



Danmarks
Nationalbank

Kvartalsoversigt 1. kvartal

N
O
O
O

D A N M A R K S

N A T I O N A L

B A N K 2 0 0 6



KVARTALSOVERSIGT, 1. KVARTAL 2006

Det lille billede på forsiden viser Arne Jacobsens ur, "Bankers", der blev tegnet til Nationalbank-byggeriet.

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

Kvartalsoversigten er tilgængelig på Nationalbankens websted: www.nationalbanken.dk under publikationer. Kvartalsoversigten oversættes til engelsk.

Ansvarshavende redaktør: Jens Thomsen

Redaktør: Anders Møller Christensen

Redaktionen er afsluttet den 17. februar 2006.

Kvartalsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til:

Danmarks Nationalbank,

Informationssektionen,

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: info@nationalbanken.dk

www.nationalbanken.dk

Kvartalsoversigt – 2. kvartal 2006 planlægges offentliggjort 7. juni 2006.

Datagraf Auning A/S

ISSN 0107-1289

(Online) ISSN 1398-3857

Indhold

Seneste økonomiske og monetære udvikling	1
Udviklingen inden for realkredit: Markedet og markedsdeltagerne	21
Lars Jul Hansen, Handelsafdelingen og Jesper Ulriksen Thuesen, Kapitalmarkeds- afdelingen	
Der har været intensiv produktudvikling på det danske realkreditmarked, men uden ændring af den fundamentale indretning af det danske realkreditsystem. Udviklingen har haft og vil få konsekvenser for realkreditinstitutterne, marke- derne, investorerne og låntagerne.	
Udviklingen inden for realkredit: Husholdningernes forbrug	31
Lars Risbjerg, Økonomisk Afdeling	
Siden genindførslen af rentetilpasningslån i 1996 er der kommet yderligere pro- dukter inden for boligfinansiering, specielt afdragsfrie lån samt bankernes prio- ritetslån. I artiklen belyses, hvorledes denne udvikling kan påvirke husholdnin- gernes forbrug.	
Udenlandske banker i Danmark	41
Jakob Windfeld Lund, Kapitalmarkedsafdelingen og Kristine Rasmussen, Statistisk Afdeling	
Udenlandske banker i Danmark har – målt på nye balancedata – større markeds- andele end i de fleste andre EU-lande. For ind- og udlån inden for Danmarks grænser drejer dette sig primært om nordiske banker. Ikke-nordiske banker har dog større markedsandele for danske kunders internationale lån og kapitalmar- kedstransaktioner.	
Finansielle koncerner og konglomerater	57
Birgitte Bundgaard Madsen, Kapitalmarkedsafdelingen	
Dannelsen af finansielle koncerner og konglomerater er et naturligt led i udvik- lingen af det indre finansielle marked i EU. Konglomerater medfører særlige ty- per af risici. Udviklingen stiller nye krav til virksomhedernes ledelse, men også til regulering og tilsyn, herunder til internationalt tilsynssamarbejde.	
Kronevalutamarkedet	67
Kim Abildgren, Økonomisk Afdeling	
Artiklen beskriver de institutionelle forhold på kronevalutamarkedet. Omsæt- ningen udgør globalt set mere end 100 mia.kr. pr. bankdag. Fastkurspolitikken over for euro indebærer beskedne udsving i kronekursen og dermed snævrere spænd mellem købs- og salgskurser i kronevalutamarkedet end i andre valuta- markeder for de store deltagers vedkommende.	

Demografi, vækst og finansielle markeder.....	81
Erik Haller Pedersen, Økonomisk Afdeling	
Den demografiske udvikling vil i de kommende årtier bidrage til markante forskydninger i de globale økonomiske styrkeforhold. Det er herudover muligt, at demografien også vil øve indflydelse på renter, aktiekurser og boligpriser.	
Nils Bernsteins tale på Finansrådets årsmøde den 30. november 2005	97
Udgivne Working Papers	101
Pressemeddelelser	103
Tabelafsnit	

Seneste økonomiske og monetære udvikling

Oversigten vedrører perioden fra midten af november 2005 til midten af februar 2006

Væksten i verdensøkonomien var fortsat høj i 2. halvår 2005, selv om væksten i USA i 4. kvartal skuffede. Fremgangen var bredere funderet end tidligere, da der også var pæn vækst i euroområdet og Japan.olieprisen steg markant i begyndelsen af september i kølvandet på en voldsom orkan i Den Mexicanske Golf, og niveauet er, trods et efterfølgende dyk, fortsat højt, omkring 60 dollar pr. tønde. Sammen med den robuste vækst har det medført øget bekymring for stigende inflation. Det affødte stramning af pengepolitikken i bl.a. euroområdet samt i USA, hvor serien af renteforhøjelser fortsatte.

DE INTERNATIONALE FINANS- OG RÅVAREMARKEDER

Styrkelsen af den amerikanske dollar over for euroen gennem 2005 opførte sidst på året, og dollaren er siden svækket lidt igen til 1,19 dollar pr. euro midt i februar. Det er ca. 10 pct. stærkere end for et år siden. Der har været en tilsvarende udvikling over for den japanske yen.

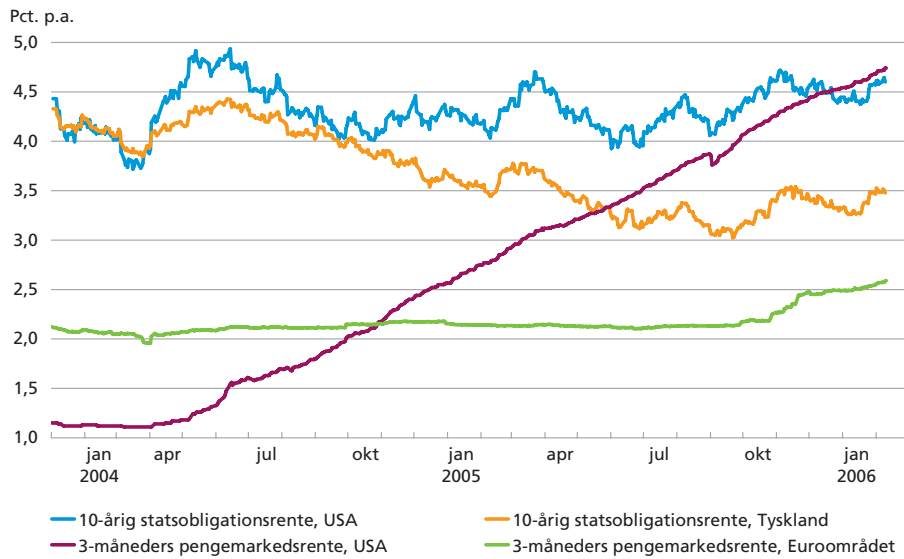
Den 10-årige statsobligationsrente i USA har gennem det seneste år bevæget sig omkring et niveau på 4,25 pct., jf. figur 1. Sammenholdt med den fortsatte stramning af pengepolitikken og dermed stigende korte renter har dette medført en markant udfladning og på det seneste invertering af rentekurven, da 3-måneders pengemarkedsrenten siden årsskiftet har ligget over den lange rente. Den lange rente i Tyskland har siden sommeren bevæget sig parallelt med den amerikanske, men på et niveau ca. et procentpoint lavere, og udfladningen af rentekurven er her mindre udtalt, da de korte renter er steget mindre.

Set i et historisk perspektiv har den lange rente reageret meget afdæmpet på den stærke konjunktur. Det afspejler, at forventningerne i markedet hidtil har været, at inflationen forbliver moderat også på mellemlangt sigt. Der er generelt meget få konkrete tegn på afledte effekter på lønningerne af den høje oliepris.

Olieprisen kom op på næsten 70 dollar pr. tønde (Brent) i begyndelsen af september i kølvandet på en voldsom orkan i Den Mexicanske Golf,

KORTE OG LANGE RENTER I USA OG EUROOMRÅDET

Figur 1



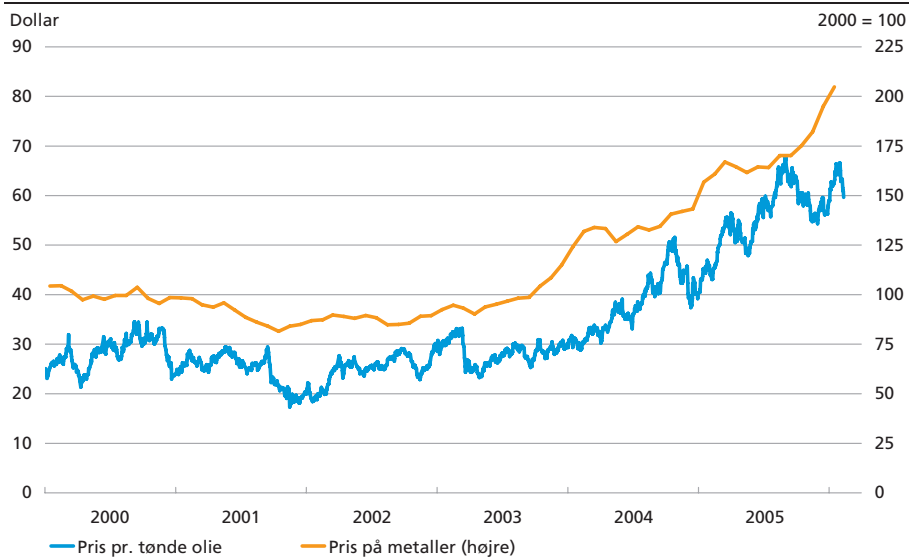
Kilde: Danmarks Nationalbank.

der ødelagde produktionsanlæg og raffinaderier i området. Efterfølgende faldt olieprisen igen, og var midt i februar 60 dollar pr. tønde, jf. figur 2.

Aktiemarkederne, især uden for USA, har udvist pæne stigninger. Det danske OMXC20-indeks er steget 30 pct. i løbet af det seneste år og er

RÅVAREPRISER I US-DOLLAR

Figur 2



Kilde: IMF og EcoWin.

blandt de aktieindeks, der har klaret sig bedst, dog ikke i den seneste måned.

Guldprisen er steget kraftigt, og prisen var midt i februar på det højeste niveau siden 1981 målt i dollar. En grund kan være, at flere, bl.a. hedge fonde, er begyndt at investere i guld i forventning om fortsatte prisstigninger. En anden grund er væksten i verdensøkonomien, der generelt har øget efterspørgslen efter metaller til industrielt brug. Sammenlignet med udviklingen i prisen på andre metaller er den seneste stigning i guldprisen ikke markant. Også for mange andre råvarer har priserne været for kraftigt opadgående.

DEN INTERNATIONALE ØKONOMISKE UDVIKLING

USA

Den amerikanske økonomi voksede kun med 0,3 pct. i 4. kvartal. Det var lavere end i de forudgående kvartaler og mindre end forventet (konsensus). Udviklingen kan antageligt tilskrives midlertidige forhold så som et fald i bilkøbet efter et stærkt 3. kvartal, lavere forsvarsudgifter og effekterne af efterårets voldsomme orkaner. Den amerikanske økonomi har tidligere vist sig meget robust, så der er ikke grund til at tro, at økonomien står umiddelbart over for en lavvækstperiode, jf. boks 1. I henhold til 4. kvartal 2004 er væksten således 3,1 pct.

Boligprisernes fortsatte stigning har været den væsentligste enkeltfaktor bag det amerikanske opsving de senere år. På nationalt plan er ejendomspriserne næsten fordoblet siden 1995. Stigningen kan i vid udstrækning forklares med fundamentale økonomiske forhold som lav rente, stigende disponible indkomster og moderat ledighed. De seneste måneder har der dog været spredte tegn på, at boligmarkedet er ved at kølnes af. Priserne i visse områder er fladet ud og liggetiderne for nye huse øget. Udviklingen følger stramningen af pengepolitikken siden midten af 2004.

Store kapitalgevinster på først og fremmest boliger, men også aktier og obligationer, har de senere år været medvirkende til fortsat lavere opsparing ud af disponibel indkomst i husholdningerne. Samtidig er der, trods en mærkbar forbedring i finansåret 2004-05, et betydeligt underskud på det føderale budget, som ydermere ser ud til at blive forværret igen i indeværende finansår, bl.a. som følge af katastrofehjælp efter efterårets orkaner. Resultatet er, at uligevægten over for omverdenen har nået nye højder med et handelsbalanceunderskud på over 6 pct. af BNP i 2005. Da USA udgør omkring en tredjedel af verdensøkonomien (ikke købekraftskorrigeret), lægger et sådant underskud beslag på en stor del af verdens opsparing. Det nok vigtigste forhold for verdensøko-

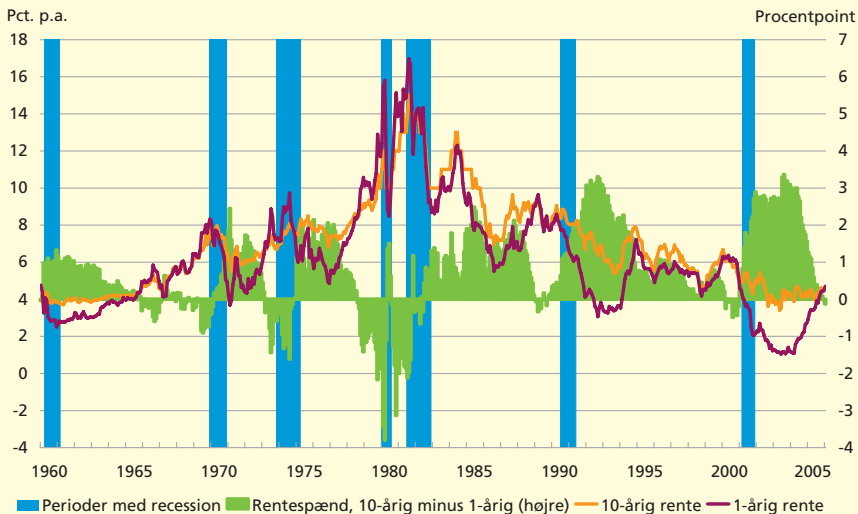
RENTEKURVENS HÆLDNING OG RECESSIONER I USA

Boks 1

Spændet mellem den 1-årige og den 10-årige amerikanske statsobligationsrente er siden januar 2004 indsnævret fra 250 basispoint til 0 basispoint. Sådanne udfladninger af rentekurven er tidligere gået forud for økonomiske recessioner¹. Forud for fem af seks recessioner i USA siden 1970 var der således en markant udfladning af rentekurven, jf. figur 3. Det afspejler bl.a., at pengepolitikken typisk må strammes under en højkonjunktur for at presse den aktuelle og den forventede inflation ned, og først kan lempes igen, når økonomien er kølnet af.

RENTEKURVENS HÆLDNING OG RECESSIONER I USA

Figur 3



Både den faktiske inflation og inflationsforventningerne er i dag lave trods højkonjunktoren. I tidligere højkonjunkturer har man typisk set en drift opad i den forventede inflation og dermed i den lange rente. Samtidig er realrenten forholdsvis lav. På afgørende punkter adskiller situationen i dag sig således fra tidligere, så der er gode grunde til, at udfladningen af rentekurven denne gang formodentlig ikke følges af en recession.

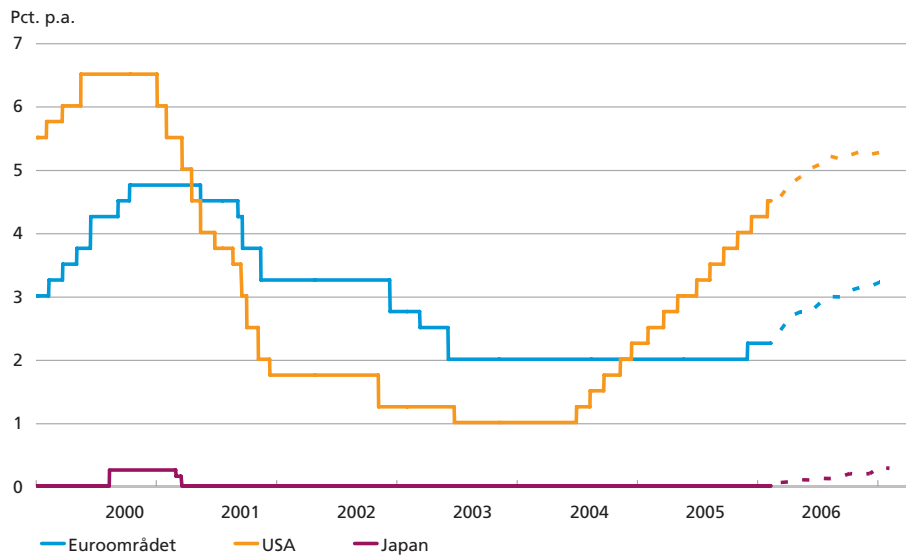
¹ Der er anvendt NBERs officielle datering af recessionerne, jf. www.nber.org.

nomien i tiden fremover er, hvordan og hvor hastigt de amerikanske økonomiske ubalancer bliver nedbragt, da de ikke er holdbare på langt sigt. Øget vækst i Europa og Japan kan bidrage, men ikke i sig selv løse uligevægten. Dertil kræves en højere amerikansk opsparing.

Forbrugerprisindekset steg med 3,4 pct. år-til-år i december. Kerneinflationen er stabil på et niveau omkring 2 pct., og der er ikke tegn på afledte effekter af stigningerne i priserne på olie og andre råvarer. De seneste tal for lønningerne viste dog en stærkere stigning end hidtil. Arbejdsløsheden er ca. 5 pct.

PENGEPOLITISKE RENTER

Figur 4



Anm.: For euroområdet: Minimumsbudrenten, for USA: Fed funds target rate, for Japan: Udlånsrenten. De stiplede linjer viser implicitte forwardrenter beregnet ud fra spotrenter. Disse indeholder løbetids- og kreditpræmier og overvurderer derfor markedets forventning til den fremtidige pengepolitiske rente.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Den amerikanske centralbank, Federal Reserve, har hævet renten med 25 basispoint på hvert af de sidste 14 møder i den pengepolitiske komite, FOMC. Ved mødet i januar kom den toneangivende pengepolitiske rente, fed funds rate, op på 4,5 pct., jf. figur 4. I pressemeddelelsen i forbindelse med mødet i FOMC forudses, at yderligere stramninger kan blive nødvendige. Forventningen i de finansielle markeder er, at Federal Reserve hæver renten med yderligere 25 til 50 basispoint i 2006.

Euroområdet

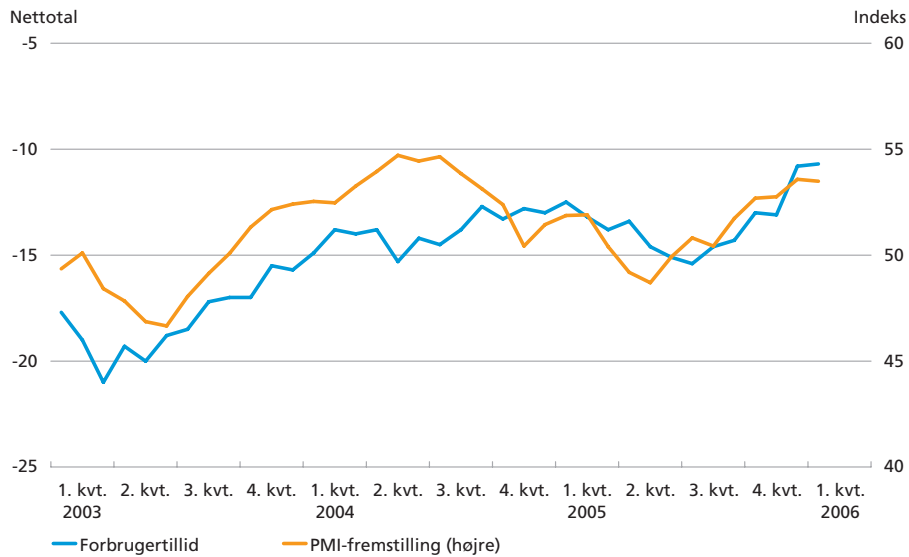
Det spæde opsving i euroområdet fortsatte i 4. kvartal med en kvartalsvækst på 0,3 pct. I Tyskland var der nulvækst. Det svage punkt var det tyske privatforbrug, der fortsat lå underdrejet. Et stærkere og mere selv bærende opsving i euroområdet vil kræve en kraftigere forbrugsudvikling i Tyskland, hvilket forudsætter et stemningsskift blandt forbrugerne. Der er visse tegn på, at et sådan skifte er undervejs, men der har i Tyskland tidligere været tegn på fremgang, som så alligevel ikke blev til noget.

Indikatorer, bl.a. forbrugertillid samt PMI-indekset over virksomhedstillid, jf. figur 5, tyder på, at den positive tendens i euroområdet varer ved, og der ventes en vækst på omkring 2 pct. i indenværende år.

Den tyske koalitionsregering har fremlagt et detaljeret regeringsgrundlag, som skal søge at løse problemerne med lav vækst og et bety-

FORBRUGER- OG VIRKSOMHEDSTILLID I EUROOMRÅDET

Figur 5



Anm.: PMI-indekset viser virksomhedstillid. Et tal over 50 angiver ekspansion og under 50 kontraktion.
Kilde: EcoWin.

deligt budgetunderskud, der sætter snævre grænser for mulighederne for stimulering af økonomien via finanspolitikken. Budgetunderskuddet ventes i 2006 for femte år i træk at overskride 3 pct. af BNP, men regeringen sigter mod et underskud under 3 pct. af BNP i 2007.

Blandt tiltagene i regeringsgrundlaget er en generel forhøjelse af momsen fra 16 til 19 pct. fra januar 2007, hvilket forventes at forbedre de offentlige finanser med ca. 1 pct. af BNP. Annonceringen af momsforhøjelsen kan via fremrykning af forbrug være med til at stimulere økonomien i indeværende år. Spørgsmålet er imidlertid, om det er tilstrækkeligt til at få gang i erhvervsinvesteringerne og dermed mere varigt at få væksten op.

Af mere langsigtede tiltag bør nævnes en planlagt forhøjelse af pensionsalderen fra 2012 med en måned pr. år, hvorved den i 2035 vil være 67 år.

Ledigheden i euroområdet er faldet støt igennem 2005, men steg lidt i december til 8,4 pct. I nogle måneder var faldet særlig stærkt i Tyskland, men fra et højt niveau. I januar steg arbejdsløsheden i Tyskland igen. Beskæftigelsen i Tyskland er påvirket af, at landet siden 2001 har mistet næsten 2 millioner fuldt socialforsikringspligtige jobs, men beskæftigelsen er kun faldet med en fjerdedel heraf. Årsagen er flere ansatte i støttet beskæftigelse under betegnelser som "1 euro jobs", "minijobs" m.m. Faldet i antallet af reelle jobs udhuler finansieringen af de sociale kasser og hæmmer forbrugsvæksten.

Fem eurolande, herunder Tyskland, Frankrig og Italien, vil igen i 2006 have betydelige underskud på de offentlige budgetter og ventes at ligge over de 3 pct. af BNP, der er grænsen i traktaten. Udsigterne til stærkere vækst i euroområdet øger mulighederne for at få underskuddet på de offentlige finanser bragt ned, hvilket bør udnyttes. En mere varig forbedring kan dog ikke blot baseres på konjunkturudviklingen, men kræver tiltag af mere strukturel art, da landene i endnu højere grad end Danmark står over for en demografisk udfordring med stadigt flere alderspensionister og stadigt færre i arbejdsstyrken de kommende årtier.

Forbrugerpriserne målt ved HICP-indekset steg 2,4 pct. i januar. Det er højere end i begyndelsen af 2005, men lidt lavere end i efteråret. Forløbet afspejler i høj grad udviklingen i energipriserne. Kerneinflationen målt ved HICP-indekset ekskl. fødevarer, energi, alkohol og tobak lå uændret omkring 1,5 pct. i januar. Det underliggende inflationspres i euroområdet er dermed moderat, en konklusion, der understøttes af afdæmpede lønstigninger.

Den Europæiske Centralbank, ECB, satte den 1. december minimumsbudrenten op med 25 basispoint til 2,25 pct., den første renteændring i 2½ år. Forhøjelsen skal ifølge ECB ses som et led i bestræbelserne på at holde de mellemfristede inflationsforventninger i ave samtidig med, at pengepolitikken vedbliver at understøtte væksten i økonomien.

Asien

Den japanske økonomi voksede med 4,2 pct. år-til-år i 4. kvartal, hvilket er noget højere end i de forudgående kvartaler. Arbejdsmarkedet er i bedring med stigende beskæftigelse og faldende ledighed. Pengepolitikken er stærkt ekspansiv, og der er et betydeligt underskud på de offentlige budgetter.

Jordpriserne i Tokyo stabiliserede sig i 2005 efter femten års fald, et tegn på, at Japan kan være på vej ud af den deflation, som har kendetegnet økonomien i flere år. I takt med dette nærmer tidspunktet sig for en afslutning på nulrentepolitikken. Den japanske centralbank har tilkendegivet, at man ikke vil sætte renten op, før kerneinflationen er blevet vedvarende positiv. Banken finder det i stigende grad sandsynligt, at det vil ske i løbet af finansåret 2006-07¹. Kerneinflationen var i december 0,1 pct.

Den kinesiske økonomi voksede uændret med knap 10 pct. år-til-år i 4. kvartal. Fortsætter væksten på dette niveau, vil BNP i mængder fordobles på bare syv år. Væksten i den indenlandske efterspørgsel tiltog igen efter en afdæmpning i 1. halvår 2005.

¹ Bank of Japan, Outlook for Economic Activity and Prices, October 2005.

Det kinesiske handelsoverskud blev tredoblet i 2005 i forhold til årene før. Modstykket var en fortsat vækst i de kinesiske valutareserver, der ved årets udgang var på 820 mia.dollar svarende til 45 pct. af det kinesiske BNP. Valutareserven er hovedsageligt investeret i amerikanske statspapirer.

UK

Økonomien er inde i en periode med stabil, men afdæmpet vækst. BNP steg med 1,7 pct. år-til-år i 4. kvartal. Væksten i privatforbruget var moderat som følge af en afdæmpet udvikling i boligpriser og disponible indkomster. Stigningstakten i kontantpriserne kom i begyndelsen af indeværende år ned under 5 pct. p.a. efter en overgang at have været over 25 pct. p.a. Udviklingen skal bl.a. ses på baggrund af, at pengepolitikken blev strammet gennem 2003 og 2004 med i alt 125 basispoint til 4,75 pct. Det har lagt en dæmper på den stærke vækst i huspriserne. Den pengepolitiske rente er holdt uændret de seneste måneder efter en nedsættelse til 4,50 pct. i august sidste år.

UK har ubalancer i økonomien. Handelsunderskuddet er stort og stigende, og underskuddet på de offentlige finanser var sidste år 3,3 pct. af BNP. Noget tilsvarende forventes i år.

Inflationen i UK var 1,9 pct. i januar og lå dermed tæt på regeringens målsætning for pristigningstakten. For 2005 under ét var den gennemsnitlige inflation 2,1 pct., hvilket er det højeste niveau siden 1997. Kerneinflationen var en smule lavere, og der er ikke tegn på afledte effekter på lønningerne af stigningen i energipriserne. Kursen på pund sterling over for euro har været uændret det seneste halve år, mens den effektive pundkurs er faldet en smule.

Sverige

Efter en midlertidig svækkelse i 1. halvår 2005 voksede den svenske økonomi igen stærkt i 3. kvartal med en årsvækst i det reale BNP på 3,4 pct. Både den indenlandske efterspørgsel og eksporten bidrog positivt til BNP-væksten. Der er udsigt til, at den høje vækst vil fortsætte i indeværende år, bl.a. som følge af en stærk ekspansiv penge- og finanspolitik. Samtidigt stiger huspriserne stærkt. Hertil kommer en svækkelse af den svenske krone i det seneste års tid, hvilket på kort sigt styrker konkurrenceevnen og lægger yderligere pres på kapaciteten. Den effektive svenske kronekurs var midt i februar knap 10 pct. under niveauet et år tidligere. Kursen over for den danske krone var midt i februar igen under 0,80 dansk krone pr. svensk krone.

Den høje vækst er hidtil ikke rigtig smittet af på arbejdsmarkedet, hvor der kun spores en svag bedring. Arbejdsløsheden er over det sene-

ste år kun faldet svagt til 5,4 pct. i december. Antallet af ledige jobs fortsætter dog med at stige. Inflationen målt med KPI-indekset var med 0,6 pct. år-til-år i januar stadig under Sveriges Riksbanks målzone på 1-3 pct. Lønstigningerne er heller ikke alarmerende.

Som følge af udsigt til fortsat høj aktivitet fandt Riksbanken det nødvendigt at sætte den retningsgivende pengepolitiske rente op med 50 basispoint ad to omgange i de første måneder af 2006 til 2,0 pct. Den 10-årige statsobligationsrente lå midt i februar på 3,4 pct.

Norge

Væksten i den norske økonomi er fortsat høj. BNP på fastlandet voksede med 3,1 pct. år-til-år i 3. kvartal. Væksten forventes fastholdt de efterfølgende kvartaler.

Den underliggende inflation målt ved Norges Banks foretrukne inflationsmål (KPI-JAE-indekset), der er ekskl. energi og afgifter, ligger stadig et godt stykke under inflationsmålet på 2,5 pct. Styrenten har ligget uændret de seneste måneder efter en forhøjelse i begyndelsen af november med 25 basispoint til 2,25 pct.

UDVIKLINGEN PÅ DE DANSKE FINANSIELLE MARKEDER

Kronen har i perioden ligget tæt på centralkursen i ERM2 på 7,46038 kroner pr. euro.

Nationalbanken fulgte 1. december ECBs renteforhøjelse og satte udlånsrenten op med 25 basispoint til 2,40 pct. Diskonto og foliorenten blev ligeledes sat op med 25 basispoint til 2,25 pct. Forhøjelserne var ventet i markedet og gav ikke anledning til nævneværdige markedsreaktioner.

I januar intervererede Nationalbanken ikke i valutamarkedet, og valutareserven var ultimo januar 213,1 mia.kr. I den første del af februar var der til gengæld en udstrømning af valuta knyttet til bl.a. institutionelle investorers køb af udenlandske aktier og andre værdipapirer, og den 17. februar blev udlånsrenten sat op med 10 basispoint til 2,50 pct. Diskontoen og foliorenten forblev uændret.

Efter en stigning på 50 basispoint i efteråret er den 10-årige statsobligationsrente faldet en smule siden november til omkring 3,5 pct. midt i februar. 3-måneders renten (usikret) steg med 7 basispoint efter Nationalbankens renteforhøjelse til 2,7 pct. Spændet mellem de korte og de lange renter er generelt indsnævret over det seneste år også herhjemme.

