres. Det er dog planen, at det vil ske, så snart kvaliteten anses for tilfredsstillende. Det drejer sig fx om nedbrydninger af udlån på, om rentesatsen på lånet følger udviklingen i en referencerente, og på omfanget af sikkerhedsstillelse bag lånene.

STATISTIKKENS TILGÆNGELIGHED

Med offentliggørelsen af den nye MFI-statistik er tabellerne i Statistikbanken tilpasset⁵. P.t. indeholder de nye tabeller kun data fra den nye statistik, og de gamle fra den tidligere, som ikke længere opdateres. Nationalbanken vil i den kommende tid arbejde på at overføre de gamle data til de nye tabeller. Det vil blive gjort trinvis:

- Først vil data for hovedserier fra før september 2013 blive overført til de nye tabeller. I den forbindelse vil der så vidt muligt blive korrigeret for databrud.
- Senere vil de resterende historiske serier – i det omfang de er tilgængelige – blive overført.
- Endelig vil de dimensioner, der endnu ikke er tilstrækkeligt kvalitetssikrede, blive tilføjet i Statistikbanken, efterhånden som datakvaliteten forbedres.

⁵ <http://nationalbanken.statistikbank.dk/statbank5a/default.asp?w=1280>