Rentespændet mellem Danmark og euroområdet er siden sommeren 2004 blevet indsnævret både for de korte pengemarkedsrenter og de lange obligationsrenters vedkommende. Siden maj 2005 har det 10-årige rentespænd været borte, dvs. renten i Danmark har ligget på samme

VALUTAKURSSAMARBEJDET ERM2

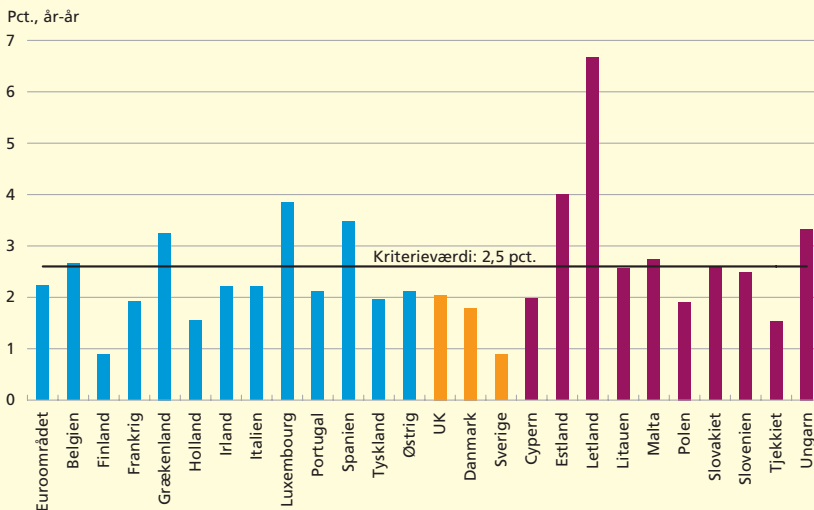
Boks 2

Med virkning fra 28. november 2005 indtrådte Slovakiet i EUs valutakurssamarbejde, ERM2. Centralkurs og udsvingsbånd for den slovakiske koruna er fastlagt i forhold til euro, jf. tabel 1. Slovakiet har de senere år styret pengepolitikken efter en inflationsmålsætning samt styret flydning (managed float) af korunaen med euroen som referencevaluta.

Optagelsen af Slovakiet medførte ingen ændringer i centralkurs, udsvingsbånd og øvrige vilkår for den danske krone i ERM2. Heller ikke for de øvrige deltagere skete der nogen ændringer. Forpligtelsen til intervention, hvis en deltagervaluta bevæger sig ud på en af udsvingsgrænserne, påhviler alene det pågældende lands centralbank og ECB. De øvrige deltagerlande har ingen interventionsforpligtelse.

INFLATIONEN I EU-LANDENE, DECEMBER 2005

Figur 6



Anm.: Inflationen er beregnet som en år-til-år stigning i et 12-måneders glidende gennemsnit af HICP-indekset over de foregående 12 måneder. Kriterieværdien er fastlagt som gennemsnittet af inflationen i de tre lande med lavest inflation tillagt 1,5 procentpoint. "Kriterieværdi" er den øvre grænse for inflationen i henhold til den opgørelse af inflationskriteriet, som tidligere har været benyttet ved vurdering af konvergens.

Kilde: Eurostat.

niveau som renten i euroområdet. Rentespændet er tæt på nul langs hele rentekurven op til 10 år. Sammenholdt med, at kronen fortsat ligger meget tæt på centralkursen, kan det tages som udtryk for stor tillid til den stærke danske økonomi og til fastkurspolitikken.

Sidst i november blev Slovakiet medlem af ERM2-valutakurssamarbejdet, jf. boks 2.

De positive konjunkturer for dansk økonomi afspejler sig i de finansielle balancer. Væksten i udlån til husholdninger og erhverv fra penge- og realkreditinstitutter har i sidste del af året ligget omkring 14 pct. målt år-til-år, jf. figur 7. Det er den højeste udlånsvækst siden midten af 1980'erne. En del af midlerne er benyttet til pensionsopsparing.

FORTSAT

Boks 2

Med Sloakiets indtræden var der medio februar 2006 i alt otte lande i ERM2-samarbejdet. Estland, Litauen og Slovenien har om få måneder været medlem af ERM2-samarbejdet i 2 år, hvilket er en af betingelserne for at kunne deltage i den fælles valuta, euroen. Cypern, Letland og Malta indtrådte i ERM2 2. maj 2005.

For at blive medlem af den fælles valuta skal et land ud over 2 års medlemskab af ERM2-samarbejdet opfylde fire såkaldte konvergenskriterier, der stiller krav til hvad inflation, lang nominel rente, budgetunderskud og offentlig gæld, de to sidstnævnte i pct. af BNP, må være. Estland, Litauen og Slovenien skal konvergensvurderes i 1. halvår 2006. Navnlig Estland kan få problemer med inflationskriteriet, jf. figur 6. En af årsagerne er, at energi typisk vejer tungere i forbrugerprisindekset i lavindkomstlandene i EU end i de mere velstående EU-lande.

En række lande, herunder Polen og Ungarn, har for store budgetunderskud. For mange af de nye EU-lande er der således endnu et stykke vej at gå, før de kan indføre euroen.

CENTRAALKURS OG UDSVINGSBÅND I ERM2

Tabel 1

National valuta pr. euro	Øvre grænse	Centralkurs	Nedre grænse	Udsvingsbånd i pct.
Danske kroner	7,62824	7,46038	7,29252	+/- 2,25
Estiske kroon	17,9936	15,6466	13,2996	+/- 15
Cypriotiske pund	0,673065	0,585274	0,497483	+/- 15
Lettiske lats	0,808225	0,702804	0,597383	+/- 15
Litauiske litas	3,97072	3,45280	2,93488	+/- 15
Maltesiske lira	0,493695	0,429300	0,364905	+/- 15
Slovenske tolar	275,586	239,640	203,694	+/- 15
Slovakiske koruna	44,2233	38,4550	32,6868	+/- 15

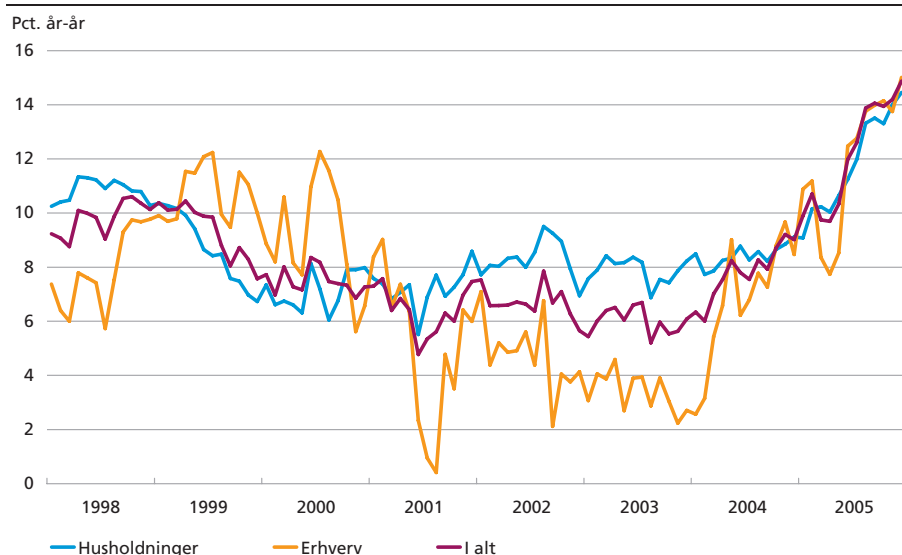
Anm.: Flere lande opretholder selvvalgte snævrere udsvingsbånd.

Væksten i pengeinstitutternes udlån til boligformål har med ca. 40 pct. i december været særlig stærk. Væksten har modstykke i en betydelig stigning i indlån i pengeinstitutterne fra husholdningerne siden efteråret 2004. Det afspejler konstruktionen i bankernes såkaldte prioritetslån, hvor der samtidig med et lån mod sikkerhed i boligen oprettes en indlånskonto på lånets pålydende værdi. Disse midler anvendes ikke nødvendigvis med det samme og giver dermed en stigning i indlånene og dermed pengemængden (M2), der er steget 15 pct. det seneste år.

Nationalbanken foretog pr. 2. januar 2006 en mindre ændring af rammerne for de pengepolitiske modparterers indskud på folio. Niveauet for den samlede folioramme blev forhøjet fra ca. 20 mia.kr. til ca. 25 mia.kr. En stor del af forøgelsen skyldes, at de enkelte modparter nu af forenklingshensyn får tildelt en standardramme, der i mange tilfælde er større end de mindre modparterers tidligere rammer. Forhøjelsen af den samlede folioramme skal desuden ses i lyset af den generelle økonomiske udvik-

UDLÅN FRA PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTER

Figur 7



Kilde: Danmarks Nationalbank.

ling siden den seneste justering af foliorammerne i 2003. Ingen modparter fik reduceret deres folioramme i forbindelse med ændringen. Foliorammesystemet er beskrevet i boks 3.

DANSK ØKONOMI

Overordnet

Det økonomiske opsving er fortsat for fuld kraft. Fremgangen er i de seneste kvartaler blevet bredere funderet i takt med, at eksportvæksten er øget, mens fremgangen i den indenlandske efterspørgsel er fortsat med uformindsket styrke. Det øger risikoen for, at økonomien løber ind i kapacitetsproblemer. Arbejdsmarkedet er tydeligvis blevet strammere, men hidtil uden accelererende lønninger generelt i henhold til Dansk Arbejdsgiverforenings lønstatistik. Der er solide overskud på både de offentlige finanser og betalingsbalancens løbende poster, så Danmark har ikke de samme balanceproblemer som en del andre lande, herunder USA. Hovedrisikoen er en overophedning af økonomien, der kan afspore opsvinget, jf. boks 4.

Økonomisk aktivitet, arbejdsmarked og finanspolitik

BNP i mængder voksede i 3. kvartal med 1,4 pct. I forhold til samme kvartal året før var væksten knap 5 pct. En så høj vækst i et enkelt kvartal er ikke set siden 1994 i kølvandet på den såkaldte kick-start. Den-

BESKRIVELSE AF FOLIORAMMESYSTEMET ¹	Boks 3
I 1999 indførtes et samlet loft (en ramme) for de pengepolitiske modparterers indskud på folio ved dagens slutning (dvs. ved udgangen af det pengepolitiske døgn kl. 15.30). Den samlede ramme er ca. 25 mia.kr. og er fordelt på foliorammer til de enkelte modparter. Standardfoliorammen for de enkelte modparter er på 100 mio.kr. Modparter med stor aktivitet på pengemarkedet, og som derfor er hovedbidragsyderne til en smidig likviditetsudveksling, har et tillæg til standardrammen. Foliorammerne¹ er først bindende, hvis modparternes samlede indskud på folio overstiger den samlede ramme. De enkelte pengepolitiske modparter kan overskride deres individuelle ramme, så længe den samlede ramme ikke er overskredet. Indskud, der overstiger de individuelle rammer, forrentes også med foliorenten, så længe den samlede folioramme ikke er overskredet. Ved overskridelse af den samlede ramme ved dagens slutning vil indskud over de individuelle rammer blive konverteret til indskudsbeviser. Konverteringen vil ske i indskudsbeviset med den længste restløbetid. Det har indtil nu ikke været nødvendigt at foretage konvertering af indskud på folio til indskudsbeviser. Formålet med foliorammerne er at sikre, at der ikke opbygges store indskud på folio, som kan anvendes til spekulation i rente- og valutakursændringer, hvis der er pres på kronen. Foliorammerne bidrager desuden til at sikre et velfungerende pengemarked, idet modparterne tilskyndes til at udveksle likviditet indbyrdes. Nationalbanken sikrer via ekstraordinære operationer i indskudsbeviser, at foliorammerne ikke udgør et problem for den daglige betalingsafvikling. Hvis der i løbet af en dag er tegn på, at indskuddet på folio ved dagens slutning vil overstige den samlede folioramme, vil Nationalbanken normalt åbne for salg af indskudsbeviser. Herved kan modparterne tilpasse deres indestående på folio, så den samlede folioramme ikke overskrides.	

¹ De aktuelle foliorammer kan ses på Nationalbankens websted (www.nationalbanken.dk).

gang begyndte opsvinget dog efter syv års lavkonjunktur fra et langt lavere niveau med høj ledighed og et underdrejet boligmarked.

Væksten i 3. kvartal blev trukket af såvel privat som offentligt forbrug samt investeringer, og for tredje kvartal i træk voksede eksporten hurtigere end importen. Det afspejler en højere vækst hos vore handelspartnere, især euroområdet, men også en indhentning af nogle af de markedsandele, som er tabt siden 2002.

Hovedparten af de økonomiske indikatorer som detailomsætning, bil salg og forbrugerforventninger peger mod en fortsat vækst. Konjunkturindikatoren for byggeri fortsatte sin stigning, mens indikatorerne for industri- og servicesektoren faldt en smule sidst på året. Industriens produktion steg markant mod årsskiftet.

Beskæftigelsen opgjort på basis af ATP-indberetninger steg med 8.500 personer i 3. kvartal, en tendens der på baggrund af udviklingen i arbejdsløshedstallene og andre indikatorer for dansk økonomi må forventes at fortsætte i 4. kvartal. Væksten er hovedsagelig sket i den private

RISIKOEN FOR OVEROPHEDNING AF DANSK ØKONOMI

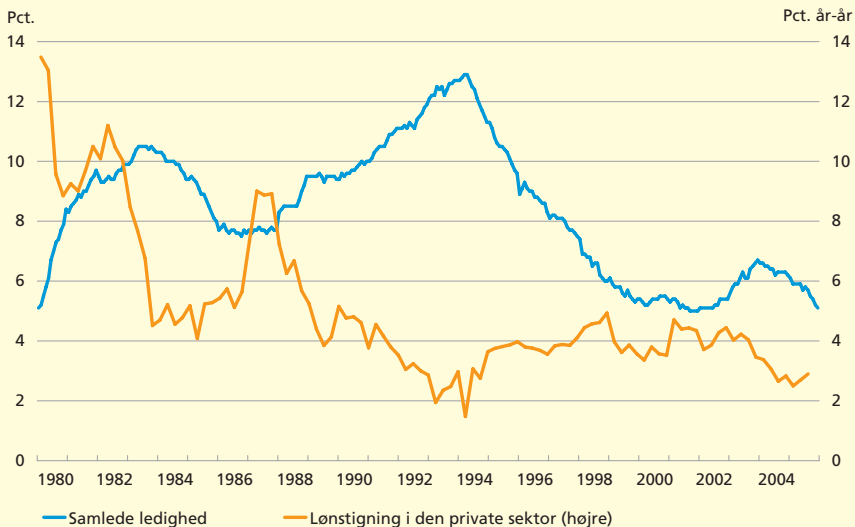
Boks 4

Lønstigningstakten herhjemme har ligget stabilt de seneste kvartaler, kun lidt over udlandets. Alligevel er der risiko for overophedning, idet den stærke vækst i den danske økonomi og det fortsatte fald i ledigheden øger risikoen for kapacitetsproblemer.

De relativt moderate lønstigninger, konjunktoren taget i betragtning, jf. figur 8, skal ses på baggrund af endnu lavere lønstigninger i både euroområdet og Asien. Virksomhederne og deres ansatte møder således en stærk udenlandsk konkurrence. Det gælder i dag også i et vist omfang bygge- og anlægsbranchen, som traditionelt har været hjemmemarkedsorienteret og meget konjunkturfølsom. Sammenlignet med tidligere er arbejdsmarkedet i dag generelt mere fleksibelt, bl.a. som følge af arbejdsmarkedsreformerne op gennem 1990'erne, samt en mere decentral løndannelse. Det spiller givet også en rolle, at det danske lønniveau er blandt de absolut højeste i verden i hvert fald for industriarbejdere, hvor der findes en sammenlignelig statistik¹. Lønreaktionen på konjunkturerne sker dog typisk først med en betydelig forsinkelse.

ARBEJDSLØSHED OG LØNSTIGNINGSTAKT

Figur 8



Kilde: Danmarks Statistik og Dansk Arbejdsgiverforening.

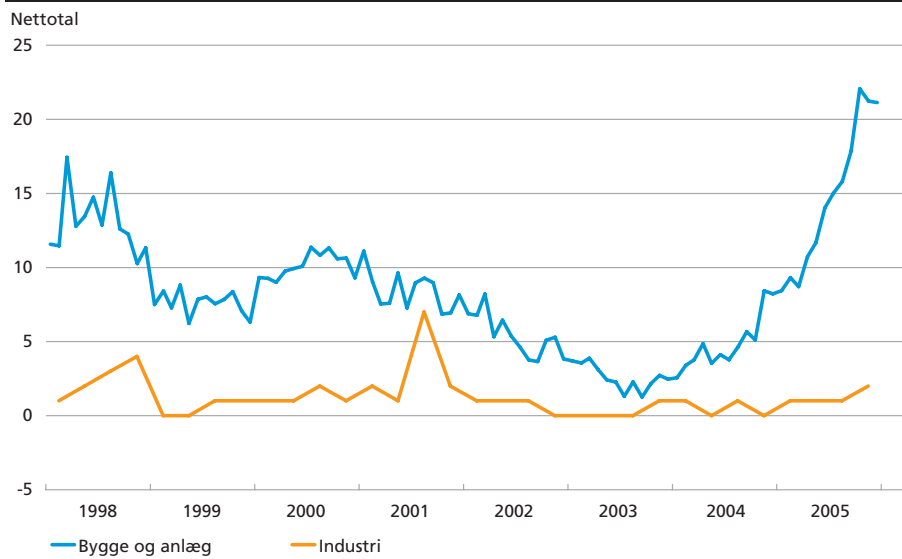
Hvis lønnen kun i begrænset omfang reagerer på den stærke vækst, vil det have den positive konsekvens, at de konkurrenceudsatte erhverv skal bære en mindre del af tilpasningsbyrden ved et stramt arbejdsmarked end i tidligere højkonjunkturer. Til gengæld øges risikoen for, at forbrugs- og investeringskvoten, dvs. mængdestørrelser, samt boligpriser kommer for højt op og efterfølgende falder tilbage. Imidlertid er hverken forbrugs- eller investeringskvoten aktuelt på noget alarmerende højt niveau. Kan de lave lønstigninger fastholdes, er det således muligt, at opsvinget er langtidsholdbart.

Den mest hensigtsmæssige reaktion under den nuværende højkonjunktur er at holde efterspørgslen, herunder den offentlige, i stramme tøjler, samt hurtigt at sikre et større arbejdsudbud.

¹ Jf. US Bureau of Labor.

MANGEL PÅ ARBEJDSKRAFT

Figur 9



Anm.: Sæsonkorrigerede tal.
Kilde: Danmarks Statistik.

sektor, hvor særligt beskæftigelsen i de hjemmemarkedsorienterede servicefag er vokset. Udviklingen i industrien, der er stærkt eksportorienteret, har været svagere.

Den demografiske udvikling vil fremover gøre det stadig vanskeligere fortsat at øge beskæftigelsen. Antallet af personer i aldersgruppen 25 til 60 år falder således med over 100.000 de næste fem år.

Ledigheden er faldet i stort set samme tempo, som beskæftigelsen er steget, og arbejdsløshedsprocenten nåede i december ned på 5,1 pct. Ledighedsfaldet er bredt fordelt på regioner og erhverv. Det er således klart, at arbejdsmarkedet for alvor strammer til, jf. figur 9. Antallet af flaskehalse er det seneste år steget, og der er flere steder rekrutteringsproblemer. Hidtil har gennemslaget på lønningerne ifølge Dansk Arbejdsgiverforenings, DA, statistik været behersket. Der er dog flere brancher, bl.a. dele af den finansielle sektor, hvor lønnen for nogle typer af arbejdskraft synes at stige ganske kraftigt. Finanssektoren er ikke omfattet af statistikken fra DA.

Den tidsmæssige placering af lønforhandlingerne mellem lønmodtager og arbejdsgiver kan spille ind på tidspunktet for en eventuel lønacceleration. De kollektive overenskomster løber for flere toneangivende områder frem til foråret 2007, men reaktionen på den gunstige konjunktur kan komme ved de lokale forhandlinger, der som regel er placeret i foråret. Normalt reagerer lønningerne først på konjunktursituationen med en vis forsinkelse.

Statens nettokasseoverskud i 2005 blev knap 80 mia.kr. Det store overskud var ikke blot et resultat af konjunkturfremgangen, men også af ekstraordinært store indtægter bl.a. fra pensionsbeskatningen (PAL-skatten) samt fra selskabsskatten, der rummer beskatningen af olie og gas fra Nordsøen samt beskatningen af bankerne. En væsentlig del af de beskattede indtægter har således baggrund i høje oliepriser samt kursgevinster som følge af stigende aktie- og obligationskurser og har dermed engangskaraktter. Sådanne ekstraordinære indtægter kan ikke finansiere permanente offentlige serviceforbedringer eller lavere skatter, uden det går ud over den finanspolitiske holdbarhed på længere sigt. Merindtægterne bør derfor udelukkende anvendes på gældsnedbringelse.

Konjunktursituationen, med pres på kapacitet og arbejdsmarked, kræver en stram styring af de offentlige udgifter, og situationen er ikke til lempelser i finanspolitikken. Dansk økonomi er i øjeblikket bedst tjent med, at efterspørgslen ikke stimuleres yderligere via de offentlige budgetter. Det har historisk vist sig meget vanskeligt at holde de offentlige udgifter inden for de opsatte mål, og også i 2005 er regeringens målsætning om en real vækst i de offentlige udgifter på højst 0,5 pct. med stor sandsynlighed blevet overskredet.

Udsigterne for dansk økonomi i indeværende år er positive, men ikke uden risici. Der kan forventes pæn vækst. Udfordringen på det korte sigt er at sikre, at den kraftige konjunkturudvikling ikke løber af sporet og ender i overophedning. Her spiller reaktionerne på arbejdsmarkedet en nøglerolle. Hidtil har lønningerne ikke reageret stærkt, men den situation kan erfaringsmæssigt hurtigt ændre sig. Der er derfor behov for, at øge arbejdsudbuddet nu og her. Noget kan givet klares med import af kvalificeret arbejdskraft, og interessen for at ansætte udenlandsk arbejdskraft på normale danske overenskomstvilkår synes da også stignende. Importeret arbejdskraft fra bl.a. Østeuropa har været med til at lette presset på arbejdsmarkedet i lande som Irland og UK. På sigt kræves mere grundlæggende reformer som påpeget i Velfærdskommissionens endelige rapport, jf. boks 5.

Betalingsbalance og udenrigshandel

Overskuddet på betalingsbalancen blev over 50 mia.kr. i 2005 svarende til 3,5 pct. af BNP. På grund af omlægning af betalingsbalancestatistikken kan man ikke uden videre sammenligne med tidligere år, men overskuddet de sidst tre måneder af 2005, hvor statistikken er sammenlignelig, lå ca. 2 mia.kr. under den samme periode året før. Det store betalingsbalanceoverskud er overraskende set i lyset af de stærke indenlandske konjunkturer, og udviklingen står i skarp kontrast til de historiske erfaringer. En væsentlig del af forklaringen er, at Danmark siden

RAPPORT FRA VELFÆRDSKOMMISSIONEN

Boks 5

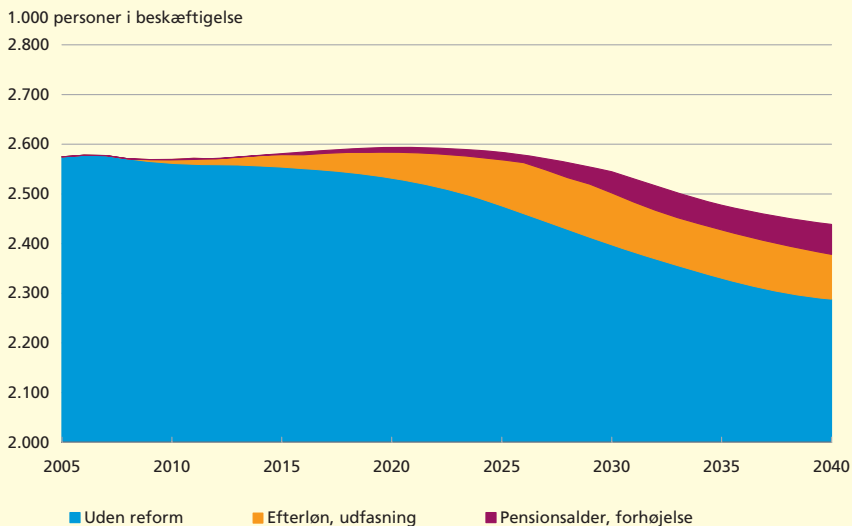
Det danske samfund står over for en betydelig udfordring de kommende årtier, da andelen af ældre i befolkningen stiger markant, mens der bliver færre i de arbejdsdygtige aldersklasser. Det vil medføre et pres på de offentlige finanser, fordi mange velfærdsydelse er finansieret kollektivt via skatterne.

Velfærdskommissionens¹ rapport med 43 konkrete forslag har som sigte at sikre holdbare offentlige finanser og gøre velfærdssamfundet mere robust over for den demografiske udvikling ved at øge antallet i beskæftigelse i forhold til en situation, hvor intet gøres.

De beskæftigelsesmæssigt vægtigste forslag er en gradvis forhøjelse af folkepensionsalderen og især en ligeledes gradvis udfasning af efterlønnen. Disse to tiltag vil isoleret set gradvis øge beskæftigelsen med 150.000 i 2040, jf. figur 10. Gennemføres forslagene kun delvist, eller sker indfasningen langsommere, bliver beskæftigelsesvirkningerne mindre. Gennemførelse af de to forslag vil ikke have afgørende effekt på arbejdsmarkedet nu og her. Blandt andre forslag fra Velfærdskommissionen er en forstærket ungeindsats samt øget anvendelse af kvalificeret udenlandsk arbejdskraft fx fra Østeuropa.

KONSEKVENSER FOR BESKÆFTIGELSEN AF UDFASNING AF EFTERLØN SAMT FORHØJELSE AF FOLKEPENSIONSALDER

Figur 10



Anm.: Efterlønnen udfases over 20 år fra 2009. Folkepensionsalderen hæves med en måned pr. år fra 2013.
Kilde: Velfærdskommissionen.

Den foreslåede forhøjelse af folkepensionsalderen kan stort set finansiere effekten på de offentlige udgifter af den forventede fremtidige vækst i middelelivetiden. At lade pensionsalderen følge middelelivetiden gør velfærdssamfundet langt mere robust over for øget levetid og er et vigtigt element i sikringen af finanspolitisk holdbarhed.

Samlet set vil den foreslåede forhøjelse af folkepensionsalderen og udfasning af efterlønnen forbedre den offentlige saldo med godt 4 pct. af BNP i 2040 i forhold til en situation, hvor intet gøres, og dermed bidrage ganske væsentligt til at sikre den finanspoliti-

FORTSAT

Boks 5

ske holdbarhed. Gennemføres forslagene kun delvis, bliver effekterne på de offentlige budgetter tilsvarende mindre, og efterlader et fremtidigt tilpasningsbehov.

Blandt Velfærdskommissionens forslag er en skatteomlægning med eliminering af mellemskatten, forhøjelse af bundgrænsen for betaling af topskat og større beskæftigelsesfradrag, hvor finansieringen bl.a. skulle ske ved hjælp af en gradvis forhøjelse af ejendomsbeskatningen samt senere tilbagetrækningsalder. En skattereform ad disse linjer vil givet øge arbejdsudbuddet, da marginalsatten på arbejde sænkes for de fleste. Skattepakken er dog underfinansieret. Det medvirker til, at saldoen på de offentlige finanser som følge af den samlede pakke i en lang årrække bliver negativ.

Alt i alt giver Velfærdskommissionens rapport en vigtig gennemgang af de udfordringer, som det danske samfund står over for de kommende årtier, ligesom den indeholder en liste med konkrete forslag til løsninger. Des hurtigere, der reageres, des mindre omfattende behøver foranstaltningerne at være for at få den ønskede effekt.

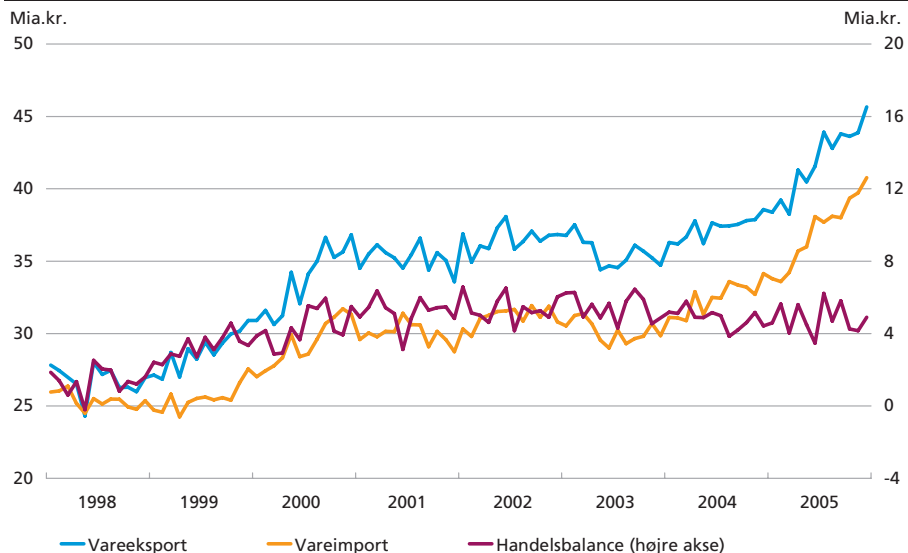
¹ Rapporten "Fremtidens velfærd – vores valg" udkom i januar 2006 og kan findes på www.velfaerd.dk.

midten af 1990'erne har været nettoeksportør af olie og gas, der de seneste år har kunnet sælges til høje priser, ligesom fragtraterne for søtransport har været høje. Modstykket til det høje betalingsbalanceoverskud er øget overskud og opsparing i selskabssektoren.

Både eksport og import af varer voksede kraftigt gennem 2005, jf. figur 11. Det samme gælder eksport af serviceydelser, bl.a. søfragt. Industrieksporten er steget 15 pct. i værdi det seneste år. De danske virk-

EKSPORT OG IMPORT AF VARER

Figur 11



Anm.: Ekskl. skibe mv. Sæsonkorrigeret.
Kilde: Danmarks Statistik.

somheder vinder dermed atter markedsandele efter nogle år med tab. Importvæksten har været høj både til forbrug og erhverv.

Priser

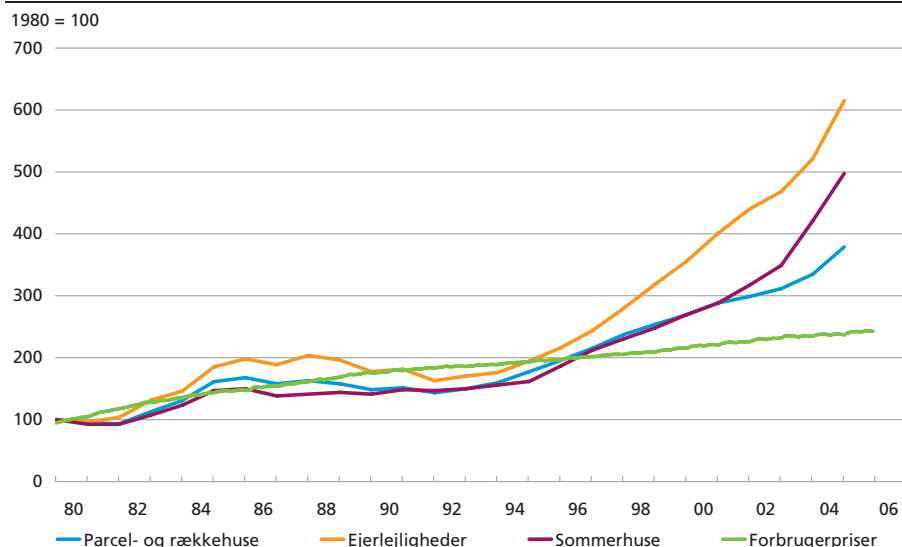
Inflationen i Danmark er fortsat lav. Forbrugerpriserne målt ved HICP-indekset steg med 2,0 pct. i januar og er dermed fortsat tæt på ECBs inflationsmålsætning. Det væsentligste bidrag til prisstigningstakten kom forsat fra energi, som steg godt 10 pct. Energi indgår med en vægt på ca. 10 pct. i forbrugerprisindekset. Generelt kom den kraftigste prisimpuls udefra, mens den indenlandske markedsbestemte inflation, hvor der renses for prisudviklingen i energi, fødevarer inkl. alkohol og tobak samt administrerede priser, lå tæt på nul. Det afspejler, at stigende priser på energi og andre råvarer indtil nu ikke er blevet fuldt overvæltet i salgspriserne. Den samlede fortjeneste i erhvervene er ikke blevet ramt i samme omfang, da de afsatte mængder har været voksende. Det lave indenlandske prispres må også ses på baggrund af en afdæmpet lønudvikling og pæne produktivitetstigninger.

Boligmarked

Boligmarkedet udviklede sig igen stærkt i 4. kvartal med prisstigninger for parcelhuse på over 20 pct. over det seneste år, men med stor geografisk variation. Ejerlejligheder, der er koncentreret i de store byer, er i gennemsnit steget næsten 30 pct., jf. figur 12. Prisstigningerne er stærkere end tidligere erfaringer tilsiger, og stigningstakten kan ikke vare

KONTANTPRISER PÅ EJERBOLIGER, LANDSGENNEMSNIET

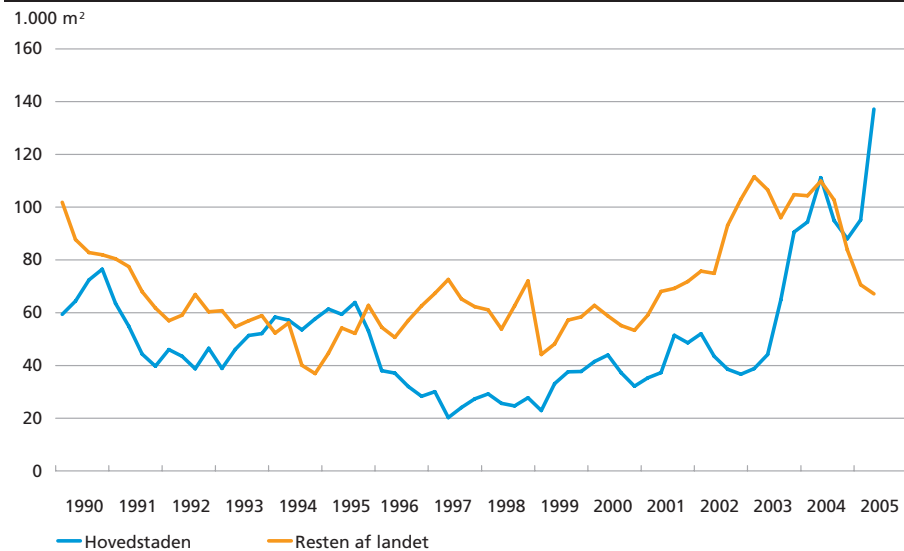
Figur 12



Kilde: Realkreditrådet og Danmarks Statistik.

NYBYGGERI AF ETAGEBOLIGER

Figur 13



Anm.: Hovedstaden omfatter København og Frederiksberg kommuner samt Københavns, Frederiksberg og Roskilde amt.
Kilde: Danmarks Statistik, Nationalregnskabet.

ved. Den stærke økonomi, de lave renter, lav arbejdsløshed samt fastfrysningen af ejendomsværdiskatten lægger dog en solid bund under boligmarkedet, og der er næppe udsigt til en umiddelbart forestående vending. Der er imidlertid nogle træk ved den seneste udvikling, som er usund og med til at øge risikoen for, at opsvinget løber af sporet. Undersøgelser viser, at der i visse dele af markedet er udbredte forventninger om, at kontantpriserne vil fortsætte med at stige mere end den almindelige inflation. Det medfører en risiko for, at boligkøb foretages ud fra spekulative hensyn med henblik på at få en kapitalgevinst snarere end ud fra et ønske om at få noget at bo i.

For specielt hovedstadsområdet er den fortsatte vandring fra land til by samt den kendsgerning, at der er mange uddannelsesinstitutioner og højtloønnede jobs, med til at presse priserne på boliger op. På det lidt længere sigt vil den demografiske udvikling sandsynligvis isoleret set lægge en dæmper på væksten i kontantpriserne, jf. artiklen side 81. Andre forhold kan imidlertid trække i modsat retning, fx den underliggende stigning i boligefterspørgslen i takt med stigende indkomst samt det faktum, at flere og flere bor alene.

De høje m²-priser har gjort det profitabelt at bygge nyt, og byggeriet af etageboliger er da også steget markant i specielt Københavnsområdet, jf. figur 13.

Udviklingen inden for realkredit: Markedet og markedsdeltagerne

Lars Jul Hansen, Handelsafdelingen, og Jesper Ulriksen Thuesen, Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Det danske realkreditmarked har i løbet af de seneste 10 år gennemgået en betydelig udvikling. Der er introduceret mange nye produkter, men det er sket, uden at der har været ændringer i den fundamentale indretning af det danske realkreditsystem, herunder balanceprincippet. Det større produktudbud er en fordel for låntagerne, der har fået flere muligheder for at sammensætte deres boligfinansiering. Finansiell rådgivning er blevet vigtig for mange låntagere.

Intensiv produktkonkurrence i et marked med mange og komplekse muligheder for låntagerne har ført til, at salg og markedsføring, herunder effektive salgskanaler, har fået større betydning. Der har derimod ikke været tale om øget priskonkurrence.

De nye låneformer og de hertil knyttede nye obligationer har ikke reduceret den udestående mængde af traditionelle fastforrentede konverterbare realkreditobligationer, da det samlede realkreditmarked er vokset i takt med værdistigningerne på fast ejendom.

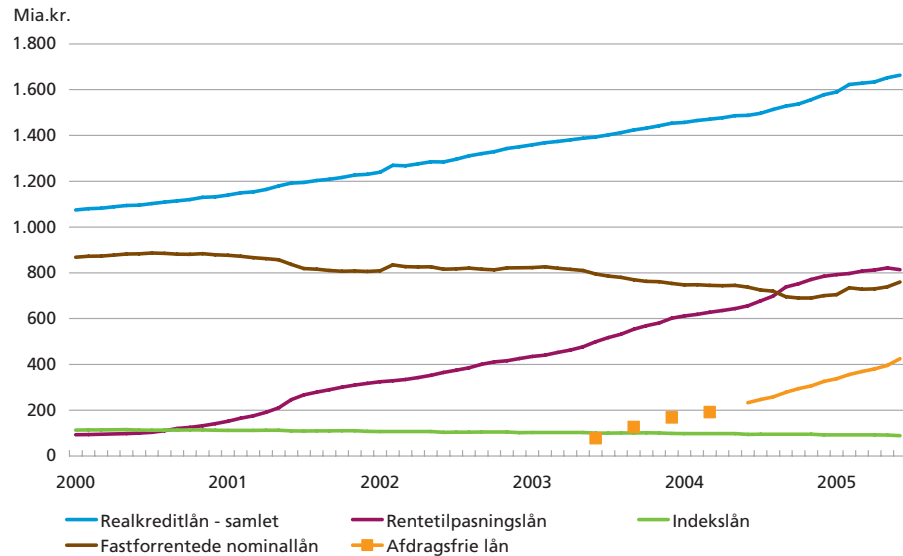
Der er i den nyeste generation af realkreditobligationer ikke opbygget det samme volumen i serierne, som gælder for de traditionelle realkreditobligationer, hvad enten de er med fast rente eller med rentetilpasning. Samtidig er der for de nyeste obligationstyper i mindre grad tale om et enhedsmarked, hvor obligationer fra de forskellige udstedere betragtes som perfekte substitutter. Likviditeten i disse obligationer er formentlig lavere end i de mere traditionelle danske realkreditobligationer. Både investorer og låntagere skal tage højde for de anderledes karakteristika, herunder likviditetsrisici, i forbindelse med deres dispositioner i de nye produkter.

UDVIKLINGEN INDEN FOR DANSK REALKREDIT

I løbet af det seneste årti er der i et stadigt højere tempo introduceret nye muligheder for boligfinansiering. Rentetilpasningslån blev genin-

UDBREDELSE AF REALKREDITPRODUKTER FORDELT PÅ LÅNETYPE

Figur 1



Anm.: Afdragsfrie lån er medtaget to gange, idet disse ikke er udskilt separat fra rentetilpasningslån og fastforrentede nominallån. Obligationer med renteloft er kategoriseret som rentetilpasningslån.

Kilde: Balance- og strømstatistik for realkreditinstitutter, Danmarks Nationalbank.

troduceret i 1996 og har især inden for de seneste 5 år opnået et stort volumen. I 2003 kom lån med opsat amortisation, dvs. afdragsfrihed. I slutningen af 2004 blev rentetilpasningslån med renteloft i op til 30 år introduceret, og pengeinstitutterne indførte de såkaldte prioritetslån med sikkerhed i boligen.¹

Låntagerne tager i dag hurtigt de nye lånetyper til sig, jf. figur 1. Traditionelle fastforrentede konverterbare obligationer udgør stadig en betragtelig del af det samlede marked, men andelen har været faldende gennem de seneste år. Andelen af variabelt forrentede obligationer, dvs. rentetilpasningsobligationer og obligationer med renteloft, er til gengæld steget kraftigt. Obligationer med opsat amortisation har siden introduktionen i 2003 ligeledes opnået betydelig udbredelse.

Der har været en tendens til, at de nye muligheder, realkreditinstitutterne har tilbudt låntagerne, har bidraget til et øget konverteringsomfang allerede fra introduktionstidspunktet. Den større palet af realkreditprodukter, der i dag eksisterer, har samtidig givet låntagerne bedre muligheder for at foretage konverteringer i fremtiden, og konverteringsmulighederne er vel at mærke forbedrede både i forbindelse med

¹ For en nærmere gennemgang henvises til Udviklingstendenser på det danske obligationsmarked siden 1970 af Ulrik Knudsen og Michael Sand, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2004.

BALANCEPRINCIPPET	Boks 1
Lov om realkreditlån og realkreditobligationer mv. og den i medfør heraf udstedte obligationsbekendtgørelse stiller krav om, at realkreditinstitutter skal overholde et balanceprincip. Indholdet i balanceprincippet er især: • Realkreditudlån skal finansieres ved udstedelse af realkreditobligationer og andre værdipapirer. • Provenuet af de udstedte realkreditobligationer og andre værdipapirer skal anvendes til udlån mod registreret pant i fast ejendom. Balanceprincippet fastsætter grænser for, hvor store forskelle der må være mellem på den ene side indbetalingerne fra låntagerne (rente og afdrag), finansielle instrumenter og overskydende midler (i henhold til obligationsbekendtgørelsens § 2, stk. 2) og på den anden side udbetalingerne til ejerne af de udstedte realkreditobligationer (rente og afdrag), andre værdipapirer og finansielle instrumenter. Endvidere sætter bekendtgørelsen grænser for den renterisiko, der følger af sådanne ubalancer. Selv om der er en række tekniske forhold, som midlertidigt kan medføre afvigelser fra de overordnede principper, medfører balanceprincippet, at der er en snæver sammenhæng mellem de finansielle karakteristika på realkreditinstitutternes långivning og obligationsudstedelse.	

ændringer i renteniveauet og ved ændringer i rentestrukturen.¹ Indtægter i forbindelse med konverteringer udgør en væsentlig del af realkreditinstitutternes indtjening.

KONSEKVENSER FOR REALKREDITINSTITUTTERNE

Indretningen af det danske realkreditsystem med balanceprincippet som fundament, jf. boks 1, har ikke hindret en hurtig udvikling frem mod et større produktudbud for låntagerne og et tilsvarende større antal forskellige danske realkreditobligationer. Omvendt har produktudviklingen ikke ændret den fundamentale indretning af det danske realkreditsystem, forstået som den måde hvorpå fast ejendom anvendes som sikkerhed, den måde hvorpå låntagningen finansieres gennem obligationsudstedelse, den tætte sammenhæng mellem låntagers rente- og afdragsprofil og de tilsvarende obligationsseriers karakteristika, samt det forhold at private låntagere normalt kan finansiere boligkøb med udgangspunkt i kapitalmarkedsrenter, der er uafhængige af låntagernes kreditværdighed.

¹ Obligationer med renteloft, hvor renten kan følge med ned under loftet (såkaldte capped floaters), vil isoleret set ikke være så konverteringstruede som fx traditionelle fastforrentede lån ved renteændringer omkring eller over renteloftet.

Kredit- og markedsrisici

Udviklingen har ikke ændret ved, hvorledes der stilles sikkerhed, og hvem der påtager sig *kreditrisici*. Realkreditbelåning må kun ske op til en grænse på 80 pct. af ejendomsværdien (helårsbeboelse), og intervallet 60-80 pct. af ejendomsværdien dækkes i nogle tilfælde af garantistillelse fra banker, hvilket yderligere begrænser realkreditinstitutternes kreditrisici. Nogle nye lånetyper kan dog medføre visse ændringer i kreditrisici. Fx er kreditrisici øget på lån med opsat amortisation som følge af de udskudte afdrag.

Realkreditinstitutterne har heller ikke fået markant ændrede *markedsrisici* som følge af de senere års udvikling.¹ Realkreditinstitutternes udfordring med afdækning af ændrede markedsrisici relaterer sig således primært til institutternes ønske om og behov for at holde arbejdsbeholdninger af de nye obligationsserier i deres egne porteføljer. Det er derfor fortsat således, at markedsrisici knyttet til danske realkreditprodukter altovervejende handles i markedet, dvs. mellem låntagere og investorer.

Risici relateret til øget konkurrence

Konkurrencen på realkreditområdet har ikke medført en øget priskonkurrence, dvs. konkurrence på låntagernes omkostninger til realkreditinstitutterne. I visse tilfælde har realkreditinstitutter endda hævet bidrags-satsen i forbindelse med introduktion af et nyt produkt. Tilsvarende har de i nogle tilfælde lidt højere renter på bankernes prioritetslån ikke hindret en hurtig udbredelse af denne lånetype. Tabel 1 illustrerer, at omkostningerne ved optagelse af lån er bemærkelsesværdigt ens på tværs af realkreditinstitutter.² Samtidig har bidragssatserne ikke været faldende.

For realkreditinstitutterne er der derimod risici for indtjeningen som følge af øget produktkonkurrence. First-mover effekter ved introduktion af nye produkter, herunder også varianter af eksisterende produkter, kan betyde, at et realkreditinstitut kan vinde – eller tabe – markedsandele i forbindelse med egne og andre institutters introduktioner af nye produkter. Dette kan være med til at drive en fortsat produktudvikling.

Salg og markedsføring er i højere grad end tidligere blevet en afgørende konkurrenceparameter inden for dansk realkredit. For at kunne udvide kundegrundlaget og forretningsomfanget er det afgørende at have et salgsnetværk, der kan komme i tæt kontakt med låntagere.

¹ Introduktionen af variabelt forrentede lån gav en mindre ændring i markedsrisici på grund af det ændrede mønster for låntagernes indbetalinger til realkreditinstitutterne.

² Den begrænsede priskonkurrence er bl.a. tidligere blevet beskrevet i Konkurrencestyrelsens rapport, Konkurrencen på realkreditmarkedet, 2000.

OMKOSTNINGER TIL OPTAGELSE AF 30-ÅRIGT OBLIGATIONSLÅN PÅ 1 MIO. KRONER

Tabel 1

	BRFkredit	Nordea Kredit	Nykredit	Realkredit Danmark	Totalkredit
Bidrag 1. år (i kroner)	5.219	5.419	5.170	5.370	5.170
Effektiv omkostningsprocent pr. år (i pct.) ..	4,92	4,93	4,93/94	4,96	4,93/94

Kilde: Realkreditrådet, seneste opdatering den 13. juli 2005.

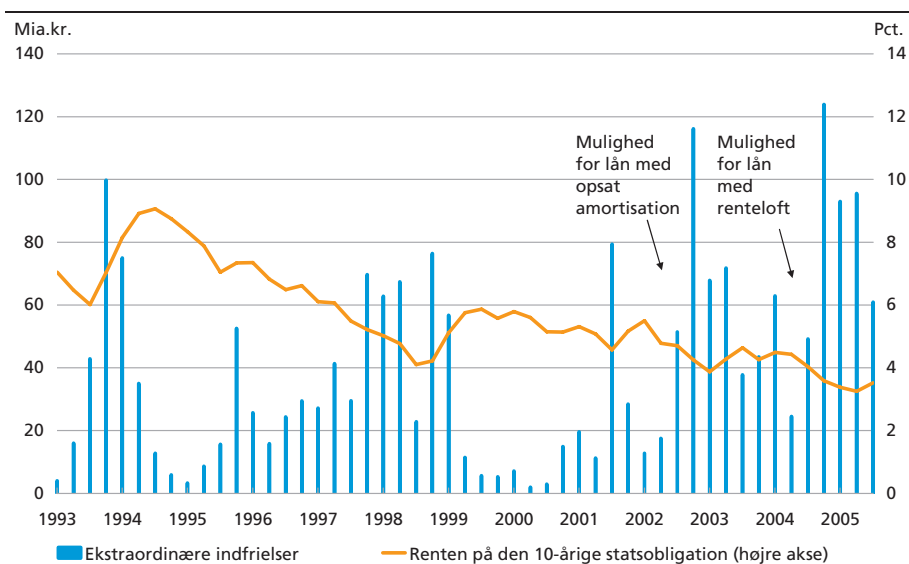
Her har bankernes filialnet en betydelig rolle. Ejendomsmæglernes rådgivning spiller også ind, om end de fleste privatkunder formentlig under alle omstændigheder også vil konsultere egen rådgiver i forbindelse med en større realkredittransaktion.

Rådgivernes betydning vil formentlig fortsat øges, efterhånden som udbuddet af realkreditprodukter bliver stadigt mere komplekst og dermed vanskeligere at gennemskue for den enkelte låntager. Det er også en konkurrenceparameter, at banker med tilknyttede realkreditinstitutter kan tilbyde kunderne samlede finansielle løsninger, helkundeconceper, hvor boligfinansiering kun er en – om end betydelig – del, og hvor den direkte prissammenligning mellem forskellige finansielle produkter bliver vanskeligere at gennemskue for den enkelte låntager.

Den mere intensive markedsføring har sammen med renteutviklingen og introduktionen af nye låntyper medvirket til, at den gennemsnitlige låntager i dag beholder sit realkreditlån i kortere tid end for blot et par år siden. Udviklingen i konverteringsaktiviteten, jf. figur 2, viser tegn på

EKSTRAORDINÆRE INDFRIELSER OG DEN 10-ÅRIGE RENTE

Figur 2



Kilde: Københavns Fondsbørs.

øget konverteringsaktivitet i umiddelbar forlængelse af introduktionen af nye lånetyper.

KONSEKVENSER FOR MARKEDET

Danske realkreditobligationer kan groft opdeles i tre kategorier: De traditionelle konverterbare realkreditobligationer, de traditionelle rentetilpasningsobligationer samt obligationer med renteloft. Inden for hver af disse tre kategorier findes der en række forskellige varianter, såsom obligationer med opsat amortisation og forskellige typer af obligationer med renteloft. Der er derfor et markant større antal forskellige obligationstyper end for 10 år siden. På den baggrund er det interessant, om det større antal obligationsserier har haft eller vil kunne få konsekvenser for likviditeten i de væsentligste obligationsserier og for markedet som helhed.

Likviditeten kan for det første ændres som følge af, at udstedelsesbehovet spredes på tværs af mange serier. Effekten af det større antal obligationsserier er dog hidtil i betydelig grad blevet modgået af væksten i det samlede udestående i realkreditobligationer som følge af højere boligpriser og nybyggeri. Derudover kan likviditeten ændres som følge af ændringer i opfattelsen af det danske realkreditmarked som et enhedsmarked og eventuelle relaterede konsekvenser for markedet makingen i realkreditobligationerne.

Danske realkreditobligationer handles stadig altovervejende i et telefonbaseret marked.¹ Der er derfor ikke tilgængelige data til analyse af likviditetsindikatorer såsom løbende bid-offer spænd, markedsdybde ved de forskellige spænd og ordredækning. Imidlertid er der data for en af de væsentlige likviditetsindikatorer, volumen i de forskellige obligationsserier. Tabel 2 viser den udestående mængde i en række af de største realkreditobligationer.

Som det fremgår af tabellen, er udestående i de fleste obligationer af en anseelig størrelse. Til sammenligning illustrerer figur 3 den historiske udvikling i udestående mængde i den største konverterbare og inkonverterbare obligation. Selv om en del af de seneste perioders fald formentligt kan tilskrives introduktionen af nye produkter, er udeståendet i den p.t. største konverterbare obligation, 5 pct. 2035, på niveau med tidligere perioder. For rentetilpasningsobligationerne er billedet endnu klarere. Det aktuelle udestående i den største rentetilpasningsobligation har i 2005 ligget højere end i de foregående ni år. Den relativt

¹ Kun en begrænset del af den samlede omsætning foregår elektronisk over Københavns Fondsbørs' systemer.

UDESTÅENDE MÆNGDE I UDVALGTE REALKREDITOBLIGATIONER

Tabel 2

Mio.kroner	30/12/2005
Fastforrentet 4% 2035	157.369
Fastforrentet 4% 2035 OA	30.750
Fastforrentet 4% 2038	41.009
Fastforrentet 4% 2038 OA	39.938
Fastforrentet 5% 2035	170.652
Fastforrentet 5% 2035 OA	26.308
2% rentetilpasning 1/1/2007	278.852
RD 6% floating-to-fixed 2038 ^{*)}	15.479
RD 6% floating-to-fixed 2038 OA ^{*)}	10.213
Nykredit 6% capped floater 2038 ^{*)}	11.609
RD 5% capped floater 2038 OA ^{*)}	12.238

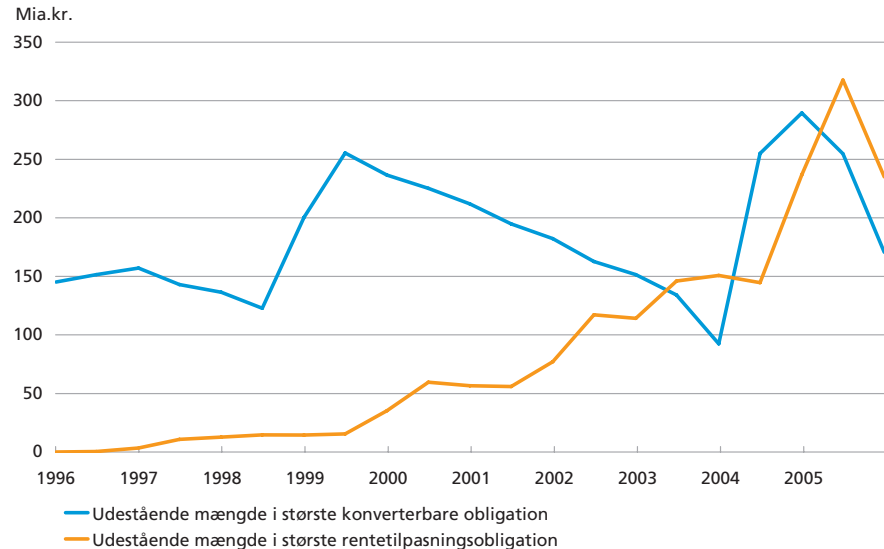
Anm.: Obligationer med opsat amortisation (OA) er summen af to typer af obligationer, med og uden valgfri fordeling af de afdragsfrie perioder. Udestående mængder er summeret på tværs af følgende realkreditinstitutter: BRF Kredit, Realkredit Danmark, DLR Kredit, Nykredit, Totalkredit, Nordea Kredit.

Kilde: Københavns Fondsbørs.

*) Største udestående mængde af sin type.

UDESTÅENDE MÆNGDE I DEN STØRSTE KONVERTERBARE OBLIGATION OG RENTETILPASNINGSOBLIGATION

Figur 3



Anm.: Halvårlige observationer. De konverterbare obligationer brugt til udestående mængde er 6 pct. 2026 (fra ultimo december 1995 til ultimo december 1997), 7 pct. 2029 (ultimo juni 1998), 6 pct. 2029 (fra ultimo 1998 til ultimo juni 2003), 5 pct. 2035 (fra ultimo december 2003 til ultimo december 2005). Udestående mængder er fra følgende realkreditinstitutter: BRF Kredit, Realkredit Danmark, DLR Kredit, Danske Realkredit (til og med ultimo 2003), Nykredit, Totalkredit, Nordea Kredit.

Rentetilpasningsobligationerne er alle 1-årige obligationer; 6 pct. 1997 (1996), 6 pct. 1998 (1997), 4 pct. 1999 (1998), 4 pct. 2000 (1999), 4 pct. 2001 (2000), 5 pct. 2002 (2001), 4 pct. 2003 (2002), 4 pct. 2004 (2003), 2 pct. 2005 (ultimo juni 2004), 4 pct. 2004 (ultimo december 2003), 4 pct. 2005 (2004), 4 pct. 2006 (2005) og 2 pct. 2007 (ultimo december 2005). Udestående mængder er fra følgende realkreditinstitutter: BRF Kredit, Realkredit Danmark, DLR Kredit, Nykredit, Nordea Kredit.

Kilde: Københavns Fondsbørs.

store udestående mængde fastforrentede konverterbare obligationer og obligationer med rentetilpasning tyder isoleret set på, at de senere års udvikling på realkreditmarkedet indtil videre ikke giver anledning til bekymring for forværret likviditet i disse obligationer.

Det er karakteristisk, at disse obligationer fortsat handles på et enhedsmarked, dvs. realkreditobligationer med en given kupon og løbetid betragtes som næsten perfekte substitutter på tværs af udstedere, herunder i den market maker-ordning, der eksisterer for disse obligationer. Market maker-ordningen, hvor en række værdipapirhandlere har valgt indbyrdes at stille handlebare priser inden for fastlagte bid-ask spænd på givne mængder, er i høj grad med til at understøtte likviditeten i de obligationer, der er omfattede af ordningen.

De nyeste obligationstyper på det danske realkreditmarked bliver derimod ikke på samme måde handlet i et enhedsmarked, idet disse obligationer ikke i samme grad som de mere traditionelle obligationer har indbyrdes sammenfaldende karakteristika. Udeståendet i en række af obligationerne med renteloft eller opsat amortisation er derudover markant lavere end for mere traditionelle obligationer, jf. tabel 2. Der er dog nyligt kommet market making aktiviteter i nogle af obligationerne med renteloft og opsat amortisation, hvorfor en vis likviditet er sikret i disse obligationsserier. Likviditeten i de nyere obligationstyper må samlet formodes at være lavere end i de mere traditionelle obligationstyper.

Likviditet kan muligvis komme til at spille en særlig rolle i forbindelse med, at de første afdragsfrie lån udløber, såfremt en stor del af disse lån ønskes konverteret til nye afdragsfrie lån. Her kan det potentielt blive vanskeligt for låntagerne at købe obligationerne i markedet, særligt hvis renten er steget til den tid.

Forskelle i likviditet vil også indgå i investorenes vurderinger af de enkelte obligationsserier. Låntagernes forøgede muligheder for at konvertere til andre låntyper og låntagernes større tilbøjelighed til at konvertere, selv når gevinsterne er beskedne, betyder, at udestående i en given realkreditobligation hurtigere end tidligere kan ændres markant. Det gælder både i forbindelse med bevægelser i renteniveauet og i forbindelse med ændringer i forventninger til den fremtidige renteudvikling. Fortsat produktudvikling betyder også, at investorerne i højere grad må være opmærksomme på 'event'-risici, hvor introduktionen af nye produkter fører til øget konverteringsaktivitet i de eksisterende obligationsserier.

Ultimo 3. kvartal 2005 holdt udlændinge stort set samme andel af de 30-årige rentegaranti-produkter som af de samlede danske realkreditudstedelser, nemlig ca. 14 pct. Indtil nu er der således ikke tegn på mindre

interesse fra udenlandske investorer. Kredsen af udenlandske investorer i danske realkreditpapirer formodes fortsat primært at bestå af avancerede investorer som større institutionelle investorer og hedge fonde. Denne type investorer er normalt interesserede i serier med stort volumen, bl.a. fordi de oftest opererer med store handelsstørrelser.

Den danske realkreditsektor må vurdere, om en yderligere produktudvikling efterhånden kan give så små obligationsserier, at det kan gå ud over de favorable rentevilkår, danske realkreditobligationer hidtil har opnået. Hvis det sker, får låntagerne højere låneomkostninger. Faldende likviditet kan også være til ugunst for investorerne, selv om de i et vist omfang bliver kompenseret i form af højere renter.

KONSEKVENSER FOR LÅNTAGERNE

Låntagerne, dvs. husholdningerne og virksomhederne, har både fået flere muligheder og flere udfordringer med udviklingen af det danske realkreditmarked.

Det større udbud af lån, herunder med forskellige risiko-karakteristika, er principielt et gode, da det giver den enkelte låntager større valgfrihed og bedre mulighed for at sammensætte sin portefølje til en individuelt valgt finansiell risikoprofil.

Mulighederne for at konvertere fra fastforrentede lån til lån med rentetilpasning og afdragsfrie lån med en lavere månedlig ydelse kan endvidere være med til at afbøde økonomiske konsekvenser af sociale begivenheder som arbejdsløshed eller skilsmisser. En sådan konvertering kan dog kun foretages én gang.

Den øgede kompleksitet i udbuddet af lån har også givet låntagerne en række udfordringer. Både ved køb af fast ejendom og ved løbende beslutninger om, hvorvidt og hvornår der skal konverteres eller tillægsbelånes, skal låntagerne på baggrund af en vurdering af den generelle markedsudvikling foretage en lang række komplicerede valg: Fast eller variabel rente, variabel rente med loft, afdragsfrie perioder, prioritetslån, kommende produktinnovationers potentielle påvirkninger af markedet etc. Finansiell rådgivning er derfor blevet vigtig for mange låntagere.

Udviklingen inden for realkredit: Husholdningernes forbrug

Lars Risbjerg, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Siden genindførslen af rentetilpasningslån i 1996 er der kommet yderligere produkter inden for boligfinansiering, specielt afdragsfrie lån samt bankernes prioritetslån med sikkerhed i fast ejendom. I artiklen belyses, hvorledes udviklingen inden for boligfinansiering kan påvirke husholdningernes forbrug.

Husholdningernes renteudgifter til realkreditlån er blevet reduceret de senere år i forbindelse med udbredelsen af rentetilpasningslån og faldende renter. Det har isoleret set givet husholdningerne flere penge til forbrug. Husholdningernes disponible indkomst, og dermed antageligt også deres forbrug, er samtidig blevet mere følsomt over for fremtidige renteændringer. I gennemsnit vil en stigning i de korte renter på 1 procentpoint betyde en øget renteudgift efter skat på rentetilpasningslån svarende til knap 1 pct. af boligejernes disponible indkomst.

Udviklingen inden for boligfinansiering kan også påvirke det private forbrug, fordi sammenhængen mellem belåning af boligformuen og efterfølgende afdrag på lånet er blevet svækket via afdragsfrie lån og bankernes prioritetslån. Det har gjort det lettere for en husholdning at opnå den profil i opsparingen, som den selv ønsker. Produktudviklingen kan desuden styrke sammenhængen mellem boligformuen og forbruget og indebære større prisbevægelser på boligen og dermed større konjunkturudsving end hidtil.

Husholdningernes låntagning til andet end boliginvesteringer er steget på det seneste og ligger på et højt niveau set over en længere år-række. Det tyder på, at belåningen af boligen til andet end boligformål er blevet understøttet af produktudviklingen inden for boligfinansiering. Husholdningernes forbrugstilbøjelighed skiller sig dog ikke ud fra fx niveauet under opsvinget i 1990'erne.

RENTEUDGIFTER OG RENTEFØLSOMHED

I dag udgør rentetilpasningslån halvdelen af husholdningernes¹ samlede realkreditgæld.

Husholdningernes rentebetalinger på realkreditlån er faldet de senere år på trods af stigende realkreditgæld. Det har isoleret set givet husholdningerne flere penge til forbrug. Den stigende udbredelse af rentetilpasningslån har bidraget til de faldende renteudgifter på realkreditlån, da de lange, faste realkreditrenter er normalt højere end de korte og mere volatile renter. Renten på rentetilpasningslån har desuden fulgt det faldende renteniveau, der også har givet mulighed for omlægning af fast forrentede lån til lavere rente.

Rentebetalingerne efter skat fra husholdningerne til penge- og realkreditinstitutter var i 2005 på 47 mia.kr. Heraf udgjorde rentebetalingerne til realkreditinstitutter 36 mia.kr. svarende til 4,6 pct. af den disponible indkomst.² Til sammenligning udgjorde renteudgifterne på realkreditlån i henholdsvis 2003 og 2004 5,4 og 5,0 pct. af den disponible indkomst. Til gengæld er husholdningernes renteindtægter faldet, men husholdningerne er kun i mindre udstrækning direkte ejere af realkreditobligationer, mens omfanget af indirekte ejerskab især gennem pensionsopsparing er noget større. Nettoeffekten har været faldende netto-renteudgifter, især hvis pensionsopsparingen, som ikke er umiddelbar disponibel, udelades.

Den stigende udbredelse af rentetilpasningslån har samtidig gjort husholdningernes disponible indkomst, og dermed antageligt også det private forbrug, mere følsom over for fremtidige udsving i de korte renter.³ Husholdningerne er også eksponeret over for ændringer i de helt korte renter gennem deres lån i pengeinstitutterne, jf. figur 1.

Husholdningernes årlige renteudgift efter skat på deres eksisterende rentetilpasningslån vil ved en permanent stigning i de korte renter på 1 procentpoint stige med 4 mia.kr. Det svarer til 0,6 pct. af husholdningernes disponible indkomst. Boligejernes indkomst udgør skønsmæssigt omkring 2/3 pct. af husholdningernes samlede indkomst efter skat. Dermed svarer stigningen i renteudgifterne til knap 1 pct. af boligejernes disponible indkomst.⁴

¹ Husholdningerne inkluderer selvstændige erhvervsdrivende.

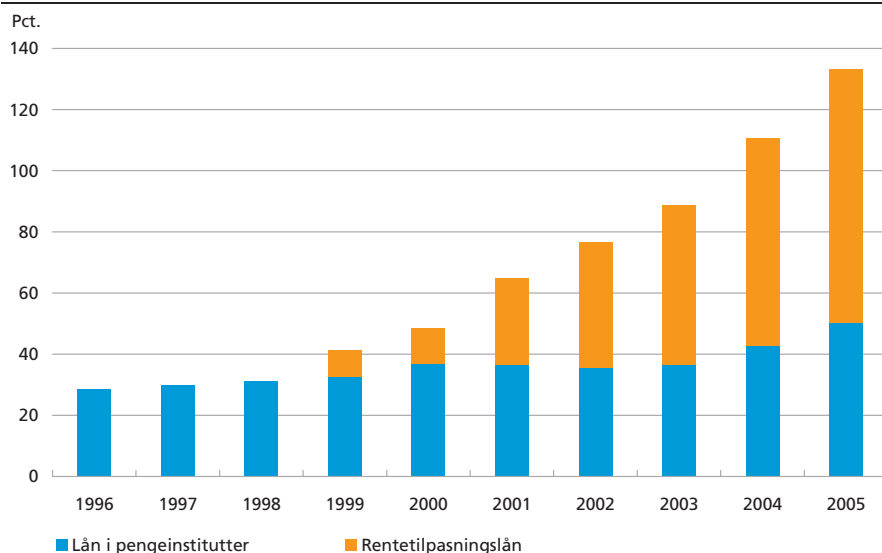
² Disponibel indkomst er inkl. indbetalinger til pension. For 2005 stammer skønnet for den disponible indkomst fra Finansministeriet (2005), *Økonomisk Redegørelse*, december.

³ Jf. Anders Møller Christensen og Kristian Kjeldsen (2002), Rentetilpasningslån, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal, for diskussion af indkomsternes følsomhed over for rentetilpasningslån og de pengepolitiske aspekter heraf.

⁴ Dette skøn for boligejernes gennemsnitlige rentefølsomhed svarer i store træk til det, som er beregnet i Danmarks Nationalbank (2005), *Finansiel stabilitet*, hvor beregningerne er baseret på oplysninger fra Nykredits kundedatabase.

HUSHOLDNINGERNES LÅN I PENGEINSTITUTTER OG RENTETILPASNINGSLÅN I FORHOLD TIL DISPONIBEL INDKOMST

Figur 1



Anm.: Data for rentetilpasningslån begynder i 1999. Udestående rentetilpasningslån er delvist skønnet ud fra realkreditlånenes fordeling på ejendoms kategorier og låntype.

Kilde: Realkreditrådet, Danmarks Statistik, Finansministeriet og Danmarks Nationalbank.

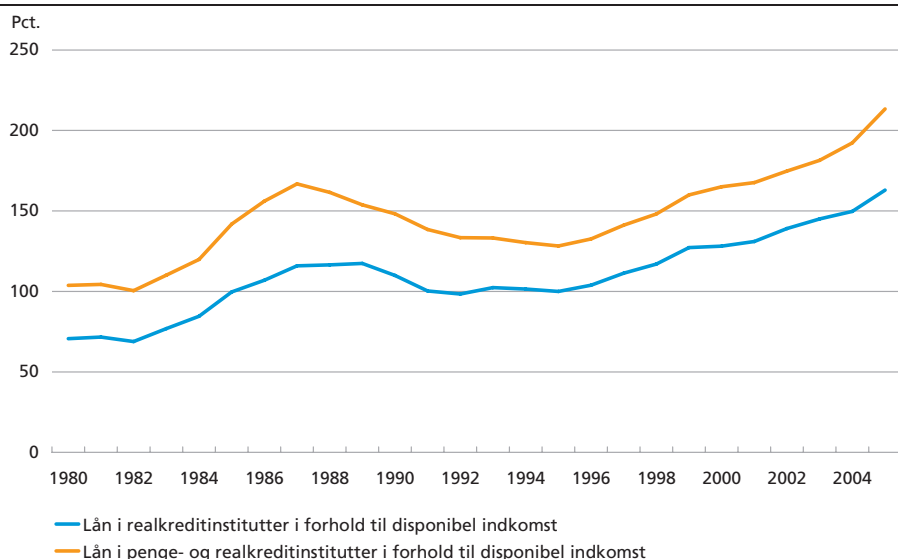
En rentestigning vil dog også betyde større renteindtægter fra husholdningernes placeringer i variabelt forrentede fordringer, jf. ovenfor, ligesom det tager tid, før en rentestigning slår igennem på alle rentetilpasningslåne. Omkring 29 pct. af det samlede udestående af rentetilpasningslån har rentetilpasning efter mere end 1 år. Desuden har en del af rentetilpasningslåne renteloft, som beskytter mod store rentestigninger. Realkreditobligationer med renteloft udgør omkring 26 pct. af det samlede udestående af rentetilpasningslån. Hvis der er tale om rentetilpasningslån udformet som annuitetslån med løbende afdrag vil afdragene umiddelbart reduceres ved en rentestigning. For afdragsfrie rentetilpasningslån vil en rentestigning slå fuldt igennem på ydelsen.

REALKREDITLÅNTAGNING OG BELÅNING AF BOLIGFORMUEN

Det private forbrug tenderer til at afspejle udviklingen i husholdningernes formue, der navnlig består af boligformue. Husholdningerne kan fordele deres forbrug anderledes over tid end deres indkomst gennem opbygning og nedbrydning af deres formue. Hvis husholdningerne fx oplever en formuestigning, kan de vælge at omsætte en del af formuestigningen til forbrug i dag. Ud over den rene formueeffekt kan boligformuen anvendes som sikkerhed ved låntagning til forbrug. Stigende boligpriser kan

HUSHOLDNINGERNES LÅN I PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTER

Figur 2



Kilde: Danmarks Statistik, Finansministeriet og Danmarks Nationalbank.

understøtte forbruget ved at øge belåningsmulighederne og afhjælpe kreditbegrænsninger.

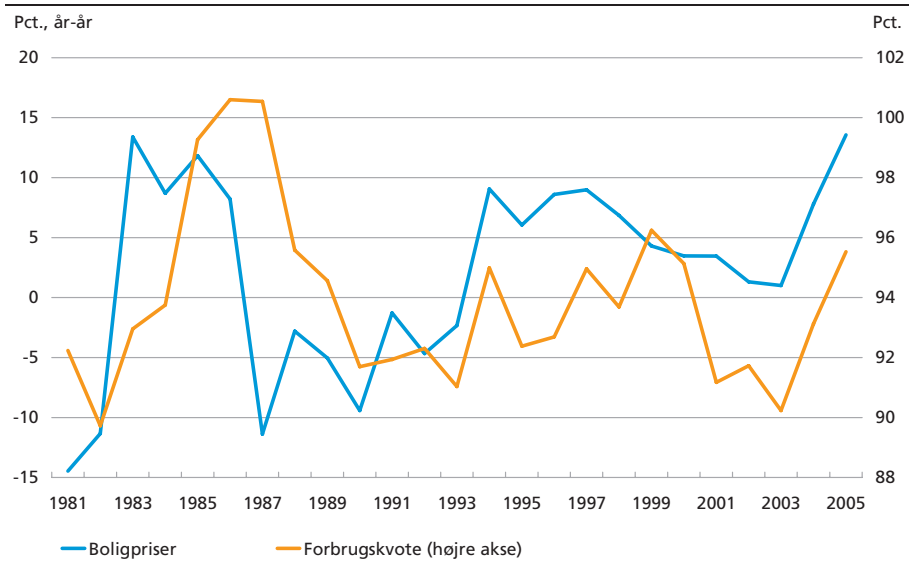
Husholdningernes realkreditlån og samlede lån i penge- og realkreditinstitutter i forhold til den disponible indkomst er mere end fordoblet over de sidste 25 år, jf. figur 2. Stigningen skal primært ses i sammenhæng med faldende renter og stigende boligpriser, men også liberaliseringen af realkreditvirksomhed har medvirket.

Udviklingen inden for boligfinansiering har gradvist gjort det nemmere at belåne friværdien i boligen til andet end boligformål. Lån med midlertidig afdragsfrihed, der blev introduceret i 2003, har fx betydet, at beslutningen om realkreditfinansiering og opsparing er adskilt i højere grad end tidligere. I den udstrækning husholdningerne har haft begrænset adgang til likviditet, kan det have medvirket til øget låntagning og forbrug.

Afdragsfrie lån udgør omkring 30 pct. af realkreditinstitutternes udlån til husholdningerne. Boligejernes samlede ordinære afdragsbetalinger i forhold til deres udestående realkreditlån er således aftaget efter introduktionen af afdragsfrie lån. Det nominelle beløb, boligejerne under ét betaler i ordinære afdrag, er dog stor set uændret, da husholdningerne har øget deres realkreditgæld. De ordinære afdrag på lån til ejerboliger og fritidshuse udgjorde 19 mia.kr. i 2005. For den enkelte boligejer indebærer muligheden for at adskille låne- og opsparingsbeslutningen en risiko for, at der fokuseres kortsigtet på førsteårsydelsen på realkredit-

STIGNING I REALE BOLIGPRISER OG FORBRUGSKVOTEN

Figur 3



Anm.: Boligpriser er deflateret med forbrugerprisindekset.

Kilde: Danmarks Statistik og Finansministeriet.

lånet, uden der tages tilstrækkelig højde for konsekvenserne af lavere opsparing for de fremtidige forbrugsmuligheder.

Bankernes prioritetslån fungerer som en kassekredit med sikkerhed i boligen og er således et realkreditlignende produkt, der også giver adgang til at undgå uønskede afdrag på gælden.

I europæisk sammenhæng har Danmark et højt udviklet realkreditmarked, hvad angår muligheder for låneomlægning og tillægsbelåning samt udvalg af realkreditprodukter fx i form af forskellige typer af rentetilpasninger og afdragsprofiler.¹ Empiriske undersøgelser peger på, at et veludviklet realkreditmarked med gode muligheder for belåning af friværdien i ejerboliger øger realkreditgælden og styrker sammenhængen mellem forbruget og boligformuen.² Sammenhængen mellem boligpriser og forbrugskvoten er illustreret i figur 3.

Ligesom nye produkter inden for boligfinansiering kan påvirke forbrugsefterspørgslen, kan de også påvirke boligefterspørgslen og boligpriserne, der igen kan påvirke forbruget.³ Der er desuden tegn på, at

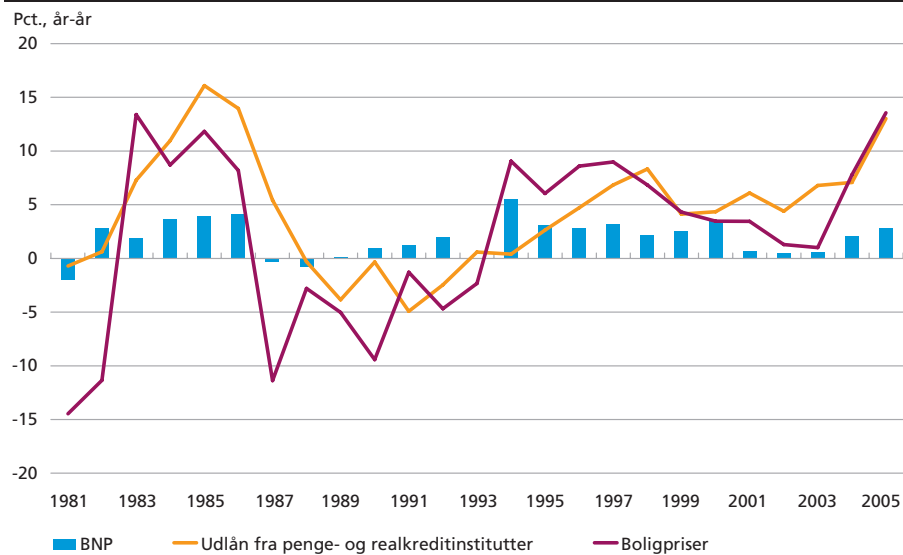
¹ Jf. Mercer Oliver Wyman (2003), *Study on the financial integration of European mortgage markets*, European Mortgage Market Federation.

² Pietro Catte, Nathalie Girouard, Robert Price og Christopher André (2004), *Housing markets, wealth and the business cycle*, OECD Economics Department Working Papers No. 394 og Jenny Osborne (2005), *Housing in the euro area – Twelve markets, one money*, Central Bank & Financial Services Authority of Ireland, *Quarterly Bulletin*, 4. Se desuden Nils Bernstein (2005), Tale på Finansrådets årsmøde, 30. november, side 97 for betydningen af indretningen af den finansielle sektor for husholdningernes låntagning.

³ Jf. Erik Haller Pedersen (2004), *Udviklingen i kontantpriser på ejerboliger*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal, for en vurdering af effekten af rentetilpasningslån på boligpriserne.

REAL VÆKST I UDLÅN TIL HUSHOLDNINGER, BNP OG BOLIGPRISER

Figur 4



Anm.: Udlån og boligpriser er deflateret med forbrugerprisindekset.

Kilde: Danmarks Statistik, Finansministeriet og Danmarks Nationalbank.

boligprisen og dermed boligformuen er mere volatil i lande med overvejende variabelt forrentede boliglån end i lande, hvor fast forrentede boliglån er fremherskende, ligesom de korte renters påvirkning af boligpriserne tenderer at være større.¹ Produktudviklingen kan derfor indebære større prisbevægelser på boligen og dermed større konjunktursving end hidtil, hvis boligformuen er vigtig for det private forbrug og boliginvesteringerne.²

Udviklingen i husholdningernes låntagning og boligpriserne er typisk konjunkturmedløbende, jf. figur 4. Hvis boligpriserne fx flader ud eller falder under en konjunkturtilbagegang, vil husholdningerne ofte mindske deres låntagning med sikkerhed i boligen. Det kan reducere forbrugsefterspørgslen og forstærke konjunktursvingningerne. Belåning af boligformuen til andet end boligformål ("mortgage equity withdrawal" eller "træk på boligformuen", jf. nedenfor) og risikoen, for at belønningsbidrag til den økonomiske vækst falder bort eller ændrer fortegn har tiltrukket sig en del opmærksomhed i en række lande de senere år.

¹ Jf. IMF (2004), *World Economic Outlook*, september, og Kostas Tsatsaronis og Haibin Zhu (2004), What drives housing price dynamics: cross-country evidence, *BIS Quarterly Review*, marts. Volatiliteten i de danske korte renter har i de senere år været relativ lav.

² Udbredelsen af rentetilpasningslån har desuden betydning for den lange rentes påvirkning af boligernes formue. En stigning i den lange rente vil slå stærkere ud i nettoboligformuen (kontantværdien af ejendommen fratrukket kontantværdien af gælden), hvis boligen er finansieret med rentetilpasningslån frem for fast forrentede lån. For fast forrentede lån vil kursværdien af gælden således falde og modgå faldet i ejendomsværdien i forbindelse med en rentestigning, mens kursværdien på rentetilpasningslån stort set ikke ændres.

OMLÆGNING AF REALKREDITLÅN OG FORBRUG	Boks 1
Vilstrup Univero har for Realkreditrådet gennemført interviewundersøgelser om boligejernes låneomlægninger.¹ Ifølge interviewundersøgelserne øgede boligejerne deres realkreditlån i forbindelse med låneomlægninger med henholdsvis 30 og 31 mia.kr. i 2003 og 2004. For 2004 svarede det til 57 pct. af den samlede forøgelse (netto) af udeståendet af realkreditlån til ejerboliger og fritidshuse. Boligejerne anvendte i 2004 59 pct. af det kontante provenu til boliginvesteringer og 19 pct. til forbrug, mens 20 pct. gik til opsparing, investering og reduktion af gæld. En del af investeringerne i boliger kan dog have karakter af vedligeholdelse i nationalregnskabet, hvor det derfor opfattes som forbrug. Den samlede anvendelse til forbrug og boliginvesteringer i forbindelse med omlægning af realkreditlån udgjorde 3 pct. af den disponible indkomst. Den årlige bruttoydelse blev reduceret med 4,8 mia.kr. i forbindelse med konverteringerne. Heraf gik 35 pct. til forbrug og 21 pct. til investering i boligen.	

¹ Jf. Vilstrup Univero (2003) og (2005), *Anvendelse af konverteringsgevinster*, Realkreditrådet.

Det gælder ikke mindst i USA, hvor låntagningen med sikkerheden i boligen er øget i forbindelse med stigende boligpriser.¹

Træk på boligformuen og forbrug

En måde til at finde ud af, hvilken effekt realkreditlåntagningen har på det private forbrug, er at spørge boligejerne. Der er foretaget interviewundersøgelser af boligejernes forøgelse af realkreditlån og deres anvendelse heraf i forbindelse med omlægning af realkreditlån, jf. boks 1. Ifølge undersøgelserne anvendte boligejerne i 2004 primært låneforøgelsen til boliginvesteringer, mens en mindre del gik til forbrug. Resultaterne fra interviewundersøgelser skal dog tages med forbehold, da husholdningernes efterspørgsel i fravær af omlægninger ikke kendes. Det er desuden vanskeligt at udtale sig om udviklingen, da der kun er undersøgelser fra to år.

En alternativ tilgang til at vurdere betydningen for forbruget af realkreditlåntagning er at betragte "træk på boligformuen", som er defineret som husholdningernes realkreditlåntagning fratrukket boliginvesteringer.² Træk på boligformuen er et udtryk for husholdningernes nedsparing i boligen, der kan anvendes til forbrug, men også til nedbringelse af anden gæld og erhvervelse af finansielle aktiver.³ Hushold-

¹ Jf. fx Allan Greenspan (2005), *Mortgage banking*, tale til American Bankers Association Annual Convention Palm Desert, Californien, 26. september og Margaret M. McConnell, Richard W. Peach og Alex Al-Haschimi (2003), *After the refinancing boom. Will consumers scale back their spending?*, Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economics and Finance*, Volume 9, Number 12, december.

² I nationalregnskabet er forbedringer og hovedreparationer medregnet sammen med nybyggeri i boliginvesteringer, mens løbende reparation og vedligeholdelse henregnes under forbrug.

³ Husholdningerne, der omfatter selvstændige erhvervsdrivende, kan desuden foretage andre reale investeringer end boliginvesteringer, der dog udgør langt hovedparten af husholdningernes samlede reale investeringer. En del af låntagningen går desuden til at dække kurstab og omkostninger i forbindelse med optagelse af realkreditlån.

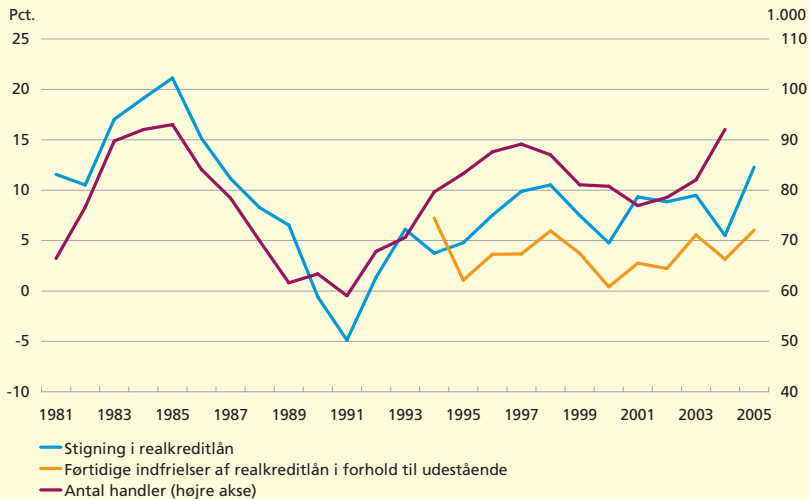
HUSHOLDNINGERNES REALKREDITLÅNTAGNING

Boks 2

Husholdningerne kan ofte foretage tillægsbelåning i forbindelse med låneomlægning. Omsætning af boliger kan desuden øge realkreditlåntagningen for husholdningerne under ét. Det skyldes, at sælgerens resterende realkreditgæld typisk er mindre end købers realkreditlån. Denne effekt understøttes af prisstigninger på boligmarkedet. Husholdningernes realkreditlåntagning følger derfor dels omsætningen på boligmarkedet og dels førtidige indfrielse, hvor sidstnævnte både kan opstå i forbindelse med omlægning af lån og omsætning af boliger, jf. figur nedenfor.

Det er formentlig primært i forbindelse med omlægninger af realkreditlån og anden tillægsbelåning, at eventuelle effekter af nye produkter på låntagningen og det private forbrug kan identificeres. Statistisk set kan kilderne til låntagningen og træk på boligformuen ikke identificeres direkte.

REALKREDITLÅNTAGNING, FØRTIDIGE INDFRIELSER OG OMSÆTNING AF BOLIGER



Anm.: Førtidige indfrielse er 4 kvartalers gennemsnit, og første observation er 1994. Antallet af handler er handlet i løbet af et år og sidste observation er 2004.

Kilde: Danmarks Statistik, Finansministeriet, Københavns Fondsbørs og Danmarks Nationalbank.

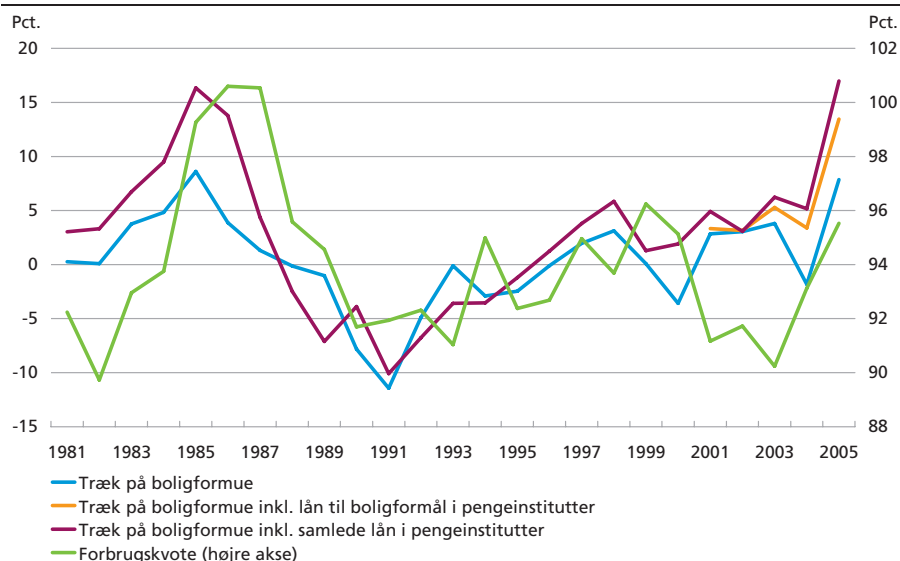
ningernes låntagning og træk på boligformuen kommer fra boligejeres tillægsbelåning fx i tilknytning til omlægning af realkreditlån og opstår i forbindelse med køb og salg af boliger, jf. boks 2.

Der sker løbende substitution mellem bank- og realkreditlån, og ud over realkreditlåntagning optager husholdningerne lån i pengeinstitutterne med sikkerhed i boligen. Størstedelen af væksten i udlån fra pengeinstitutterne de seneste år stammer fra udlån til boligformål, herunder prioritetslån.¹ Træk på boligformuen både med og uden lån i penge-

¹ Pengeinstitutternes udlån til boligformål omfatter lån med sikkerhed i fast ejendom, men kan også indeholde lån uden pant i fast ejendom.

FORBRUGSKVOTE OG TRÆK PÅ BOLIGFORMUE I FORHOLD TIL DISPONIBEL INDKOMST

Figur 5



Anm.: Statistikken for lån i pengeinstitutter til boligformål begynder i midten af 2000.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

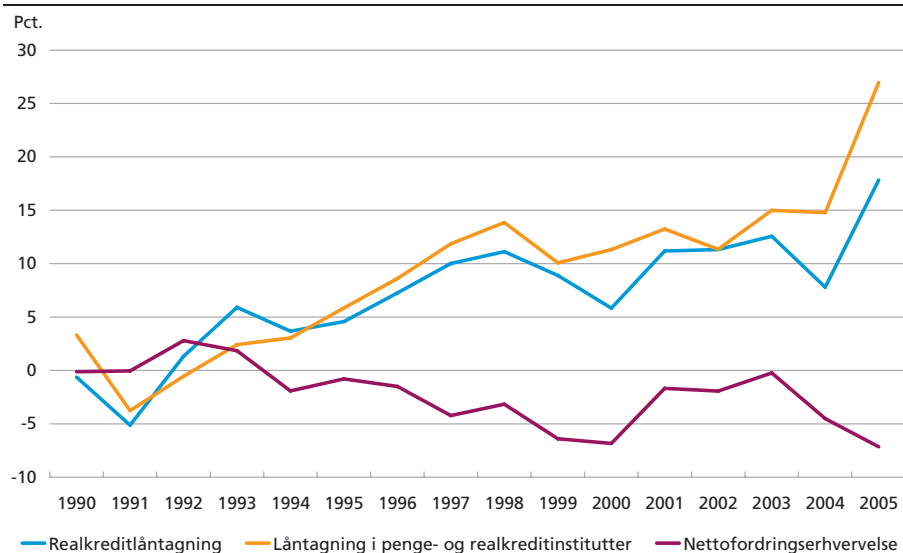
institutter steg i 2005, jf. figur 5. Det er vanskeligt at afgøre, om den seneste stigning har baggrund i produktudviklingen inden for realkrediten eller i boligpris- og konjunkturudviklingen. Hvis trækket på boligformuen er steget til et højere niveau end tidligere, kan det være en indikation på, at de nye produkter har haft en effekt. Træk på boligformuen ligger nu noget over niveauet i slutningen af opsvinget i 1990'erne, specielt hvis låntagningen i pengeinstitutterne inddrages. Husholdningernes samlede låntagning i penge- og realkreditinstitutter, der kan gå til forbrug og finansiell nettoopsparing er nået op på samme niveau som under den stærke højkonjunktur i midten af 1980'erne.

En del af den seneste stigning i træk på boligformuen afspejler formentlig merbelåning i forbindelse med det stigende omfang af konverteringer. Introduktionen af nye produkter inden for boligfinansiering kan have øget konverteringsaktiviteten. Realkreditlåntagning og træk på boligformuen blev også i begyndelsen af 1990'erne understøttet af udviklingen inden for realkreditfinansiering. I 1992 blev der givet bedre mulighed for tillægsbelåning fra realkrediten. I 1993 blev kravet om anvendelse af de såkaldte mix-lån til boligfinansiering ophævet, og 30-årige annuitetslån blev genindført med store konverteringer til følge, da renterne efterfølgende faldt.¹

¹ Jf. Jens Verner Andersen, Hanne Lyngesen og Erik Haller Pedersen (1999), Kreditgivning under to højkonjukturer, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal, for beskrivelsen af kreditgivningen under opsvinget i 1990'erne.

**HUSHOLDNINGERNES LÅNTAGNING OG NETTOFORDRINGSERHVERVELSE I
FORHOLD TIL DISPONIBEL INDKOMST**

Figur 6



Anm.: Husholdningernes nettofordringserhvervelse er deres bruttoopsparing fratrasket boliginvesteringer og andre reale investeringer. Desuden tillægges netto kapitaloverførsler til husholdningerne.

Kilde: Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbank og Finansministeriet.

I hvilket omfang er træk på boligformuen gået til forbrug? Forbrugskvoten er steget under det nuværende opsving i forbindelse med stigende boligpriser og boligformue. Forbrugskvoten adskiller sig dog ikke fra niveauet i slutningen af opsvinget i 1990'erne. Ligesom under opgangskonjunktoren i 1990'erne er husholdningernes finansielle opsparingsoverskud (nettofordringserhvervelse) blevet reduceret under opsvinget, som begyndte i 2003, jf. figur 6. Husholdningernes finansielle opsparingsunderskud er dog mindre end deres låntagning i penge- og realkreditinstitutter, da husholdningerne under ét har anvendt en del af deres træk på boligformuen til at erhverve finansielle aktiver fx i form af pensionsindbetalinger. Stigningen i husholdningernes pensionsformue (inkl. kapitalgevinster) siden slutningen af 1998 svarer nogenlunde til væksten i deres lån i penge- og realkreditinstitutter. Husholdningernes nettoformue har samtidig været stigende de senere år. Det er først og fremmest kapitalgevinster på boliger og aktier, som har været drivkraften bag formueopbygningen. Det har isoleret set forbedret husholdningernes fremtidige forbrugsmuligheder. Analyser af finansiell stabilitet peger også på, at husholdningerne generelt er velkonsoliderede.¹

¹ Jf. Danmarks Nationalbank (2005), *Finansiell Stabilitet*.

Udenlandske banker i Danmark

Jakob Windfeld Lund, Kapitalmarkedsafdelingen, og Kristine Rasmussen, Statistisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Banksektoren¹ er ligesom andre brancher påvirket af globalisering og konsolidering med effekter på markedsandele og koncentration. EU-samarbejdet har skabt rammerne for det indre marked for finansielle tjenesteydelser, og bankerne (specielt i Norden) har i stigende grad udnyttet mulighederne for grænseoverskridende bankvirksomhed. Det er vanskeligt at få et samlet billede af udenlandske² bankers aktiviteter i Danmark, da forretningsomfanget varierer betydeligt på tværs af kundegrupper og markedssegmenter. I denne artikel belyses udviklingen fra flere vinkler ved hjælp af forskellige datakilder.

Samlet set er banksektoren i Danmark, ligesom det er tilfældet i flere andre mindre EU-lande, kendetegnet ved både (i) høj koncentration af markedsandele og (ii) signifikant tilstedeværelse af udenlandske banker. Balancen for udenlandske banker i Danmark er vokset de seneste år, men markedsandelen er aftaget. På detailmarkedet for ind- og udlån er det primært nordiske banker, der dominerer, mens ikke-nordiske banker har en yderst begrænset balance i filialer og datterbanker i Danmark. Ikke-nordiske banker står imidlertid for større andele af grænseoverskridende lån til danske kunder og af danske selskabers kapitalmarkedsudstedelser.

I artiklen måles først koncentrationen i den danske banksektor ud fra balancedata³. Dernæst skitseres rammerne for og omfanget af udenlandske bankers aktivitet i Danmark. Balancedata vises som noget nyt opdelt på danske og udenlandske banker til belysning af balancestørrelse, -sammensætning og markedsandele. Supplerende data fra alternative kilder anvendes til at undersøge udenlandske bankers rolle for grænseoverskridende lån og kapitalmarkedsaktiviteter med danske kunder.

¹ "Banksektor" og "banker" bruges i denne artikel både i generel betydning og mere specifikt for pengeinstitutsektoren og pengeinstitutter i Danmark.

² "Udenlandske" betyder i denne artikel udenlandsk ejede.

³ "Balancedata" refererer i denne artikel til pengeinstitutternes indberetninger til Nationalbankens Balance- og strømstatistik for Monetære Finansielle Institutioner (MFI'er) og inkluderer ikke data for realkreditinstitutter, andre kreditinstitutter, pengemarkedsforeninger og Danmarks Nationalbank.

KONCENTRATION AF MARKEDSANDELE

En analyse af markedsansdele kan bidrage til en vurdering af konkurrencesituationen og stabiliteten i den danske banksektor. Individuelle bankers indberetninger og markedsansdele kan ikke offentliggøres, men i boks 1 beregnes to opsummerende statistiske mål for koncentrationen

KONCENTRATIONSMAÅL

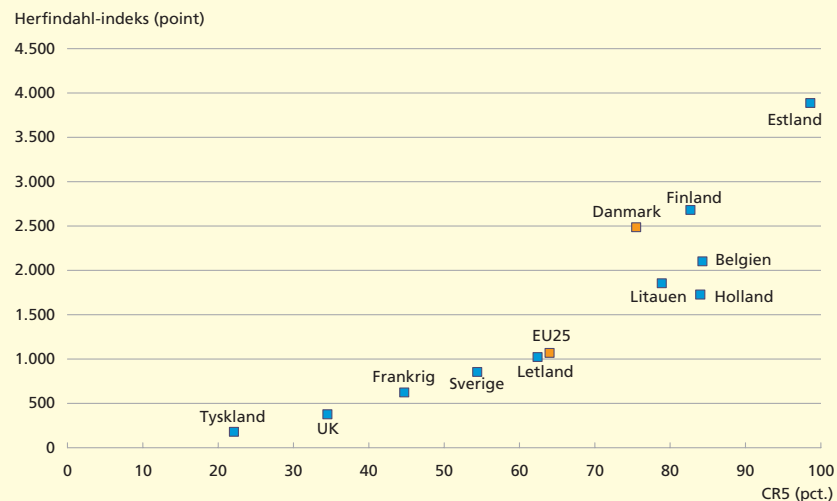
Boks 1

Koncentrationsindeks anvendes som statistisk indikator for koncentrationen af markedsansdele inden for bestemte sektorer, brancher eller områder/regioner. To velkendte koncentrationsmål er CR5 (Top-5 Concentration Ratio) og Herfindahl-indekset. CR5 er summen af de 5 største institutters markedsansdele. Herfindahl-indekset er defineret som summen af individuelle bankers kvadrerede markedsansdele. Indekset afhænger både af antallet af banker og af forskelle i markedsansdele. En stigning i værdien af begge indeks indikerer øget koncentration. Et marked med et Herfindahl-indeks over 1.800 anses for koncentreret.¹

Sammenlignet med de fleste andre EU-lande synes den danske banksektor at have relativ høj koncentration målt ved både Herfindahl-indekset og CR5, om end koncentrationen i et internationalt perspektiv er mindre udtalt målt ved CR5, jf. figur A. Den relativt høje værdi af koncentrationsindeksene for den danske banksektor siger ikke i sig selv noget om konkurrenceforhold, idet der ikke tages højde for konkurrence udefra eller for tendensen til højere koncentration i mindre lande.

KONCENTRATIONSMAÅL FOR UDVALGTE LANDE, ULTIMO 2004

Figur A



Anm.: I beregningen af koncentrationsindeksene er koncernmellemliggende ikke nettet ud. De viste indeks for Danmark omfatter udelukkende banker (og ikke realkredit- og andre kreditinstitutter), hvorved konsolideringsproblemet mellem banker og realkreditinstitutter fra samme koncern undgås. De viste data for Danmark er dermed ikke direkte sammenlignelige med data i artiklen Finansielle koncerner og konglomerater, side 57. Værdien for EU25 er medianværdien.

Kilde: Danmarks Nationalbank, ECB (2005c) samt egne beregninger.

¹ Denne tærskelværdi anvendes bl.a. af Konkurrencestyrelsen (www.ks.dk).

af markedsandele. Disse koncentrationsmål viser, at banksektoren i Danmark har en højere koncentration end banksektoren i mange andre EU-lande.

Koncentration kan have implikationer for den finansielle stabilitet. Et meget koncentreret banksystem kan være mere sårbart over for systemiske kriser, idet banker med store markedsandele alt andet lige udgør større smitterisiko både via interbankmarkedet¹ og via makroøkonomiske feedback effekter. I et finansielt system med høj koncentration er det derfor ekstra vigtigt, at banker med store markedsandele er robuste nok til at kunne modstå eventuelle chok.

RAMMER FOR UDENLANDSKE BANKER

Udenlandske banker har under de eksisterende rammer² flere forskellige muligheder for at betjene danske kunder, jf. figur 1.

International bankforretning på tværs af grænser – pil (A) i figur 1 – blev gjort markant lettere fra slutningen af 1980'erne med liberaliseringen af kapitalbevægelserne. Både udøvelse af grænseoverskridende virksomhed og etablering af lokale filialer – pil (B) i figur 1 – blev med EUs andet bankharmoniseringsdirektiv³ i 1989 ligeledes simplificeret til kun at kræve orientering af værtslandsmyndigheden. For fuldkommenhedens skyld viser pil (C) i figur 1, at udenlandske banker kan betjene internationalt aktive danske kunders udenlandske enheder eller projekter direkte, evt. med garanti fra den danske kunde. Nationalbankens balancedata for herværende banker (beskrevet nedenfor) dækker pil (B), mens BIS' internationale bankdata (beskrevet i boks 2) forsøger at dække (A), (B) og (C).

Ultimo 2005 var der i Danmark 9 udenlandske datterbanker og 26 filialer af udenlandske banker, mens 271 udenlandske institutioner havde meddelt Finanstilsynet, at de ønskede at udøve grænseoverskridende bankvirksomhed.

Den største udenlandske bank i Danmark er Nordea, som opererer som datterbank, men med planer om omdannelse til filial af et svensk baseret europæisk selskab under tilsyn af Finansinspektionen i Sverige. Nordea er et eksempel på, at de største markedsandele for udenlandske banker i Danmark er fremkommet gennem opkøb eller fusioner, ikke gennem vækst fra grunden af nystiftede filialer eller datterbanker.

Langt hovedparten af de udenlandske banker i Danmark har modervirksomhed i et af de øvrige nordiske lande. En logisk forklaring på den

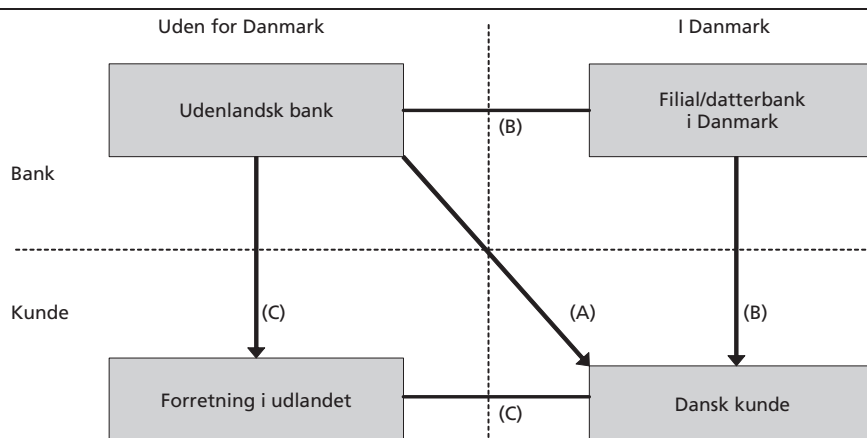
¹ Smittefare i det danske usikrede dag-til-dag interbankmarked er analyseret i Amundsen og Arnt (2005).

² Jf. Danmarks Nationalbank (2004).

³ Direktiv 89/646/EEC.

UDENLANDSKE BANKERS BETJENING AF DANSKE KUNDER

Figur 1



Internationale bankers danske fordringer:

(A) Internationale udlån (dvs. grænseoverskridende)

(B) Lokale udlån (via lokale filialer/datterbanker)

(C) Garantier fra Danmark (for lån andetsteds)

nordiske dominans er, at Norden er forholdsvis ensartet, hvad angår kultur, sprog, lovgivning, tradition og produktudbud. Det kan derfor umiddelbart være nemmere for en nordisk bank at etablere sig i Danmark med henblik på standard bankvirksomhed som udlåns- og indlåns-virksomhed end for en ikke-nordisk bank. Ud af de udenlandske bankers samlede aktiver med danske modparter tegner de nordiske banker sig for ca. 84 pct.¹ ultimo 2005.

BALANCESAMMENSÆTNING OG MARKEDSANDELE

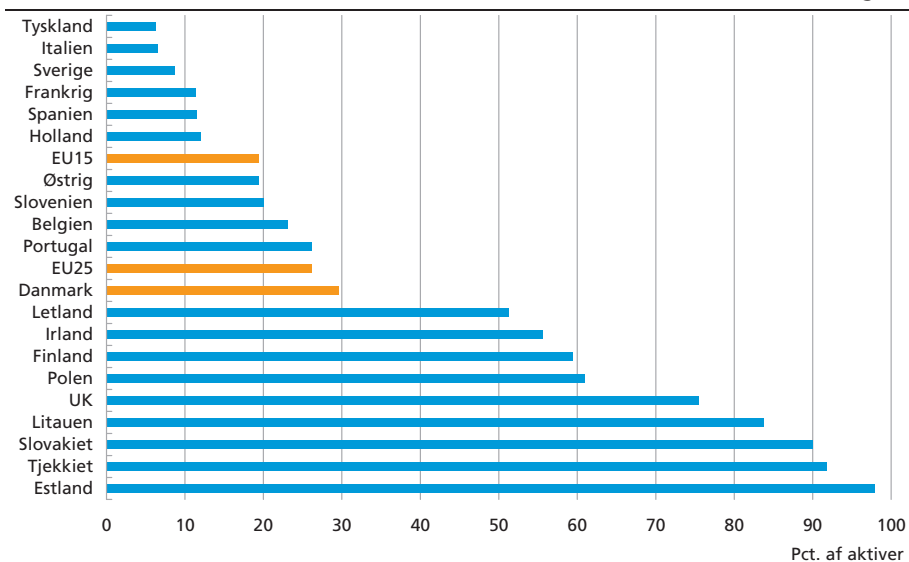
Udenlandske bankers forretningsomfang i Danmark er større end i de fleste EU15-lande, jf. figur 2. De 10 nye medlemslande i EU er generelt kendetegnet ved markant højere udenlandsk ejerskab end de lande, der udgør EU15, men med store forskelle på tværs af landene. I Estland, Tjekkiet og Slovakiet havde udenlandske banker en markedsandel på over 90 pct. ultimo 2004, mens markedsandelen i Slovenien kun udgjorde 20 pct. Det omfattende udenlandske ejerskab, der kendetegner mange af de nye EU-medlemslande, opstod i kølvandet på privatiseringen af tidligere statsejede virksomheder². Udenlandske bankers høje markedsandel i UK afspejler bl.a. Londons rolle som et internationalt finanscentrum. Andre eksempler på finansiel integration på detailmar-

¹ Andelen er beregnet på baggrund af den månedlige indberetning fra bankerne til Nationalbankens Balance- og strømstatistik. For flere detaljer om Balance- og strømstatistikken henvises til Nationalbankens websted (www.nationalbanken.dk) eller Danmarks Nationalbank (2003).

² ECB (2005a).

UDENLANDSKE BANKERS MARKEDSANDELE, ULTIMO 2004

Figur 2



Anm.: Data dækker forretninger med såvel indenlandske som udenlandske modparter. De viste værdier for EU15 og EU25 er medianværdier.

Kilde: Nationalbanken, ECB (2005c) samt egne beregninger.

kedet – fx mellem Benelux-landene – har ikke resulteret i nær så høje markedsandele for udenlandske banker.

Integrationen af detailmarkederne i EU er fortsat begrænset, mens interbank markederne (målt på grænseoverskridende udlån mellem finansielle institutioner) udviser tegn på stigende integration – især mellem eurolandene.¹ Årsagen til den forholdsvis begrænsede integration af detailmarkederne skal findes i forskelle i skatteforhold, sprog, traditioner, produktudbud, konkurrenceforhold, lovgivning og forbrugerbeskyttelse, der kan virke som barrierer for bankers etablering uden for hjemlandet.² Det er især svært for udenlandske banker at trænge ind på markedet for husholdninger, der efterspørger færre internationalt standardiserede ydelser end større erhvervsvirksomheder.

Balancestørrelse og sammensætning

Nationalbankens balancedata kan belyse balancesammensætning og markedsandele for udenlandske banker³ i den danske banksektor. I de

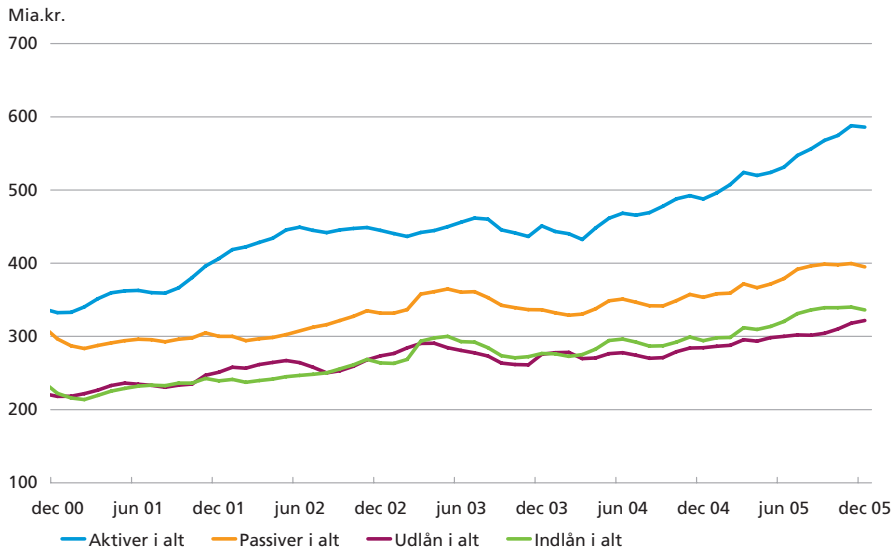
¹ ECB (2005b).

² ECB (2005c).

³ Populationen af udenlandske banker i Balance- og strømstatistikken varierer over tid, men har fra 2000 til 2005 inkluderet ABN AMRO Bank, Alfred Berg Bank, Carnegie Bank, Citibank, Dexia Bank Danmark, DnB NOR Bank, Eik Bank, E*TRADE Bank, FIH Erhvervsbank (klassificeret som pengeinstitut i hele perioden), Forex Bank, FöreningsSparbanken København, Gudme Raaschou Bank, Handelsbanken, HSH Nordbank, Nordea Bank Danmark, Skandiabanken og Skandinaviska Enskilda Banken (filial og datterbank).

UDENLANDSKE BANKERS BALANCE, UDVALGTE POSTER

Figur 3



Anm.: 3-måneders glidende gennemsnit. Data dækker forretninger med danske modparter.
Kilde: Danmarks Nationalbank samt egne beregninger.

seneste 5 år har udenlandske banker øget såvel aktivsiden som passivsiden af balancen med danske modparter. Udlån og indlån, der udgør hovedparten af balancen, har ligeledes været stigende i perioden, jf. figur 3.

I tabel 1 og 2 ses udviklingen i udvalgte balanceposter fra 2000-05 opdelt på danske og udenlandske banker i Danmark. Tabel 1 angiver balanceposterne i mia.kr., mens tabel 2 angiver balancesammensætningen, dvs. de enkelte balanceposter i pct. af aktiver/passiver i alt.¹

Udenlandske banker med filial eller datterbank i Danmark har samlede aktiver til en værdi af små 600 mia.kr. ultimo 2005, mens samlede passiver beløber sig til ca. 400 mia.kr., jf. tabel 1. Det samlede forretningsomfang med kunder i Danmark er dog større, idet den internationale bankstatistik fra BIS pr. medio 2005 viser et samlet mellemværende med danske modparter på 1.770 mia.kr. Forskellen mellem de to datakilder skyldes primært, at balancedata i tabel 1 kun indeholder data for herværende bankers balance, mens BIS-statistikken omfatter forretninger registreret såvel inden for som uden for Danmarks grænser. I boks 2 gives en mere detaljeret sammenligning af de to datakilder.

¹ Tabeller med udviklingen i udenlandske bankers balance vil fra medio 2006 komme til at indgå som en fast bestanddel af tabellertilægget for Balance- og strømstatistikken.

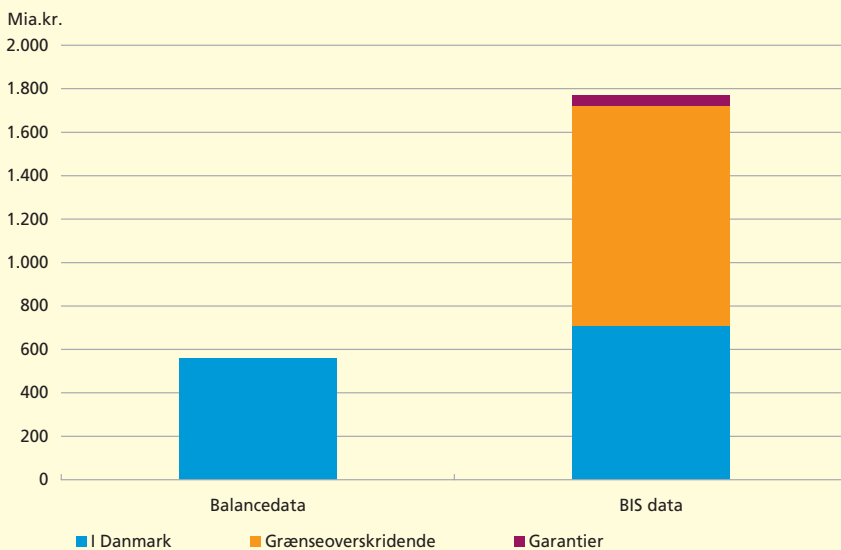
BIS INTERNATIONALE BANKDATA

Boks 2

BIS¹ (Bank for International Settlements) konsoliderede bankdata¹ er baseret på indberetninger fra 30 lande af deres bankers samlede fordringer over for kunder i andre lande. Sammenlignet med ECBs harmoniserede MFI balancestatistik² indeholder BIS data populations- og metodeforskelle mellem indberettende lande og statistiske brud over tid. BIS data giver et supplerende billede af udenlandske bankers samlede danske fordringer opdelt (som vist tidligere i figur 1) på (A) grænseoverskridende aktiver, (B) aktiver i lokale filialer/datterbanker og (C) nettogarantistillelser. Disse poster sammenlignes i figur B med balancedata, som udelukkende dækker (B) herværende filialer/datterbanker. Internationale bankers samlede danske fordringer var i juni 2005 1.770 mia.kr., langt større end aktiverne i lokale filialer og datterbanker.³

UDENLANDSKE BANKERS DANSKE FORDRINGER

Figur B



De grænseoverskridende fordringer har en noget anderledes profil end balancesammensætningen for herværende lokale datterbanker og filialer vist i tabel 2. Der er en hovedvægt af fordringer på banker, der udgør 59 pct. af de grænseoverskridende fordringer, og en hovedvægt af fordringer med en løbetid på et år eller kortere. Denne sektor- og løbetidsprofil er ikke usædvanlig sammenlignet med BIS data for andre lande. Mens balancedata for udenlandske banker i Danmark domineres af nordiske banker, jf. tabel 3, viser BIS data for udenlandske bankers grænseoverskridende fordringer på danske modparter en lavere relativ markedsandel for svenske banker (50 pct.) og højere markedsandele for banker fra fx Tyskland (12 pct.) og USA (5 pct.).

¹ For en mere detaljeret beskrivelse af BIS data, se McGuire og Wooldrige (2005).

² For mere detaljeret beskrivelse af balancestatistikken for MFI-sektoren henvises til Nationalbankens websted (www.nationalbanken.dk) eller Danmarks Nationalbank (2003).

³ Forskellen på ca. 100 mia.kr. mellem balancedata og BIS data for herværende filialer og datterbanker kan til dels tilskrives metodologi- og populationsforskelle. De her anvendte balancedata dækker udelukkende banker, mens BIS data også kan dække realkredit- og andre kreditinstitutter, men udelukkende fra BIS-indberettende lande og ikke fx Island.

**BALANCESAMMENSÆTNING I MIA.KR. FOR DEN DANSKE BANKSEKTOR
FORDELT PÅ ALLE BANKER, DANSKE BANKER OG UDENLANDSKE BANKER**

Tabel 1

Mia.kr.		Udvalgte aktiver					
		Udlån	Udlån til MFI ¹	Udlån ekskl. MFI ¹	Obligationer	Aktier	Danske aktiver i alt
Alle banker	2000	690	121	569	259	76	1.106
	2001	751	114	637	389	70	1.299
	2002	799	152	647	468	71	1.443
	2003	795	132	663	555	83	1.510
	2004	860	106	755	556	88	1.583
	2005	1.095	175	920	615	103	1.906
Danske banker	2000	471	81	389	191	61	781
	2001	501	71	429	266	54	886
	2002	518	80	438	358	58	1.001
	2003	494	51	443	412	65	1.033
	2004	576	57	518	385	70	1.097
	2005	763	115	648	403	82	1.319
Udenlandske banker	2000	219	39	180	68	16	325
	2001	250	43	207	122	16	413
	2002	281	73	209	109	13	442
	2003	302	81	220	143	18	477
	2004	285	48	236	170	18	486
	2005	332	60	272	212	21	586

Mia.kr.		Udvalgte passiver				
		Indlån	Indlån fra MFI ¹	Indlån ekskl. MFI ¹	Kapital og reserver	Danske passiver i alt
Alle banker	2000	787	175	612	151	1.048
	2001	873	230	643	153	1.123
	2002	933	257	676	161	1.218
	2003	965	254	711	171	1.244
	2004	1.027	239	788	173	1.328
	2005	1.238	324	914	211	1.552
Danske banker	2000	575	122	453	117	766
	2001	634	158	476	120	827
	2002	679	178	502	126	892
	2003	678	154	524	138	900
	2004	741	167	574	139	984
	2005	895	224	671	158	1.154
Udenlandske banker	2000	212	54	159	34	282
	2001	239	72	167	33	296
	2002	254	79	175	35	326
	2003	286	100	187	33	344
	2004	286	72	214	34	344
	2005	343	99	244	53	399

Anm.: Aktivsiden og passivsiden balancerer ikke, fordi de angivne beløb udelukkende omfatter forretninger med danske modparter. Forskellen mellem aktiv- og passivsiden af de danske balancer udgøres af bankernes nettoposition vis-à-vis udlandet. De angivne data er pr. ultimo det pågældende år.

Kilde: Danmarks Nationalbank samt egne beregninger.

¹ Betegnelsen MFI (Monetær Finansiell Institution) dækker pengeinstitutter, realkreditinstitutter, andre kreditinstitutter, pengemarkedsforeninger og Danmarks Nationalbank.

BALANCESAMMENSÆTNING I PCT. FOR DEN DANSKE BANKSEKTOR
FORDELT PÅ ALLE BANKER, DANSKE BANKER OG UDENLANDSKE BANKER

Tabel 2

Pct. af samlede aktiver		Udvalgte aktiver					
		Udlån	Udlån til MFI ¹	Udlån ekskl. MFI ¹	Obligationer	Aktier	Danske aktiver i alt
Alle banker	2000	62,4	10,9	51,5	23,4	6,9	100,0
	2003	52,7	8,8	43,9	36,7	5,5	100,0
	2005	57,5	9,2	48,3	32,3	5,4	100,0
Danske banker	2000	60,3	10,4	49,9	24,5	7,8	100,0
	2003	47,8	4,9	42,9	39,9	6,3	100,0
	2005	57,9	8,7	49,1	30,6	6,2	100,0
Udenlandske banker	2000	67,3	12,0	55,3	20,9	4,8	100,0
	2003	63,2	17,0	46,2	29,9	3,7	100,0
	2005	56,7	10,3	46,4	36,1	3,6	100,0

Pct. af samlede passiver		Udvalgte passiver				
		Indlån	Indlån fra MFI ¹⁾	Indlån ekskl. MFI ¹⁾	Kapital og reserver	Danske passiver i alt
Alle banker	2000	75,2	16,7	58,4	14,4	100,0
	2003	77,6	20,4	57,2	13,8	100,0
	2005	79,6	20,8	58,9	13,6	100,0
Danske banker	2000	75,1	15,9	59,2	15,3	100,0
	2003	75,4	17,1	58,3	15,3	100,0
	2005	77,6	19,4	58,1	13,7	100,0
Udenlandske banker	2000	75,3	19,0	56,3	12,1	100,0
	2003	83,3	29,0	54,3	9,6	100,0
	2005	86,0	24,9	61,1	13,3	100,0

Anm.: De angivne data er pr. ultimo det pågældende år.

Kilde: Danmarks Nationalbank samt egne beregninger.

¹ Betegnelsen MFI (Monetær Finansiell Institution) dækker pengeinstitutter, realkreditinstitutter, andre kreditinstitutter, pengemarkedsforeninger og Danmarks Nationalbank.

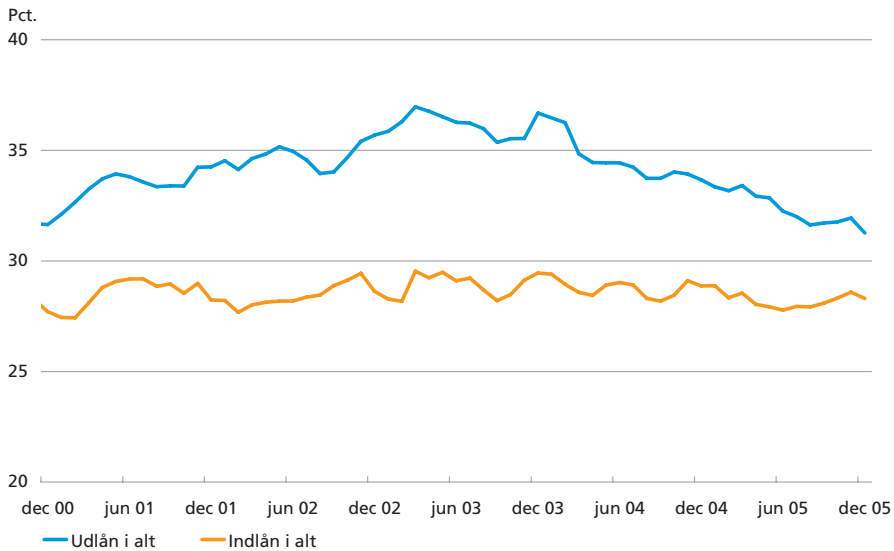
Markedsandele

Til trods for det stigende aktivitetsniveau har udenlandske bankers markedsandel for udlån været aftagende siden slutningen af 2003, jf. figur 4. Danske banker har således kapret en større andel af det stigende marked end deres udenlandske konkurrenter. Markedsandelen for indlån har derimod ligget forholdsvis konstant i underkanten af 30 pct. i hele perioden for udenlandske banker.

Udenlandske banker har primært vundet indpas hos erhverv frem for hos private husholdninger, hvilket afspejles i en betydelig højere markedsandel til erhverv end til husholdninger for både udlån og indlån, jf. figur 5. Markedsandelene for udlån til erhverv og husholdninger har dog været aftagende igennem mere end et år, mens markedsandelen på indlånssiden har været forholdsvis konstant til begge sektorer.

MARKEDSANDELE FOR UDENLANDSKE BANKER, UD- OG INDLÅN I ALT

Figur 4



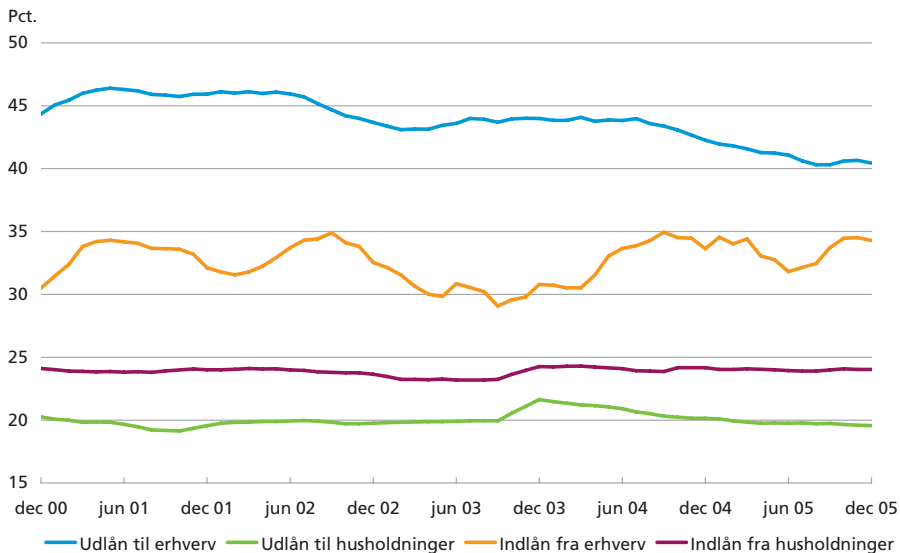
Anm.: 3-måneders glidende gennemsnit. Markedsandelen for udlån til og indlån fra indenlandske modparter er målt i forhold til alle banker i Danmark.

Kilde: Danmarks Nationalbank samt egne beregninger.

At udenlandske banker har højere markedsandel til erhverv end til husholdninger afspejler formodentlig en bevidst markedsføringsstrategi, hvor udenlandske banker hovedsageligt tilbyder ydelser til større er-

MARKEDSANDELE FOR UDENLANDSKE BANKERS UDLÅN TIL OG INDLÅN FRA HUSHOLDNINGER OG ERHVERV

Figur 5



Anm.: 3-måneders glidende gennemsnit. Data dækker forretninger med danske modparter.

Kilde: Danmarks Nationalbank samt egne beregninger.

MARKEDSANDELE I PCT. FOR UDENLANDSKE BANKER, ULTIMO 2005

Tabel 3

	Nordiske	Ikke-nordiske
Udlån – erhverv	36,1	3,9
Udlån – husholdninger	18,9	0,7
Indlån – erhverv	32,4	2,1
Indlån – husholdninger	24,0	0,1

Anm.: Data dækker indlån til og udlån fra indenlandske modparter.

Kilde: Danmarks Nationalbank samt egne beregninger.

hvervskunder frem for til husholdninger eller mindre erhvervsvirksomheder. Husholdninger anses således generelt for at være mindre tilbøjelige til at skifte bank og tillægger det typisk høj vægt at have en filial i nærheden af bopælen eller arbejdspladsen. Husholdninger har typisk også et mindre forretningsomfang end erhvervsvirksomheder. Disse faktorer er medvirkende til at gøre erhvervssegmentet mere tiltrækkende og nemmere at gå til for udenlandske banker. Omvendt er rentemarginalen normalt højere for husholdninger end for virksomheder.¹

Udenlandske bankers adgang til det danske detailmarked er primært sket via opkøb af lokale banker med eksisterende filialnetværk, som så efterfølgende drives som datterbanker eller filialer. Rene udenlandske internetbanker (dvs. uden filialnetværk) er vokset stærkt i flere lande², men synes ikke at være et væsentligt fænomen i Danmark.

En geografisk opdeling af de udenlandske banker i nordiske og ikke-nordiske banker viser, at det er de nordiske banker, der sidder på langt størstedelen af detailmarkedet, mens ikke-nordiske banker har en meget begrænset markedsandel – især til husholdninger, jf. tabel 3.

Balancedata anvendt i denne artikel omfatter som tidligere nævnt balancer bogført i herværende banker, jf. figur 1, og kan således af flere grunde undervurdere udenlandske bankers forretningsomfang i Danmark. Omfanget af grænseoverskridende bankvirksomhed – hvor danske kunder benytter en udenlandsk bank uden filial eller datterbank i Danmark – er således som vist i boks 2 stort. Den grænseoverskridende bankvirksomhed må formodes primært at være rettet mod erhverv og banker. Selv hvis danske kunder benytter en udenlandsk bank med fysisk tilstedeværelse i Danmark, kan banken imidlertid vælge at lade forretningerne bogføre i en anden enhed uden for Danmark.³ Ydermere kan

¹ For en nærmere analyse af rentemarginaler henvises til Persson (2005).

² Fx hævder den hollandske internetbank ING Direct at have fået 14 millioner kunder i ni lande.

³ I begyndelsen af 2006 har Nationalbanken indgået et samarbejde med de øvrige nordiske centralbanker om at overvåge de største nordiske bankers grænseoverskridende aktiviteter. Formålet er at følge med i, om informationsindholdet i den nationale balancestatistik udvandes som følge af, at balanceposter flyttes over landegrænser. For flere detaljer henvises til Nationalbankens websted (www.nationalbanken.dk) under Regelsæt - Statistik - Indberetningsforskrifter.

finansielle transaktioner have langt større økonomisk værdi end afspejlet i den bogførte balance, fx i tilfælde af kapitalmarkedsaktiviteter.

KAPITALMARKEDSAKTIVITETER

Udenlandske banker har langt større markedsandele målt på kapitalmarkedsaktiviteter end på traditionel ind- og udlånsvirksomhed i Danmark. Nationalbankens værdipapirstatistik dækker udstedere og ejere, men ikke bankers rolle som finansielle formidlere, fx som lead managers for værdipapirudstedelser og værdipapirhandlere/market makers for det sekundære marked i eksisterende værdipapirer. Disse finansielle tjenesteydelser udføres ofte af banker, og belyses derfor i denne artikel om udenlandske banker i Danmark.¹

Uden officiel statistik for disse typer af finansiell formidling på kapitalmarkederne kan man i stedet beregne illustrative markedsandele² ud fra forskellige private datakilder, jf. figur 6. Markedsandele for lead managers for aktie- og obligationsudstedelser og syndikerede lån er beregnet ud fra Bloombergs database, som dækker over 400 obligationsudstedelser af danske ikke-finansielle selskaber de seneste 5 år med en samlet værdi på over 300 mia.kr. For market maker og børshandelsaktivitet i det sekundære marked vises markedsandele for omsætning på store markeder for danske værdipapirer – MTS Danmark og Københavns Fondsbørs – med det forbehold, at disse markedspladser kun dækker en delmængde af det samlede marked, hvor mange transaktioner foregår uden for organiserede markedspladser.

Ikke-nordiske udenlandske banker har markant højere markedsandele som lead managers for udstedelser af aktier (75 pct.) og obligationer (82 pct.). Disse markedsandele er opnået på trods af, at kun 2 af verdens 15 væsentligste investeringsbanker³ har filial eller datterselskab i Danmark. De fleste internationale investeringsbanker varetager danske forretninger fra internationale finansielle centre (fx London) og servicerer danske kunder via telefon, e-mail og korte besøg. Med gennemsnitligt under 100 internationale obligationsudstedelser om året fra danske udstedere er markedet næppe stort nok til, at et stort antal investeringsbanker kan opretholde kontor i Danmark. I konkurrencen om at blive lead manager for danske udstedere er det formentlig vigtigt at have en god international

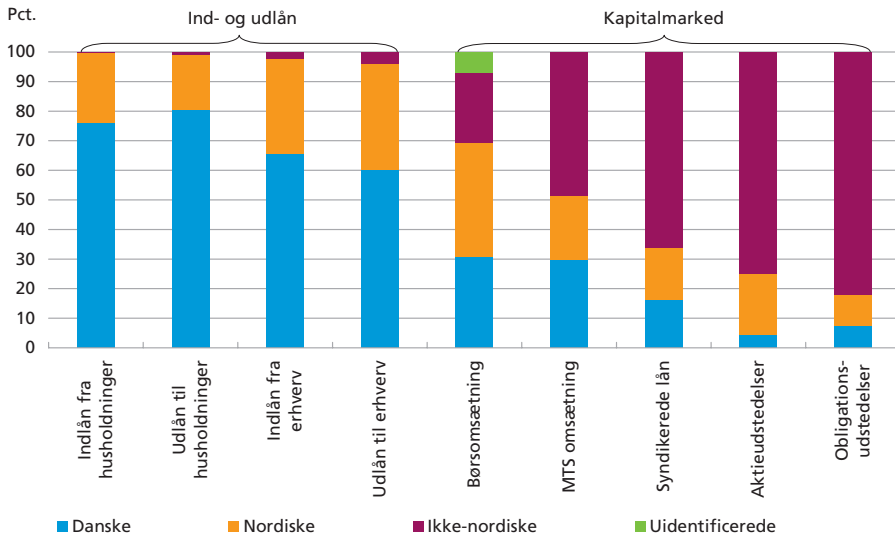
¹ Andre finansielle produktsegmenter, som fx leasing, forsikring og porteføljeforvaltning vurderes at være ud over artiklens fokusområde.

² Markedsandelssøjlerne for kapitalmarkedsaktivitet skal kun ses som illustrative, idet de beskriver forskellige markedssegmenter og ikke er fuldstændig dækkende for al kapitalmarkedsaktivitet.

³ Bank of England (2001) identificerede en gruppe af 15 LCFI'er (Large Complex Financial Institutions), som havde top-10 rang på markedsandele i mindst to af de globale kapitalmarkeds væsentligste produktsegmenter. Denne LCFI gruppe af 15 væsentlige investeringsbanker har siden udgjort et analytisk fokus både i stabilitetsrapporterne fra Bank of England, IMF og ECB.

**MARKEDSANDELE FOR DANSKE, NORDISKE OG IKKE-NORDISKE BANKER
PÅ DET DANSKE MARKED**

Figur 6



Anm.: Ind- og udlån er for ultimo 2005. Omsætning på Københavns Fondsbørs og MTS er for 2005. Syndikerede lån, aktieudstedelser og obligationsudstedelser er for 2001-05.

Kilde: Danmarks Nationalbank, OMX, MTSDenmark, Bloomberg samt egne beregninger.

kundebase for at kunne distribuere de udstedte værdipapirer og sikre den danske kunde finansiering på favorable vilkår. Store internationale banker må desuden formodes at have en komparativ fordel, hvad angår større transaktioner, sammenlignet med end mindre danske banker, da de kan stille en større balance, til rådighed via deres modervirksomhed. Lettere adgang til moderbankens balance (og lines hos modparter) kan også ligge til grund for, at investeringsbanker ofte opererer som filialer eller direkte fra fx London.

Syndikerede lån er store udlån, som en eller flere organiserende banker distribuerer videre, typisk til andre banker. I modsætning til distribution af obligationer og aktier til institutionelle investorer, hvor der kræves en stor international kundebase og salgsressurser, kan syndikerede lån lettere placeres blandt allerede bekendte banker, som ønsker at diversificere deres udlånsportefølje. Det er derfor ikke overraskende, at danske banker har større markedsandele for syndikerede lån end for andre kapitalmarkedsudstedelser.

De relative markedsandele ser lidt anderledes ud på det sekundære marked for danske værdipapirer – fx på fondsbørsen og på MTS. Danske bankers markedsandel var ca. 30 pct. på begge markeder i 2005, mens nordiske banker opnåede en større markedsandel (38 pct.) end ikke-nordiske banker (24 pct.) på fondsbørsen. De relativt større markedsan-

dele for danske og nordiske banker kan afspejle den høje grad af integration mellem de nordiske aktiemarkeder, hvor Københavns Fondsbørs i øvrigt ejes af svenske OMX.

KONKLUSION

Sammenlignet med de andre EU-lande synes den danske banksektor at have såvel en relativ høj koncentrationsgrad som relativt store markedsandele for udenlandske banker, specielt for erhvervskunder. Udenlandske banker har øget deres samlede balance i Danmark i de seneste år, men har mistet lidt markedsandele i et marked med endnu stærkere balancevækst. Markedsandelene for udenlandske banker varierer markant mellem kundegrupper og produktsegmenter. Markedsandelene er større for erhvervskunder end for privatpersoner, større for udlån end for indlån, og endnu større for grænseoverskridende lån og internationale kapitalmarkedsaktiviteter. Baseret på balancedata foregår integration på tværs af grænser primært inden for Norden. Andre data viser, at ikke-nordiske banker tegner sig for en langt større markedsandel i danske selskabers kapitalmarkedsudstedelser. De identificerede forskelle i markedsandele kan afspejle flere faktorer.

- Forskelle i kundebehov og præferencer mellem store internationalt aktive virksomheder, mindre selskaber og private husholdninger.
- Bevidst strategisk fokus i udenlandske banker på udbud af serviceydelser til større erhvervskunder.
- Forskellige grader af international markedsintegration og standardisering for de forskellige produktsegmenter.
- Forskelle i adgang til kunder i udlandet, fx til distribution af internationale kapitalmarkedsudstedelser.

Nationalbanken vil følge udviklingen fremover og vil fra medio 2006 regelmæssigt publicere statistik over udenlandske bankers balance i Danmark.

LITTERATUR

Amundsen, Elin og Henrik Arnt (2005), Contagion Risk in the Danish Interbank Market, Danmarks Nationalbank, *Working Paper* 29/2005.

Bank of England (2001), *Financial Stability Review*, December 2001.

Danmarks Nationalbank (2003), Ny finansiel statistik, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

Danmarks Nationalbank (2004) temakapitel om Filialer af udenlandske kreditinstitutter, *Finansiel Stabilitet 2004*, s. 65-74.

ECB (2004), *Report on EU banking structure 2004*.

ECB (2005a), *Banking structures in the new EU Member States*.

ECB (2005b), *Indicators of financial integration in the euro area*.

ECB (2005c), *EU banking structures*.

McGuire, Patrick og Philip Wooldrige (2005), The BIS consolidated banking statistics: Structure, uses and recent enhancements, *BIS Quarterly Review*, September 2005.

Persson, Sabine (2005), En sammenligning af detailrenterne i Danmark og Euroområdet, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Finansielle koncerner og konglomerater

Birgitte Bundgaard Madsen, Kapitalmarkedsafdelingen

Indtil midten af 1980'erne var de finansielle institutioner i Danmark opdelt efter sektorer. Etableringen af Hafnia Invest A/S i 1984 og efterfølgende Baltica Holding A/S og TopDanmark A/S var starten på en ny udvikling. Lovgivningsmæssigt blev der i Danmark i 1989-90 gennemført en liberalisering, som gjorde det muligt i videre omfang at drive anden form for finansiell virksomhed i datterselskabsform, hvilket bl.a. betød, at banker kunne eje datterselskaber inden for andre finansielle sektorer.

Inden for EU bruges betegnelsen finansiell koncern om finansielle selskaber, der er ejermæssigt forbundne, og hvor der ud over moderselskabet er mindst ét andet finansielt selskab. Traditionelle finansielle koncerner driver typisk virksomhed inden for én sektor, fx en moderbank og en række datterbanker i en bankkoncern. Et finansielt konglomerat er en koncern, der har aktiviteter inden for mindst to finansielle sektorer, heraf mindst ét forsikringsselskab.

Fusioner mellem finansielle virksomheder på tværs af finansielle sektorer og landegrænser og dermed dannelsen af finansielle koncerner og konglomerater med aktiviteter i flere lande er et naturligt led i udviklingen af det indre finansielle marked i EU. Denne udvikling stiller nye krav til ledelsen af de finansielle virksomheder, men også til regulering og tilsyn, idet eventuelle problemer kan risikere at overføres mellem koncernforbundne selskaber.

Reguleringen og tilsynet med finansielle virksomheder tager udgangspunkt i det enkelte selskab. Over for denne tilgang står i stigende grad internationale finansielle koncerner og konglomerater, hvor beslutningsprocessen går på tværs af de juridiske selskabsstrukturer. Denne udvikling er en udfordring for både tilsynet med det enkelte tilsynsbelagte selskab, men også for samarbejdet mellem nationale og internationale tilsynsmyndigheder med henblik på at føre tilsyn med den samlede koncern.

Der ses i det følgende på, i hvilken grad dannelsen af finansielle konglomerater nationalt og grænseoverskridende ændrer risikobilledet for de enkelte finansielle selskaber under tilsyn, samt om reguleringen af og tilsynet med disse grænseoverskridende konglomerater kan følge med udviklingen med henblik på i sidste ende at sikre finansiell stabilitet.

ÆNDRING AF DET FINANSIELLE LANDSKAB INDEN FOR EU/EØS

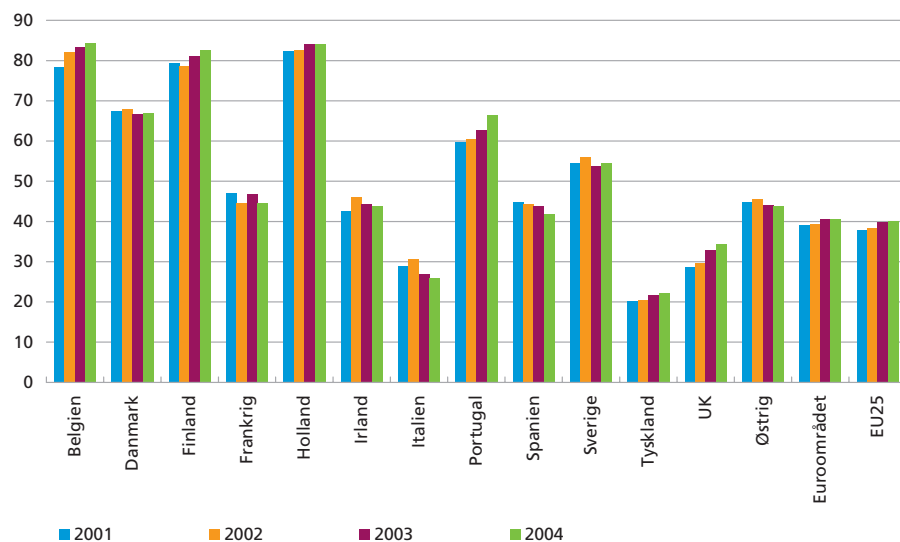
En stor del af den fusionsaktivitet, der har fundet sted gennem de seneste 15-20 år i den finansielle sektor i Danmark og inden for EU/EØS, har været præget af dannelse af finansielle koncerner og konglomerater. Fusionerne foregik tidligere hovedsageligt inden for landenes grænser, men er gennem de senere år også blevet grænseoverskridende.

Potentialet for at høste stordriftsfordele gennem fusioner inden for landegrænserne synes i nogen udstrækning at være udtømt. Dette gælder særligt for de største banker i de mindre EU-lande, hvor koncentrationen er meget høj, jf. figur 1. Her er der nationale konkurrencepolitiske hensyn, som på den anden side kan gøre det sværere for små lande at have internationalt store finansielle koncerner.

De nordiske banker og forsikringselskaber har allerede i flere år haft fokus på det samlede Norden frem for at være rent nationale. Dannelsen af Nordea og Danske Banks køb af Östgöta Enskilda Bank i Sverige og Fokus Bank i Norge er eksempler herpå. Danske Banks køb af National Irish Bank og Northern Bank i 2004 viser, at de finansielle koncerner bevæger sig væk fra de nære regioner. Også udviklingen inden for det øvrige EU/EØS viser i varierende grad samme tendens, fx spanske Santanders overtagelse af engelske Abbey National og italienske Unicredito's

CR5 INDEKS, UDVALGTE EUROPÆISKE LANDE, ANDEL AF SAMLEDE AKTIVER

Figur 1



Anm.: CR5 er givet ved markedsandelen for de 5 største institutter opgjort på institutbasis. For Danmark er realkreditinstitutter medtaget.

Kilde: ECB.

overtagelse af tyske HVB og ABN Amro's overtagelse af italienske Banca Antonveneta.

Udviklingen er en del af den finansielle integration og skabelsen af det indre marked for finansielle tjenesteydelser inden for EU. De såkaldte anden generations finansielle direktiver¹ har givet mulighed for og ret til at udøve grænseoverskridende virksomhed inden for EU/EØS.

SÆRLIGE RISICI SOM FØLGE AF KONGLOMERATDANNELSE

En finansiell virksomhed, som indgår i en koncern eller et konglomerat, kan ud over de almindelige risici i finansielle virksomheder, fx kreditrisici, markedsrisici og forsikringsrisici, også være udsat for risici som følge af koncernrelationerne. Hovedoverskriften for disse risici er smittefare, dvs. risikoen for, at problemer i et selskab overføres til andre selskaber inden for samme koncern på trods af, at der er tale om selvstændige juridiske enheder. Smittefaren kan skyldes interne forhold i koncernen. Fx kan der være tale om, at det enkelte selskab indgår handler med andre selskaber inden for samme koncern (såkaldte koncerninterne transaktioner) på vilkår, som ikke svarer til markedsvilkår. Der kan også være tale om et underskud af kapital i koncernen og i det enkelte selskab på grund af såkaldt dobbeltgearing, hvor kapital anvendes til at opfylde det lovpligtige kapitalkrav i mere end et selskab. Komplicerede koncernstrukturer kan derudover vanskeliggøre mulighederne for at vurdere de økonomiske forhold i koncernen. Det forhold, at et selskab indgår i en koncern, kan endvidere medvirke til, at selskabet påtager sig risici, som selskabet ikke ville have påtaget sig, hvis ledelsen havde handlet selvstændigt ud fra det pågældende selskabs egne interesser.

Eksterne forhold kan ligeledes medvirke til, at problemer overføres fra et selskab til et andet. Det kan være direkte eller mere indirekte forhold, som kan samles under betegnelsen omdømmerisici. Det kan give sig udslag i, at et dårligt omdømme for en del af en koncern kan smitte af på resten af koncernens omdømme, så hele koncernen får problemer på et eller flere områder.

Koncernrisici kan blive forstærket for et konglomerat som følge af forskellig lovgivning, tilsynspraksis og kultur inden for de forskellige finansielle sektorer.

Risici forbundet med koncerner og konglomerater, der går på tværs af landegrænser, er grundlæggende de samme. Dog vil det faktum, at aktiviteterne krydser landegrænser, kunne være komplicerende. Der kan opstå forøgede risici som følge af forskellige jurisdiktioner og særlige

¹ Forsikringsdirektiverne 92/49/EØF og 92/96/EØF og 2. bankharmoniseringsdirektiv 89/646/EØF.

tilsynsrelaterede risici som følge af forskellighed i regler og tilsynspraksis samt behovet for koordination af tilsynsvirksomheden.

REGULERING AF KONCERNER OG KONGLOMERATER INDEN FOR EU

I princippet berører problemstillingerne alle selskaber i en koncern, men det vil ofte være datter- og søsterselskaber, der søges beskyttet gennem lovgivningen.

Inden for EU er det med reguleringen af finansielle virksomheder forsøgt at tage højde for de forskellige former for risici. Finansielle virksomheder reguleres hver for sig af direktiver, der dækker de enkelte sektorer, fx forsikring¹ og bankvirksomhed². Denne regulering tager udgangspunkt i det enkelte selskab. Det er hjemlandets tilsynsmyndighed, der giver tilladelse til at drive virksomhed, og som fører tilsyn med det enkelte selskab. Herudover reguleres bankkoncerner af direktiv om tilsyn med kreditinstitutter på et konsolideret grundlag.³ Direktivet omhandler tilsyn med koncerner, hvori der indgår flere kreditinstitutter, herunder på tværs af landegrænser. Hvis moderselskabet er et kreditinstitut, er det moderselskabets tilsynsmyndighed, som er ansvarlig for det konsoliderede tilsyn, og med henblik herpå skal forlange en fuldstændig konsolidering af koncernen vedrørende solvens, markedsrisici og kontrol med store engagementer. Der skal endvidere være betryggende interne kontrolprocedurer, der sikrer fremlæggelse af oplysninger til brug for det konsoliderede tilsyn.

For forsikringskoncerner giver forsikringsgruppedirektivet⁴ tilsynsmyndigheden mulighed for at foretage supplerende tilsyn, hvis et selskab indgår i en gruppe, fx på tværs af landegrænser. Det supplerende tilsyn består primært i at beregne en såkaldt korrigeret solvens, som bl.a. skal hindre dobbeltgearing, samt i at modtage oplysninger fra øvrige selskaber i koncernen.

For blandede koncerner, konglomerater, blev det såkaldte konglomeratdirektiv vedtaget i 2002⁵. Direktivet har til formål at skabe ensartede konkurrenceforhold mellem forskellige typer af finansielle koncerner, idet der pålægges en række forpligtelser, som går på tværs af brancher og landegrænser. Der er dog ikke tale om et egentligt konsolideringsdirektiv, idet der ikke udpeges en ansvarlig for den konsoliderede tilsynsaktivitet i stil med kreditinstitutdirektivet. I stedet skal der udpeges en koordinator, som skal koordinere tilsynsaktiviteten mellem de implice-

¹ Direktiv 92/49/EØF og 92/96/EØF.

² Direktiv 89/646/EØF (2000/12/EF).

³ Direktiv 92/30/EØF.

⁴ Direktiv 98/78/EF.

⁵ Direktiv 2002/87/EF.

rede tilsynsmyndigheder. Koordinationen består primært i at samle oplysninger fra hele konglomeratet. I direktivet er det tilstræbt at tage højde for koncernrisici, idet anvendelse af den samme kapital flere steder i konglomeratet (dobbeltgearing) ikke er mulig. Der skal endvidere ske beregning af solvens på konglomeratniveau, og der skal reguleres for koncerninterne transaktioner samt risikokoncentration. For at imødegå uigennemsigthed i konglomeratdannelsen er der krav til risikostyring, fit and proper vurdering af ledelsen samt krav om samarbejde mellem tilsynsmyndighederne. Der er dog ikke tale om harmonisering af egentlige tilsynsbestemmelser eller konvergens i tilsynsaktiviteten. Det forsøges alene at tage højde for de ekstra risici, som kan opstå som følge af konglomeratdannelsen. Udgangspunktet for tilsyn er således stadig det enkelte selskab.

Danske regler

Den danske regulering af finansielle virksomheder følger som udgangspunkt den europæiske regulering. Der har dog i Danmark været taget hånd om nogle af konsekvenserne af koncerndannelse på et tidligere tidspunkt end i EU-reguleringen, fx har der siden 1994 været regler i bank- og sparekasseloven vedrørende koncerninterne transaktioner samt tidligere et forbud mod koncerninterne udlån. Siden 2001 har de forskellige tilsynslove i Danmark været samlet i en lov, lov om finansiell virksomhed¹. Formålet er bl.a. at styrke tilsynet med finansielle konglomerater, og udgangspunktet for loven er, at ens finansielle ydelser skal reguleres ens, uanset i hvilket finansielt institut de produceres.

Det enkelte tilsynsbelagte selskab

Den EU retlige og dermed den danske regulering af koncerner og konglomerater er grundlæggende sekundær i forhold til reguleringen af det enkelte selskab. Reguleringen af konglomerater er baseret på juridiske strukturer og det enkelte selskabs autonomi, idet tilladelse til at drive finansiell virksomhed gives til en juridisk enhed, som selvstændigt skal opfylde de tilsynsmæssige bestemmelser. Dette gælder også for selskaber inden for en koncern eller et konglomerat. Det er således ledelsen af hvert enkelt datterselskab inden for en koncern, som er ansvarlig for den virksomhed, der drives. Dette ansvar kan ikke overgives til moderselskabet eller andre selskaber i koncernen, fx via outsourcing eller lignende. Den supplerende koncernregulering skal tage højde for evt. smitte eller misbrug fra de øvrige selskaber i koncernen, hvorfor det

¹ Lov om banker og sparekasser, lov om forsikringsvirksomhed, dele af Realkreditloven og lov om fondsmæglerselskaber.

er vigtigt, at ledelsen i det enkelte selskab er i stand til at træffe beslutninger uafhængigt af koncernledelsen til gavn for det enkelte selskab. Disse problemstillinger er ikke mindst aktuelle ved grænseoverskridende konglomerater.

FORRETNINGSMÆSSIGE STRUKTURER

Finansielle koncerner og konglomerater er ofte ledet med baggrund i forretningsmæssige strukturer på tværs af juridiske strukturer i koncernen med henblik på at udnytte stor- og samdriftsfordele. Der er en tendens til¹, at konglomerater, herunder særligt internationalt aktive konglomerater, samler centrale ledelsesfunktioner, fx risikostyring, intern kontrol, treasury operationer (herunder likviditetsstyring og funding) compliance og revision. En sådan centralisering kan medføre, at den strategiske beslutningstagen flyttes fra det enkelte selskab til koncernniveau. Hertil kommer, at der er en tendens til outsourcing² både koncerninternt og ud af koncernerne af en række funktioner, der er vigtige for, at det enkelte selskab kan fungere, fx it-funktioner. Outsourcingen sker primært med henblik på at opnå omkostningsbesparelser.

Disse udviklingstendenser kan føre til en større og større forskel mellem den legale struktur i et konglomerat og den operationelle struktur. Som konsekvens heraf kan det blive svært at tillægge funktioner og aktiviteter til de enkelte juridiske enheder i konglomeratet, som forudsat i reguleringen af det enkelte juridiske selskab. En stor forskel mellem den legale struktur og den operationelle struktur vil kunne komplicere udøvelsen af tilsynet med det enkelte selskab.

VANDTÆTTE SKOTTER

Flere af de regler i den finansielle lovgivning, som skal forhindre eller minimere smittefaren mellem selskaber i en koncern eller et konglomerat, er baseret på et "vandtætte skotter"-princip. Det betyder, at det enkelte tilsynsbelagte selskab i tilfælde af en krise skal kunne afskærmes i forhold til de øvrige enheder i koncernen/konglomeratet. En forudsætning for dette er, at selskabet skal kunne fortsætte sin virksomhed selvstændigt. Tilsynsmyndighederne må således sikre, at kernefunktionerne for at kunne drive denne virksomhed selvstændigt er til stede inden for en kort tidshorisont.

¹ Se Joint Forums rapport fra 2003, Trends in risk integration and aggregation og Dirk Schoenmaker og Sander Oosterloo, Cross-Border Issues in European Financial Supervision, okt. 2004.

² Se Joint Forums rapport fra 2005, Outsourcing in Financial Services.

Denne problemstilling har været genstand for analyse af en hollandsk arbejdsgruppe¹, som har undersøgt, hvorvidt der mellem koncern-/konglomeratselskaber kan opstilles effektive vandtætte skotter, som mindsker risikoen for smittefare mellem selskaberne, og som kan medvirke til, at det enkelte selskab kan videreføres uanset problemer i koncernen.

Arbejdsgruppen foreslår, at effektive vandtætte skotter skal være en del af rammerne for overvågning og kontrol af risici i tilsynsprocessen under de kommende kapitaldækningsregler (Basel II for banker og solvens II for forsikringselskaber). Som en del af tilsynsprocessen vil konglomeraterne selv skulle tage stilling til, hvilke forholdsregler der skal indføres for at have tilstrækkeligt vandtætte skotter mellem selskaberne. Disse vandtætte skotter vil skulle evalueres af tilsynsmyndighederne, som skal kunne fastsætte ekstra kapitalkrav, hvis de findes utilstrækkelige. Endvidere foreslås det, at hver enkelt reguleret virksomhed i et konglomerat skal offentliggøre "vandtætte skotter"-procedurer, herunder om der kan forventes støtte fra andre koncernselskaber i tilfælde af problemer. Arbejdsgruppen foreslår, at der i det mindste bør tages hensyn til:

- God selskabsledelse: Hvert enkelt selskab har sin egen uafhængige ledelse, således at beslutninger træffes i selskabets interesse, hvilket betyder, at det er begrænset, hvor mange medlemmer af bestyrelsen, som kan komme fra andre koncernselskaber. Der bør være flertal af ikke koncernafhængige medlemmer af bestyrelsen. Dette gælder i særlig grad, hvis koncernen er ledet efter et forretningsmæssigt princip. Ledelsen skal have tilstrækkelige midler til at kunne vurdere risici for det enkelte selskab.
- Selskabet skal kunne videreføres alene, hvorfor centrale funktioner ikke kan outsources.
- Der skal være regler for koncerninterne transaktioner baseret på markedspriser. Der bør være en fast politik for, på hvilke vilkår koncernintern outsourcing kan foregå.
- Benyttelse af fælles firmanavne i markedsføring skal være reguleret, det fremgår, at selskaber på hver side af vandtætte skotter ikke vil yde økonomisk støtte til hinanden, evt. via en ansvarsfraskrivelse.
- Selve strukturen af selskabet skal muliggøre en adskillelse af funktioner.

¹ Council of Financial Supervisors in the Netherlands, The Netherlands Bankers' Association and The Dutch Association of Insurers, Study on Financial Conglomerates and legal Firewalls, prepared by Freshfields Bruckhaus Deringer, oct. 2003.

I Danmark er der allerede i lovgivningen regler for koncerninterne transaktioner. Derimod er der ikke specifikke regler for god selskabsledelse, outsourcing og fælles firmanavne. Også for danske institutter er der en tendens til at samle funktioner via forretningsmæssig struktur på tværs af juridiske strukturer.

TILSYNSSAMARBEJDE INDEN FOR EU

Internationale finansielle koncerner, som er operationelt integrerede og på udkig efter synergieffekter og besparelser, og tilsynsmyndigheder, som er begrænset af lovgivning og nationale grænser, skaber en udfordring for den finansielle stabilitet nationalt og internationalt. Hertil kommer, at det i sig selv kan være en hindring for den finansielle integration inden for EU, at de finansielle koncerner er underlagt forskellige tilsynsregimer i de forskellige lande, hvor de er repræsenteret. Der kan på den baggrund være behov for at øge samarbejdet mellem tilsynsmyndigheder inden for EU, dels for at øge effektiviteten af tilsynsvirksomheden, dels for at lette reguleringsbyrden for de finansielle koncerner.

Inden for EU er der oprettet tre tilsynsudvalg, CESR¹ på værdipapirområdet, CEBS² for banktilsyn og CEIOPS³ for forsikringstilsyn, med repræsentanter fra tilsynsmyndighederne i alle EU lande. Formålet med disse udvalg er dels at arbejde for ensartet implementering af EU-regulering, men også at arbejde hen imod ensartet tilsynspraksis inden for sektorerne. Af særlig interesse for udvalgene er grænseoverskridende virksomhed, samarbejdet om tilsyn med koncerner og multilateralt samarbejde.

Der er ikke nedsat noget konglomeratudvalg, men det har været drøftet, hvorledes konglomeratsspørgsmål kan indpasses i den nye struktur.

Tilsynsudvalgene er ikke overnationale tilsynsmyndigheder, og tilsyn med de finansielle virksomheder er fortsat baseret på nationalt tilsyn med den enkelte virksomhed. Værdipapirtilsynsudvalget, CESR, udgav i 2004 en rapport⁴, hvor det bl.a. blev foreslået, at udvalget skal have en rolle som en form for tilsyn med de nationale tilsynsmyndigheder på værdipapirområdet, således at der på et ikke juridisk bindende grundlag kan tages stilling til uoverensstemmelser mellem forskellige landes tilsynsmyndigheder i konkrete tilsynssager. Tilsvarende tanker har været fremme på bank- og forsikringsområdet. Den nuværende struktur for

¹ Committee of European Securities Regulators.

² Committee of European Banking Supervisors.

³ Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors.

⁴ Which supervisory tools for the EU Securities markets? Preliminary progress report, 28. oktober 2004.

tilsyn med finansielle virksomheder stiller meget store krav til viljen og evnen til samarbejde om og koordination af tilsynsvirksomheden for at imødegå de krav, som udviklingen medfører. Der er derfor ingen tvivl om, at tilsynsstrukturen inden for EU fortsat vil være under forandring for at imødekomme behovet fra markedsaktørerne for et effektivt tilsyn, men også behovet for tilpasninger med henblik på sikring af den finansielle stabilitet.

Kronevalutamarkedet

Kim Abildgren, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Målt ved omsætning er valutamarkedet et af de største markeder i verden. Den globale omsætning med valuta udgør omkring 2 trillioner dollar pr. bankdag. Valutahandel er helt afgørende for, at den internationale økonomi er velfungerende. Det gælder ikke alene valutahandel affødt af handlen med varer på tværs af landegrænser. Pensionskassernes placering af opsparede midler i værdipapirer i andre lande, direkte investeringer i virksomheder på tværs af landegrænser og virksomheders låntagning på de internationale kapitalmarkeder giver ligeledes anledning til handel med valuta. Mange valutahandler er affødt af finansielle og ikke-finansielle virksomheders behov for at styre valutakurseksponeringer på tilgodehavender og gæld samt indtægter og udgifter i fremmed valuta. Der foregår desuden valutahandel som følge af, at markedsdeltagere tager valutapositioner ud fra forventninger til den fremtidige kursudvikling med henblik på at søge en gevinst herved (spekulation). Endelig forekommer køb og salg af valuta mellem deltagerne på valutamarkedet med henblik på at udligne kursforskelle mellem samme valutapar på forskellige handelspladser (arbitrage). Det bidrager til at sikre likviditet¹ og en effektiv prisdannelse i valutamarkedet.

Kronevalutamarkedet er markedet for køb og salg af fremmed valuta mod danske kroner. Kronevalutamarkedet er centralt for den danske penge- og valutapolitik. Det er markedet, hvor kronekursen dannes, og hvor Nationalbanken foretager interventionskøb og -salg af valuta for at stabilisere kronekursen. I artiklen gives en beskrivelse af de institutionelle forhold på kronevalutamarkedet og de senere års udviklingstendenser.² Omsætningen af fremmed valuta mod kroner på de globale valutamarkeder udgør mere end 100 mia.kr. pr. bankdag. Fastkurspolitikken indebærer, at udsvingene i kronens kurs over for euro er meget beskedne. Det giver snævrere spænd mellem købs- og salgskurser blandt

¹ Ved likviditet forstås i denne artikel mulighed for at købe eller sælge en given mængde valuta uden væsentlig påvirkning af valutakursen.

² Tidligere beskrivelser af kronevalutamarkedet findes i kapitel 2 i Danmarks Nationalbank (2003a) og Krabbe og Pedersen (1998). Sarno og Taylor (2002) indeholder en oversigt over de seneste 10-15 års udvikling i den akademiske litteratur om valutamarkeder og valutakursdannelse.

de største deltagere i kronevalutamarkedet end i en række andre valutamarkeder.

DEFINITION AF FREMMED VALUTA

Fremmed valuta er penge denomineret i et andet lands møntenhed, og valutakursen opgøres normalt som prisen for en enhed af et andets lands valuta udtrykt i egen valuta.

Når man i praksis skal afgrænse valutamarkedet, må man gøre den samme type af overvejelser, som foretages ved afgrænsningen af "penge" og "pengemængde". Principielt set er det kun vekselkurserne mellem forskellige landes sedler og mønter, som repræsenterer valutakurser i den "rene form". Det er dog kun på markedet for rejsevaluta og lignende, at denne form for valuta forekommer. I en pengemængdesammenhæng svarer det stort set til M0.¹

Langt hovedparten af al valutahandel drejer sig om handel med bankindskud denomineret i forskellig valuta, idet valutahandler afvikles ved at overføre anfordringsindeståender fra én konto til en anden. En definition af valuta må derfor ud over fremmed valuta i kontantform også indeholde de aktiver, der kan anvendes til afvikling af valutahandler, dvs. bankindskud på anfordring denomineret i fremmed valuta. I en pengemængdesammenhæng svarer det omtrent til M1.

Afgrænsningen af valuta vil dog altid afhænge af den konkrete sammenhæng. Eksempelvis indeholder Nationalbankens valutareserve – ud over anfordringsindskud i banker – også likvide obligationer, der hurtigt kan sælges eller belånes, hvis Nationalbanken har behov for valuta til brug for intervention.² Der er her tale om valuta i en bredere forstand parallelt til bredere pengemængdeaggregater end M0 og M1.

KRONEVALUTAMARKEDET – AFGRÆNSNING, STØRRELSE OG PRODUKTER

Kronevalutamarkedet er markedet for køb og salg af fremmed valuta mod danske kroner. Alle transaktioner, der indebærer overførsel af en

¹ Der er ikke nogen generel standard for definitionen af forskellige pengemængdebegreber. M0 (pengebasen) angiver traditionelt den centralbankskabte likviditet over for husholdninger, virksomheder, kommuner og banker, dvs. primært sedler og mønt samt indskud i centralbanken. M1 afgrænses normalt til ikke-banksektorens beholdning af sedler og mønter samt valutaindlændinges bankindskud på anfordring. M2 afgrænses typisk som M1 plus valutaindlændinges korte tidsindskud. M3 afgrænses normalt til M2 plus visse andre indlån fra valutaindlændinge og deres beholdning af korte gældsbeviser. Den præcise definition af pengemængdebegreber i en dansk sammenhæng fremgår af Nationalbankens statistiske publikationer.

² Nationalbankens valutareserve er nærmere beskrevet i Jensen (1999) og Danmarks Nationalbank (2004a).

position i danske kroner mod fremmed valuta fra én aktør til en anden, er i princippet en del af kronevalutamarkedet.

Kronevalutamarkedet er ikke geografisk eller fysisk afgrænset. Køb og salg af valuta mod danske kroner, der alene foregår mellem udlændinge (fx en kronevalutahandel mellem en tysk bank og en tysk investor, som investerer i danske obligationer, eller en kronevalutahandel mellem en tysk bank og en tysk virksomhed, der importerer varer fra Danmark), indgår således også i kronevalutamarkedet. Omvendt er fx køb og salg af dollar mod euro mellem to danske banker ikke en del af kronevalutamarkedet.

Bank for International Settlements, BIS, står hvert 3. år for koordinationen af en international statistik over omsætningen på valutamarke-derne verden over, jf. boks 1. Den seneste undersøgelse dækker april 2004. Ved anvendelsen af tal fra denne undersøgelse kan man med fordel sondre mellem det "danske kronevalutamarked" og det "globale kronevalutamarked". Det "danske kronevalutamarked" omfatter valutaomsætningen med danske kroner, der involverer et pengeinstitut, som er lokaliseret i Danmark. Det "globale kronevalutamarked" omfatter derimod valutaomsætningen med danske kroner, der involverer et pengeinstitut, som er lokaliseret i enten Danmark eller udlandet.

Den gennemsnitlige daglige omsætning på det danske kronevalutamarked var på 72 mia.kr. i april 2004, mens omsætningen på det globale kronevalutamarked var 104 mia.kr. pr. bankdag, jf. tabel 1. Omkring 30 pct. af omsætningen med kroner på valutamarke- det går altså ikke gennem pengeinstitutter lokaliseret i Danmark. En del af den globale omsætning med kroner foregår mellem danske bankers udenlandske enheder og danske erhvervsvirksomheders udenlandske enheder. Det er dog eksempelvis også almindeligt, at store danske virksomheder og institutionelle investorer handler fremmed valuta mod kroner med store internationale banker, som de i forvejen har andre finansielle transaktioner med, fx handler med udenlandske værdipapirer.

På kronevalutamarkedet handles primært spotforretninger og terminsforretninger. Derudover foregår der handel med valutaswaps og valutaoptioner. Produkterne på kronevalutamarkedet er ligeledes kort beskrevet i boks 1.

Omsætningen på kronevalutamarkedet af de enkelte produkter er ligeledes vist i tabel 1. Valutaswaps (FX swaps) tegner sig for omkring 70-75 pct. af omsætningen. FX swaps med det ene ben i kroner skal dog i højere grad betragtes som et pengemarkedsprodukt end et valutamarkedsprodukt, da formålet med disse forretninger ofte er at skaffe eller udlåne kronelikviditet for en kortere periode mod sikkerhed i valuta, typisk dollar. Den resterende del af omsætningen består primært af

OMSÆTNINGSSTATISTIK FOR VALUTAMARKEDETS PRODUKTER

Boks 1

Den eneste officielle statistik over omsætningen på valutamarkedene er undersøgelsen af valuta- og derivatmarkedet, som gennemføres hvert 3. år i regi af BIS, jf. BIS (2005), Danmarks Nationalbank (2004b) samt Drejer og Hove (2004). Nationalbanken står i forbindelse med BIS-undersøgelsen for indsamlingen af omsætningstal fra det danske valutamarked, dvs. valutaomsætning, der involverer et pengeinstitut, som er lokaliseret i Danmark.

Undersøgelsen blev første gang gennemført i Danmark i 1989. I alt deltog omkring 50 centralbanker og 1.200 pengeinstitutter i den globale BIS-undersøgelse for april 2004, heraf 7 pengeinstitutter lokaliseret i Danmark.

BIS-undersøgelsen omfatter handlen med følgende produkter på kronevalutamarkedet:

- *Spotforretninger*, dvs. valutahandler, som indebærer køb eller salg af fremmed valuta mod danske kroner med afvikling senest to bankdage efter aftalens indgåelse.
- *Terminsförretninger*, dvs. valutahandler, der indebærer køb eller salg af fremmed valuta mod danske kroner med afvikling senere end to bankdage efter aftalens indgåelse.
- *FX swaps*, dvs. valutahandler bestående af en spothandel kombineret med en modgående terminshandel.
- *Currency swap*, dvs. kontrakter, som indebærer et løbende bytte af rentebetalinger og udveksling af hovedstole i forskellige valutaer (hvoraf den ene er kroner) ved aftalens start- og sluttidspunkt.
- *Valutaoptioner*, dvs. kontrakter, som giver den ene part ret, men ikke pligt, til at købe eller sælge et beløb i én valuta mod kroner på et fremtidigt tidspunkt til en aftalt kurs.

Kun handlen med valuta uden om børser, dvs. den såkaldte OTC-omsætning, dvs. omsætning "Over-The-Counter", er medtaget i BIS-undersøgelsen. Det er dog uden betydning for så vidt angår kronevalutamarkedet, da der ikke foregår omsætning af børshandlede kronedenominerede valutamarkedsprodukter.

I omsætningstallene opgøres alle valutahandler til kontraktens nominelle værdi eller den nominelle værdi af det underliggende aktiv, den såkaldte notionelle værdi. Handlerne i BIS-statistikken registreres på transaktionstidspunktet, dvs. handelsdagen. Tallene er opgjort inkl. koncerninterne handler indgået på markedsmæssige vilkår. Medmindre andet er anført, er alle tal fra BIS-undersøgelsen i denne artikel korrigeret for, at handler mellem to rapporterende pengeinstitutter indberettes af både køber og sælger.

BIS-statistikken vedrører kun omsætningen med valuta i april. Derfor kan størrelsen af den samlede omsætning i nogen grad være præget af tilfældigheder. Fx kan valutahandler i forbindelse med fusioner og virksomhedsopkøb være af stor betydning for omsætningens størrelse i en enkelt måned. Nationalbankens interventionsomfang har ligeledes betydning for omsætningens størrelse. Når Nationalbanken intervenerer i valutamarkedet, tenderer det til at øge omsætningen, når interventionsvalutaen efterfølgende handles mellem markedsdeltagerne.

spotforretninger (omkring 15-20 pct.) og i mindre grad terminsförretninger (omkring 5-10 pct.). Kroneomsætningen med currency swaps og optioner er uhyre beskeden. Det skal ses i lyset af de lave udsving i kronens kurs over for euro.

GENNEMSITLIG DAGLIG OMSÆTNING MED KRONEVALUTA, APRIL 2004

Tabel 1

	Danmark		Globalt	
	Mia.kr. pr. bankdag	Pct.	Mia.kr. pr. bankdag	Pct.
Spothandler	11,1	15	21,4	20
Terminshandler	5,4	7	8,4	8
FX swaps	54,8	76	72,4	69
Currency swaps	0,2	0	0,5	1
Valutaoptioner	0,5	1	1,6	2
I alt	72,0	100	104,3	100

Kilde: Danmarks Nationalbank og BIS.

I tabel 2 er vist løbetidsfordelingen af terminshandler og FX swaps på kronevalutamarkedet. En stor del af FX swaps har en løbetid under 7 dage, mens terminsforretninger fortrinsvis har løbetider over 7 dage. Det afspejler, at FX swaps hyppigt anvendes som et kortfristet penge-markedsprodukt, mens terminsforretninger anvendes til afdækning af valutakurseksponeringer gennem længere tid.

For den danske del af kronevalutamarkedet er det muligt at belyse valutaforordelingen af omsætningen med de enkelte produkter, jf. tabel 3. Omkring 80 pct. af spotvalutahandlerne er kroner mod euro. Det afspejler dels det store økonomiske samkvem med euroområdet, dels at bankernes indbyrdes spothandel går via euro. Når en bank fx laver en krone-dollar handel med en kunde afdækker banken ofte kursrisikoen på forretningen via en euro-dollar handel og en krone-euro handel på interbankmarkedet.

For terminsforretninger tegner euro sig kun for omkring en tredjedel af omsætningen, da det i lyset af den danske fastkurspolitik primært er valutakursudviklingen over for andre valutaer end euro, som kurssikres via terminsforretninger. Den høje andel af dollar på omkring 40 pct. afspejler desuden, at bankerne indgår terminsforretninger mellem kroner og andre valutaer via dollar.

LØBETIDSFORDELING AF TERMINSHANDLER OG FX SWAPS OG KRONEVALUTAMARKEDET, APRIL 2004

Tabel 2

Pct.	Terminshandler		FX swaps	
	Danmark	Globalt	Danmark	Globalt
7 dage og derunder	20	31	69	78
Over 7 dage og op til 1 år	79	68	30	22
Over et år	1	1	1	0
I alt	100	100	100	100

Anm.: I tallene bag denne tabel har det ikke været muligt at korrigere for dobbeltindberetning, jf. boks 1.

Kilde: Danmarks Nationalbank og BIS.

**OMSÆTNINGEN PÅ DET DANSKE KRONEVALUTAMARKED I APRIL 2004
FORDELT PÅ VALUTAKRYDS**

Tabel 3

Pct.	Kroner mod dollar	Kroner mod euro	Kroner mod andre valutaer	I alt
Spothandler	8	82	10	100
Terminshandler	39	33	28	100
FX swaps	91	6	3	100
Currency swaps	0	37	63	100
Valutaoptioner	23	8	69	100
I alt	74	19	7	100

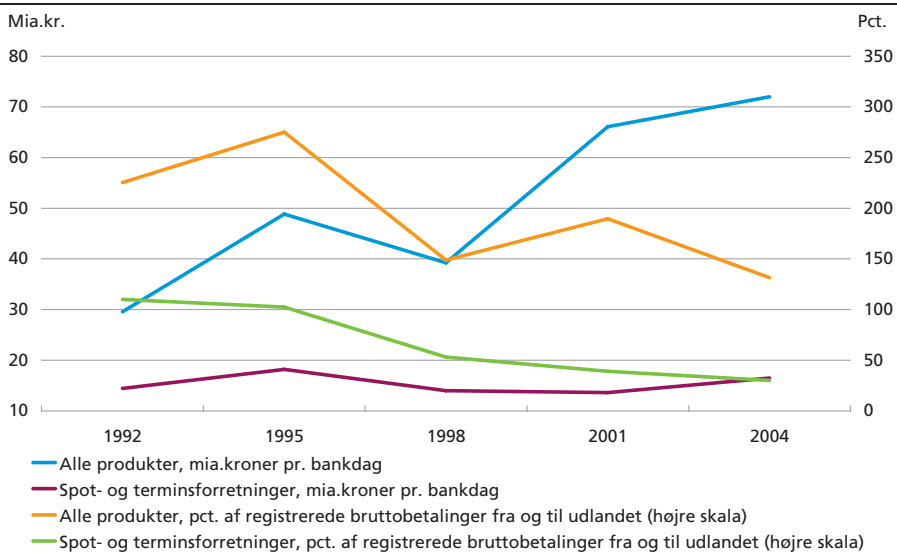
Kilde: Danmarks Nationalbank.

UDVIKLINGEN I OMSÆTNINGEN PÅ KRONEVALUTAMARKEDET SIDEN 1992

For den danske del af kronevalutamarkedet er det muligt at belyse udviklingen i omsætningen siden 1992, jf. figur 1. Målt i absolutte størrelser er omsætningen steget fra 30 mia.kr. pr. bankdag i 1992 til 72 mia.kr. pr. bankdag i 2004. Ses der alene på den "klassiske valutaomsætning" i form af spot- og terminsforretninger, har omsætningen de

OMSÆTNINGEN PÅ DET DANSKE KRONEVALUTAMARKED 1992-2004

Figur 1



Anm.: Gennemsnitlig daglig omsætning i april 1992, april 1995, april 1998, april 2001 og april 2004. De registrerede betalinger omfatter ikke indbyrdes valutatransaktioner mellem danske banker eller valutatransaktioner mellem danske banker og udenlandske banker. Dette er årsagen til, at den samlede omsætning med kronevaluta udgør mere end 100 pct. af de registrerede bruttobetalingen til og fra udlandet.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

seneste 10 år varieret omkring et niveau på 14-18 mia.kr. pr. bankdag. Ved vurdering af omsætningsudviklingen over tid bør man holde sig for øje, at betalingssamkvemmet mellem Danmark og udlandet er øget betydeligt gennem det seneste årti.¹ Opgøres omsætningen med kronevaluta i Danmark i forhold til det samlede omfang af vare- og kapitalbetalinger mellem Danmark og udlandet, har der været tale om en faldende tendens. Det relativt stabile omfang af den daglige omsætning med spot- og terminsforretninger opgjort i mia.kr. siden 1992 – trods det stigende betalingssamkvem – skal ses i lyset af reduktionen af kronens udsving over for euro og før 1999 D-mark.

Tal for den globale omsætning på kronevalutamarkedet foreligger kun opgjort fra og med 2001. Her faldt omsætningen fra 123 mia.kr. pr. bankdag i april 2001 til 104 mia.kr. i april 2004. Igen kan størstedelen af udviklingen henføres til FX-swaps. Der var kun en mindre nedgang i omsætningen med spot- og terminsforretninger, som faldt fra 32,4 mia.kr. pr. bankdag i april 2001 til 29,7 mia.kr. i april 2004.²

Som anført i boks 1, skal man i forbindelse med tolkningen af udviklingen i omsætningen erindre, at tallene for omsætningen med kronevaluta kun vedrører april måned i de pågældende år og derfor i nogen grad kan være præget af tilfældigheder, fx store valutahandler i forbindelse med fusioner og virksomhedsopkøb. Den højere globale kronevalutaomsætning i april 2001 sammenlignet med april 2004 skal desuden ses i sammenhæng med et noget højere rentespænd mellem Danmark og euroområdet i 2001 sammenlignet med 2004. Nationalbankens interventionsomfang, som ligeledes har betydning for omsætningens størrelse, trækker isoleret set den modsatte vej. Der blev samlet set interventeret for omkring 7,5 mia.kr. i april 2004, mens der ikke blev interventeret i april 2001.

KRONEVALUTAMARKEDETS AKTØRER

Deltagerne i kronevalutamarkedet kan i store træk deles op i kunder, valutahandlere og mæglere. Hertil kommer Nationalbanken.

¹ Siden 1988 har alle betalinger til og fra Danmark været fuldt liberaliseret. Der er således i dag ingen restriktioner på mellemværender med udlandet, herunder lån og indskud hos udenlandske pengeinstitutter samt porteføljainvesteringer og direkte investeringer.

² I denne artikel opgøres omsætningen på kronevalutamarkedet i danske kroner. Herved undgås, at ændrede valutakurser influerer på tallene. I BIS (2005) opgøres den globale omsætning med kronevaluta i dollar af hensyn til sammenligneligheden med omsætningen i andre valutaer. Opgøres omsætningen på det globale kronevalutamarked i dollar var der tale om en stigning i den samlede omsætning fra 14,8 til 16,8 mia.dollar pr. bankdag i april 2004. Ses der alene på spot- og terminsforretninger var der tale om en stigning fra 3,9 til 4,8 mia.dollar. For at kunne sammenligne udviklingen over tid opgør BIS dog også tal, som er renset for ændrede valutakurser. I BIS (2005) anføres eksempelvis tal for valutaomsætningen i april 2001 og april 2004, hvor begge beløb er opgjort til dollarkursen i april 2004.

SKØNSMÆSSIG SPÆND MELLEM KØBS- OG SALGSKURSER FOR KRONER
MOD EURO I INTERBANKMARKEDET, UDVALGTE PERIODER

Tabel 4

	Faktisk handelsspænd, pct.
1992	Omkring ¼
1994	0,013-0,026
1998-1999	0,004-0,013
2000-2005	0,004-0,007

Anm.: Kroner mod D-mark før 1999.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Kunderne er typisk private virksomheder, der har behov for at købe og sælge valuta i forbindelse med betalinger til og fra udlandet, eller institutionelle investorer, som foretager køb og salg af værdipapirer på tværs af landegrænser. Dertil kommer kommuner og offentlige virksomheder, der også kan have en del store betalinger til og fra udlandet. Privatpersoner har normalt kun berøring med valutamarkedet i forbindelse med køb og salg af rejsevaluta, kortbetalinger via internettet eller direkte køb og salg af udenlandske værdipapirer.

Valutahandlerne er pengeinstitutter, der enten køber og sælger valuta for deres kunder, afdækker egne positioner eller tager del i valutaarbitrage¹. En række pengeinstitutter har indgået aftaler om at fungere som market makere på kronevalutamarkedet. Market makerne har forpligtet sig til at stille bindende tovejspriser over for hinanden med en fast maksimal forskel mellem købs- og salgspris for en vis beløbsstørrelse.

Valutahandlere foretager normalt forholdsvis store transaktioner i kronevalutamarkedet, fx af en størrelse på 10-30 mio.euro pr. handel. De senere år har valutahandlerne indbyrdes handlet kroner mod euro med et spænd mellem købs- og salgspriser i spotforretningerne på 3-5 øre pr. 100 euro, eller såkaldte "3-5 pips" – svarende til 0,004-0,007 pct., jf. tabel 4. I det svenske og norske professionelle valutamarked er der tale om spænd mellem købs- og salgspriser på valuta, der er omtrent 5-10 gange så store som i kronevalutamarkedet. Det skal især ses i lyset af den større volatilitet i norske og svenske kroner over for euro, men der kan også være tale om forskelle i likviditeten i de tre markeder. Handelsspændene på kronevalutamarkedet er blevet indsnævret gennem de seneste 10-15 år. I forbindelse med valutakriserne i første halvdel af 1990'erne kunne der være betydelige forskelle mellem købs- og salgspriser på kroner mod D-mark.

Ud over de direkte deltagere i valutamarkedet findes der også mæglere, der formidler kontakten mellem køber og sælger uden selv at være

¹ Fx et samtidigt køb og salg af kroner mod euro med henblik på at udnytte mindre forskelle i købs- og salgspriser til at opnå en risikofri gevinst – efter hensyntagen til transaktionsomkostninger.

part i handlen. For formidlingen betales et gebyr, hvis størrelse er produktafhængigt, og som kan være genstand for forhandling. I det danske kronevalutamarked findes der en enkelt lokal mægler, men der kan også handles danske kroner hos udenlandske mæglere i fx Frankfurt, London og Luxembourg.

Nationalbankens centrale funktion i kronevalutamarkedet er køb og salg af valuta i forbindelse med interventioner for at stabilisere kronens kurs over for euroen, jf. boks 2. Nationalbanken foretager desuden køb og salg af kroner mod fremmed valuta som følge af, at Nationalbanken som statens bankforbindelse står for betalinger knyttet til statens gæld i fremmed valuta og andre statslige transaktioner i valuta. Endelig står Nationalbanken for daglig offentliggørelse af oplysninger om den danske kronens kurs over for en række andre valutaer. Kurserne offentliggøres udelukkende til information.¹ Der kan således ikke købes valuta af Nationalbanken eller sælges valuta til Nationalbanken til de offentliggjorte kurser. Nationalbankens valutakurser finder anvendelse i mange sammenhænge, fx i mange kontrakter, bankernes handel med kontantvaluta med kunder mv., ud fra ønsket om at anvende en uafhængig kilde.

HANDELSFORMER PÅ KRONEVALUTAMARKEDET²

Handlen på kronevalutamarkedet foregår på flere forskellige måder, jf. oversigten i skema 1. I oversigten sondres overordnet set mellem børshandel og handel, som foregår uden om en børs, såkaldt OTC-handel. Der findes ingen børshandlede valutamarkedsprodukter i Danmark i modsætning til visse store amerikanske børser. Omsætningen på kronevalutamarkedet foregår udelukkende som OTC-handel, og der sondres her mellem "interbankmarkedet" og "kundemarkedet". Interbankmarkedet omfatter valutahandlernes indbyrdes handel, mens kundemarkedet omfatter valutahandlernes handel med kunder, dvs. virksomheder, institutionelle investorer etc.

En del af interbankhandlen på kronevalutamarkedet foregår bilateralt. Baggrunden kan være et behov for selv fuldt ud at kunne bestemme, hvem modparten i en handel skal være. Det letter styringen af afviklings- og kreditrisici over for hver enkelt modpart. Hertil kommer fx sparede mægleromkostninger eller handelsomkostninger i forbindelse med centraliserede elektroniske handelssystemer. I lyset af det beskudte an-

¹ Kurserne kan ses på www.nationalbanken.dk under "Markedsinfo", "Valutakurser". Nationalbankens valutakurser fastsættes normalt på grundlag af oplysninger fra en række centralbanker kl. 14.15. Valutakurserne vil normalt være tilgængelige på Nationalbankens websted inden 14.45.

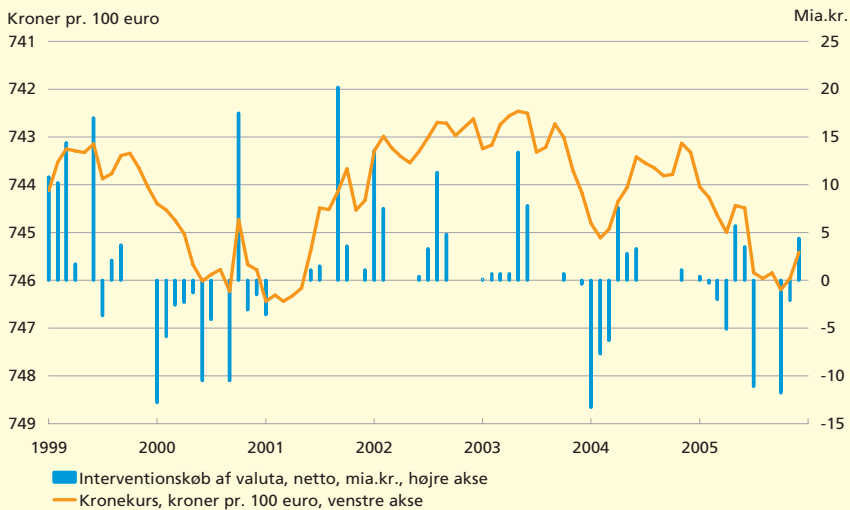
² Rime (2003) indeholder en oversigt over de forskellige former for elektronisk handel på de globale valutamarkeder.

NATIONALBANKENS INTERVENTIONER I KRONEVALUTAMARKEDET

Boks 2

Nationalbanken kan på kort sigt stabilisere kronens kurs over for euro ved at intervere på valutamarkedet med salg eller køb af fremmed valuta mod danske kroner. Når Nationalbanken sælger valuta, og dermed køber kroner, vil kronen have en tendens til at blive styrket. Når Nationalbanken køber valuta, og dermed sælger kroner, vil kronen have en tendens til at blive svækket, jf. figuren.

INTERVENTION 1999-2005



Kilde: Danmarks Nationalbank.

Såfremt Nationalbanken i en længere periode jævnligt har solgt valuta og købt kroner, er det tegn på, at rentespændet mellem Danmark og euroområdet er for lavt. Nationalbanken må i så fald hæve sine renter i forhold til ECBs renter. Omvendt reducerer Nationalbanken sine renter i forhold til ECBs, såfremt der gennem en længere periode er blevet købt valuta og solgt kroner.

Når der som i Danmark anvendes rentestyring i pengepolitikken, vil man normalt sige, at interventionen er steriliseret, såfremt transaktionen i sig selv ikke påvirker den korte rente. Påvirkes den korte rente, er der tale om ikke-steriliseret intervention. Nationalbankens interventioner kan i perioder med rolige forhold på valutamarkedet derfor bedst beskrives som steriliserede, mens de bedst kan betegnes som ikke-steriliserede i perioder med urolige forhold på valutamarkedet, jf. Abildgren (2005).

En undersøgelse af Nationalbankens interventioner i kronevalutamarkedet i perioden 1999-2004 har vist, at Nationalbankens interventioner er et velegnet instrument til at stabilisere kronekursen på kort sigt. Baseret på erfaringerne fra denne periode har det i gennemsnit krævet køb eller salg af valuta for omkring 7,5 mia.kr., såfremt kronekursen skulle flyttes med 10 øre pr. 100 euro, jf. Andersen (2005). Kapitalstrømme knyttet til porteføljeinvesteringer har i samme periode haft en påvirkningseffekt på kronekursen af samme størrelsesorden, jf. Hansen og Storgaard (2005).

HANDELSFORMER PÅ KRONEVALUTAMARKEDET						Skema 1
	Handlet via børs	Handlet uden om en børs (OTC)				
		Interbankmarkedet		Kundemarkedet		
		Bilateralt	Centralt	Bilateralt	Centralt	
Elektronisk handel	Forekommer ikke	Handelsunderstøttende facilitet ("Chat Room", fx Reuters Conversation)	Elektronisk broker (fx Reuters Match, EBS)	Valutahandel via enkelte bankers systemer ("single-dealer" platforme)	Valutahandel via flerbanksystemer ("multi-dealer" platforme, fx FXAll)	
Ikke elektronisk handel	Forekommer ikke	Telefon	Voice broker	Telefon	Forekommer ikke	

tal deltagere i store dele af kronevalutamarkedet er det desuden forholdsvis let for købere og sælgere at finde hinanden uden om en centraliseret handelsplads. Den bilaterale interbankhandel foregår dels direkte mellem modparterne via telefon, dels via handelsunderstøttende systemer, som muliggør direkte elektronisk aftaleindgåelse om valutahandel mellem modparter.

Den centraliserede interbankhandel foregår dels via "voice broker" og dels via "elektronisk broker". Ved centraliseret handel er det ikke eller kun delvist muligt selv at bestemme, hvem man ønsker at handle med.

I praksis foregår handel via voice broker ved, at markedsdeltagere forsyner en broker med priser og tilhørende beløb. Broderen melder på løbende basis de bedste bud/udbudspriser med tilhørende mængdeoplysninger ud i markedet via et samtalsystem. En markedsdeltager kan da acceptere en handel ved at melde tilbage til broderen. Broderen sørger herefter for at etablere kontakten mellem parterne.

Ved handel via en elektronisk broker er der tale om fuld automatiseret handel, hvor man blot skal "klikke på skærmen" for at eksekvere en handel. Handlen gennemføres til den bedste pris i systemet blandt den kreds af banker, som man har accepteret som potentielle modparter.

Den bilaterale kundefandel foregår dels via telefon, dels via såkaldte "single-dealer" elektroniske platforme. I sidstnævnte tilfælde er der tale om, at en enkelt bank råder over en platform, hvor bankens kunder elektronisk kan gennemføre valutahandel med banken som modpart.

En del af kundefandelen foregår centraliseret via de såkaldte "multi-dealer" elektroniske handelsplatforme. Her er tale om, at kunden kan bede 2-5 banker om på samme tid at stille købs- og salgspriser, hvorefter kunden kan gennemføre en fuldautomatisk valutahandel ved at "klikke" på prisen hos den ønskede bank.

Handlen via elektroniske systemer på det danske interbankmarked udgjorde 47 pct. af alle spothandler i april 2004, jf. Drejer og Hove (2004). Tallet dækker over omsætningen i alle valutaforretninger, og ikke kun forretninger, hvori der indgår danske kroner. Der foreligger ikke statistiske oplysninger om, hvor stor en del af omsætningen på kronevalutamarkedet, som foregår elektronisk.

AFVIKLING AF KRONEVALUTAHANDLER

Afvikling i handler i kronevalutamarkedet sker som hovedregel to bankdage efter handelsdagen.¹ Afvikling i valutamarkedet foregår enten via korrespondentbanker eller via det internationale valutaafviklingssystem CLS².

Ved korrespondentbankafvikling sker overførslen af de handlede valutaer normalt gennem en bank i de pågældende valutaers hjemlande. Fx afvikles en krone-euro valutahandel gennem banker i Danmark og eu-roområdet. Alle valutahandlere har et net af såkaldte korrespondentbanker med valutakonti i forskellige lande. I praksis foregår afviklingen ved, at parterne uafhængigt af hinanden afsender betalingsinstruks til hver sin korrespondentbank om at overføre det solgte beløb til modpartens konto hos dennes korrespondentbank.

I de senere år har der været fokus på korrespondentbankafviklingen, der indebærer visse risici, idet der her ikke er fuld sikkerhed for, at modparten afsender sin betalingsinstruks og gennemfører betalingen.³ I september 2002 blev der etableret et internationalt afviklingssystem for valutahandler, CLS (Continuous Linked Settlement), hvor valutahandler afvikles ved en såkaldt payment-versus-payment procedure. Her sikres det, at begge parter i en valutahandel har indbetalt deres del af handlen til CLS, før betalingerne udveksles. Der kan p.t. afvikles 15 forskellige valutaer i CLS, herunder danske kroner, som blev medtaget i CLS i september 2003. Anvendelsen af CLS reducerer afviklingsrisikoen i den internationale valutahandel.⁴

I marts 2005 blev der afviklet kronevalutahandler via CLS i et omfang, der svarede til omkring 2/3 af den globale omsætning med kronevaluta i april 2004, jf. CLS (2005). Den høje andel af kronevalutahandlen, som afvikles via CLS, ses i lyset af, at en høj andel af kronevalutamarkedet er koncentreret på få banker, som alle er medlemmer af CLS. Høje "mar-

¹ Såkaldt "T+2"-afvikling. En eller flere lukkedage i et land betyder, at alle de valutakryds, hvori det pågældende lands valuta indgår, afvikles yderligere en eller flere dage senere.

² For en beskrivelse af CLS, henvises til Danmarks Nationalbank (2003b).

³ Såkaldt "Herstatt-risik", jf. kapitel 1 i Danmarks Nationalbank (2005).

⁴ Koncentrationen af den globale valutaafvikling i CLS har dog medført en koncentration af den operationelle risiko, jf. kapitel 8 i Danmarks Nationalbank (2005).

kedsandele" for afvikling via CLS genfindes i andre mindre valutaer, fx new zealandske dollar, mens andelen er noget mindre for de større valutaer, fx britiske pund.

LITTERATUR

Abildgren, Kim (2005), Steriliseret og ikke-steriliseret intervention i valutamarkedet, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

Andersen, Allan B. (2005), Kurspåvirkningen af Nationalbankens interventioner i valutamarkedet, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

BIS (2005), *Triennial Central Bank Survey*. Foreign exchange and derivatives market activity in 2004, Basel.

CLS (2005), *CLS Brief*, Issue 09, June.

Danmarks Nationalbank (2003a), *Pengepolitik i Danmark*, 2. udgave.

Danmarks Nationalbank (2003b), CLS og stabilitet i betalingsafviklingen, *Finansiell stabilitet*.

Danmarks Nationalbank (2004a), *Finansiell Styring i Danmarks Nationalbank*.

Danmarks Nationalbank (2004b), Undersøgelse af omsætningen på det danske valuta- og derivatmarked i april 2004, *Finansiell statistik. Særlig Opgørelse*, 28. september.

Danmarks Nationalbank (2005), *Betalingsformidling i Danmark*.

Drejer, Peter Askjær og Vibeke Buur Hove (2004), Omsætning på valuta- og derivatmarkederne i april 2004, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Hansen, Jakob Lage og Peter Ejler Storgaard (2005), Kapitalbevægelsernes betydning for kronekursen, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

Jensen, Peter Kjær (1999), Valutarenserven, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

Krabbe, Henrik S. og Lisbeth S. Pedersen (1998), Det danske valutamar-
ked, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

Sarno, Lucio og Mark P. Taylor (2002), *The economics of exchange rates*,
Cambridge University Press.

Rime, Dagfinn (2003), *New Electronic Trading Systems in Foreign Ex-
change Markets*, kapitel 21 i: Jones, Derec C. (red.) (2003), *New Economy
Handbook*, Academic Press.

Demografi, vækst og finansielle markeder

Erik Haller Pedersen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG KONKLUSIONER

De demografiske forhold ændrer sig markant i de kommende årtier både globalt og i Danmark med stadigt flere ældre og færre i den arbejdsdygtige alder. Hidtil har debatten herhjemme især fokuseret på konsekvenserne af aldringen for de offentlige finanser og mulighederne for fortsat at kunne finansiere de eksisterende velfærdsordninger¹. Synsvinklen her er lidt anderledes, idet den omhandler mulige konsekvenser af aldringen for de finansielle markeder og på økonomien mere generelt. Til behandling af dette emne er det nødvendigt at se ud over Danmarks grænser og anlægge et globalt perspektiv.

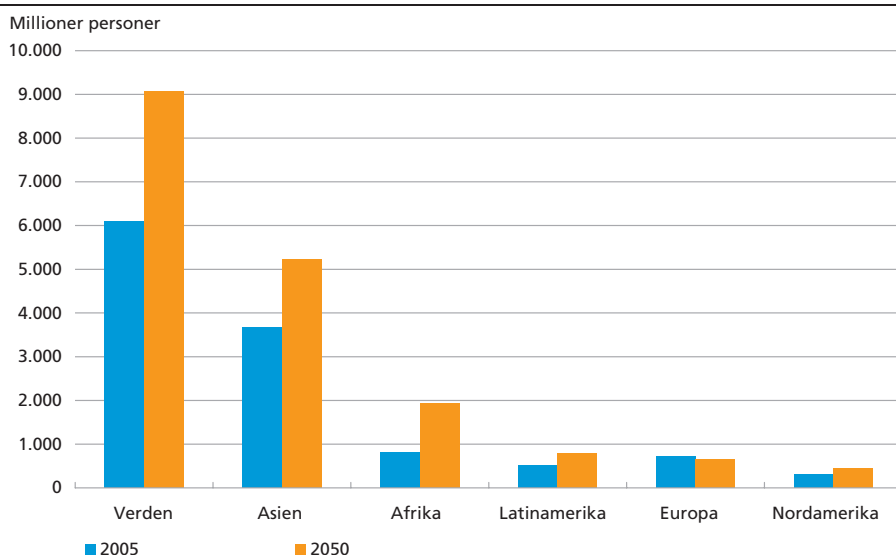
Konklusionen er, at de kommende årtier vil medføre en omkalfatring af verdens befolkning og økonomiske styrke mellem lande og regioner bl.a. som følge af forskelle i befolkningsvækst. Europas globale økonomiske betydning vil aftage. Aldringen af befolkningen er et globalt fænomen, men processen er kraftigere og mere fremskreden i Europa og Japan end i andre dele af verden.

Analysen viser, at med hensyn til demografien står vi over for et vendepunkt. Hvor den demografiske udvikling de seneste årtier har understøttet et fald i renten og stigende aktiekurser og kontantpriser på ejerboliger, vil befolkningsudviklingen over de næste 50 år sandsynligvis lægge et opadrettet pres på renten, nominelt såvel som reelt, samt et nedadrettet pres på aktiekurser og boligpriser. Om dette resulterer i stigende renter samt faldende aktiekurser og boligpriser er dog langt fra givet, da den rene demografiske effekt i alle tilfælde domineres af andre faktorer, som kan trække i modsat retning. Det er svært at finde robuste historiske sammenhænge, som kan danne baggrund for fremskrivinger.

¹ Dette emne er blevet behandlet af bl.a. Velfærdskommissionen, Det Økonomiske Råd, Finansministeriet og DREAM-gruppen.

VERDENS BEFOLKNING I 2005 OG 2050

Figur 1



Anm.: FNs befolkningsprognose 2004, medium scenario.

Kilde: UN World Population Prospects: The 2004 Revision Population Database, <http://esa.un.org/unpp/>.

DEN GLOBALE DEMOGRAFISKE UDVIKLING FREM TIL 2050

Ifølge FNs medium scenario¹ skøn vokser verdens befolkning fra godt 6 mia. i dag til over 9 mia. i 2050², jf. figur 1. Hovedparten af væksten vil finde sted i Asien og Afrika, men også Latin- og Nordamerika vil have stigende befolkning. Befolkningsvæksten vil dog i alle regioner være aftagende frem mod 2050, men kun i Europa samt Japan og Kina vil den blive negativ, jf. tabel 1.

Fald i fertilitet betyder isoleret set, at befolkningen i en lang periode gennemsnitlig set bliver ældre. Hertil kommer imidlertid, at levetiden verden over er stigende, hvilket yderligere forstærker processen. Forskellige regioner er på forskelligt stade i aldringsprocessen, jf. figur 2. I de hurtigst aldrende lande, dvs. højindkomstlandene sker aldringen typisk ved, at de store årgange fra 1940'erne bliver pensionerede³, og andelen af befolkningen i den arbejdsdygtige alder falder. For lav- og mellemindkomstlandene sker aldringen derimod ved, at store årgange kommer

¹ I dette scenario antages det, at fertiliteten fortsætter med at falde på globalt plan for at nå reproduktionsniveauet i 2050, men med regionale forskelle. Verdens befolkning vil fortsætte med at vokse længe efter dette niveau er nået. Dødeligheden forudsættes ligeledes at forsætte sit fald.

² FNs befolkningsprognose har historisk været ret præcis. Således skønnede FN i 1958, hvor verdens befolkning var 2,5 mia., at befolkningen i 2000 ville være 6,3 mia. Det faktiske tal blev 6,1 mia. Det er naturligvis ingen garanti for, at den aktuelle fremskrivning også rammer præcist.

³ De store årgange fra omkring 2. verdenskrig er ikke blot et dansk fænomen, men findes i så godt som alle industrilande.

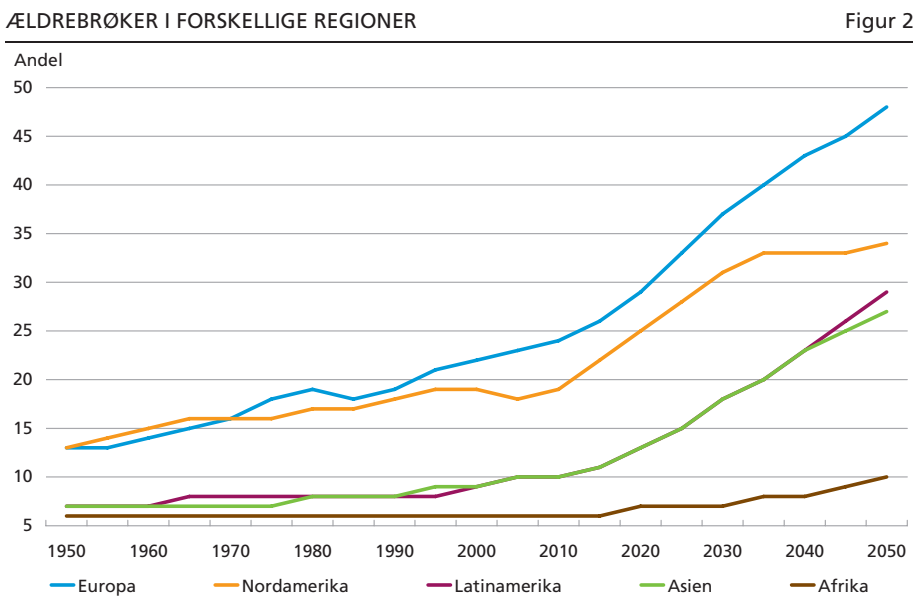
BEFOLKNINGSVÆKST (MEDIANALDER, ÅR)		Tabel 1	
Pct. p.a.	1950-1955	2000-2005	2045-2050
Verden	1,8 (24)	1,3 (27)	0,4 (38)
Europa	1,0 (30)	0,0 (38)	-0,3 (47)
Nordamerika	1,7 (30)	1,0 (35)	0,4 (42)
Latinamerika	2,7 (20)	1,6 (24)	0,2 (40)
Asien	2,0 (22)	1,4 (26)	0,2 (40)
Afrika	2,2 (19)	2,3 (18)	1,2 (27)

Anm.: Medianalderen angiver den alder, hvor halvdelen af befolkningen har en højere alder og halvdelen en lavere.
 Kilde: UN World Population Prospects: The 2004 Revision Population Database.

i den arbejdsdygtige alder og erstattes af mindre årgange som følge af faldende fertilitet, dvs. andelen af befolkningen i den arbejdsdygtige alder stiger i første omgang i disse lande.

I Europa vil medianalderen i 2050 være næsten 50 år, dvs. halvdelen af befolkningen vil være over denne alder, jf. tabel 1. I sydeuropæiske lande som Spanien og Italien når medianalderen helt op på 55 år. Den traditionelle befolkningspyramide vendes simpelthen på hovedet.

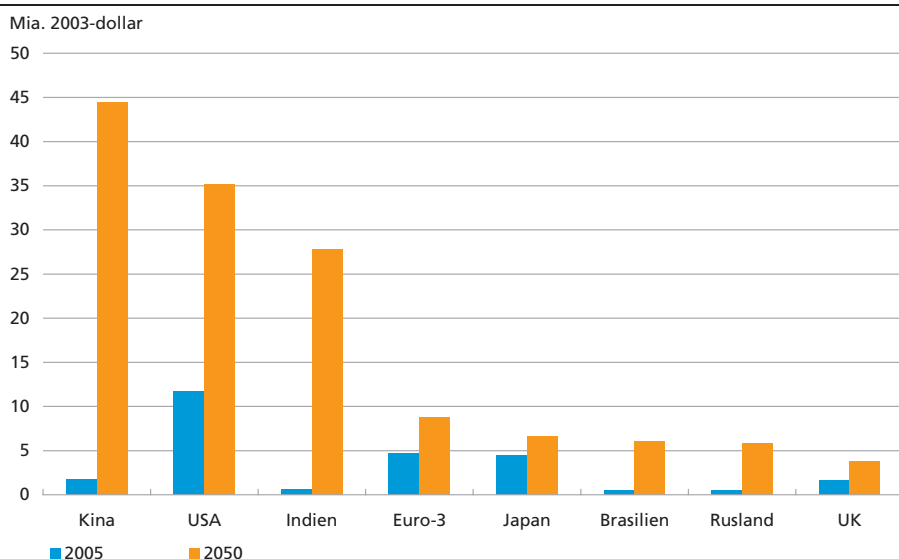
Aldringen af befolkningen er et uomgængeligt faktum i de kommende årtier, og det må vi lære at indrette os efter. Hvis aldringsprocessen i Europa skulle løses alene ved indvandring fra regioner med yngre be-



Anm.: Andel af befolkningen på 60 år og derover.
 Kilde: Som figur 1.

FORDELINGEN AF VERDENS BNP I 2005 OG 2050

Figur 3



Anm.: Euro-3 udgøres af de tre største euro-lande, Tyskland, Frankrig og Italien. De udgør ca. halvdelen af EUs BNP i 2005.

Kilde: Goldman Sachs (2003).

folkninger, vil det kræve en indvandring af helt andre dimensioner end i dag.¹

UDVIKLINGEN I DET GLOBALE ØKONOMISKE STYRKEFORHOLD

Konsekvensen af en faldende befolkning i Europa kombineret med aldringen er markant færre personer i den arbejdsdygtige alder, hvilket vil påvirke økonomiens vækstopotentiale. EU skønner, at EUs potentielle vækst vil falde fra 2½ pct. i dag til kun 1½ pct. pr. år om 40 år. Situationen er lige omvendt i regioner med stigende befolkninger i den arbejdsdygtige alder. Konsekvensen er, at fordelingen af verdens BNP på regioner vil ændre sig dramatisk de kommende årtier. Det skyldes dog ikke blot den demografiske udvikling, men også den såkaldte "indhentningseffekt" (catching-up), hvorved de fattigere landes BNP pr. indbygger nærmer sig de rige landes. Undtagelsen er Afrika, hvor væksten stadig har svært ved at komme i gang i mange lande.

Figur 3 viser BNP på regioner i henholdsvis 2005 og 2050, jf. en fremskrivning foretaget af Goldman Sachs (2003). Andre fremskrivninger

¹ Hvis ældreandelen i EU skal holdes konstant på dagens niveau frem mod 2050, kræves en indvandring på knap 6 mio. pr. år. Tages der ydermere højde for, at indvandrere med tiden naturligvis i sig selv vil bidrage til ældreandelen, stiger den krævede indvandring for at fastholde ældreandelen uændret til over 10 mio. pr. år, se Deutsche Bank Research, september 2002, The Demographic Challenge, www.dbresearch.com.

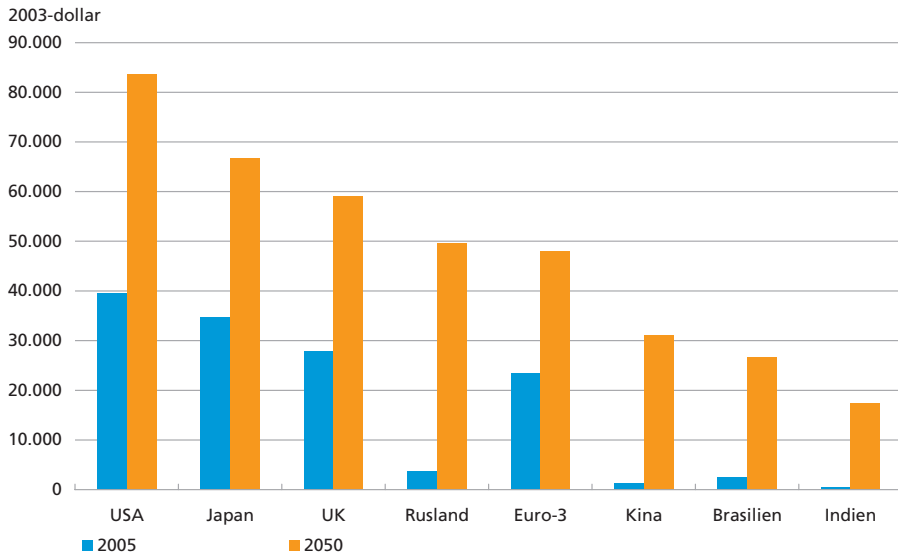
BNP PR. INDBYGGER OG DEMOGRAFI	Boks 1
BNP pr. indbygger kan dekomponeres på følgende måde: $Y/N = Y/L * L/WA * WA/N \quad \text{hvor}$ Y = realt BNP N = den totale befolkning L = antal beskæftigede WA = arbejdsstyrken Identiteten viser, at realt BNP pr. indbygger (Y/N) kan dekomponeres i real indkomst pr. beskæftiget (Y/L) multipliceret med beskæftigelsesfrekvensen (L/WA) multipliceret med antal i den arbejdsdygtige alder i forhold til hele befolkningen (WA/N). Beskæftigelsesfrekvensen vil i nogle lande kunne øges i et vist omfang for at imødegå faldet i arbejdsstyrken. I Danmark er potentialet imidlertid begrænset på grund af den allerede høje beskæftigelsesfrekvens, men selv i lande med en forholdsvis lav frekvens i dag kan aldridsproblemerne typisk ikke løses, kun mildnes, af stigninger i beskæftigelsesfrekvensen. Antages beskæftigelsesfrekvensen konstant, vil aldringen i industrilandene isoleret set få BNP pr. indbygger til at falde (WA/N bliver mindre), da der bliver færre til at producere og relativt flere at dele værdiskabelsen i samfundet ud på. Dette modvirkes dog af en formentlig fortsat stigning i produktiviteten bl.a. som følge af tekniske fremskridt, der får Y/L til at stige. Vurderet ud fra den historiske udvikling er det sandsynlige, at produktivitetsvæksten dominerer det demografiske betingede fald i andelen i den arbejdsdygtige alder i forhold til hele befolkningen (WA/N), så realt BNP pr. indbygger vil fortsætte med at stige også i de hurtigst aldrende befolkninger, jf. fremskrivningen bag figur 4. Konklusionen er, at den demografiske effekt på BNP pr. indbygger sandsynligvis er sekundær i forhold til stigningen i produktiviteten. Ser vi alene på industrilandene vil den kendsgerning, at USA har demografien med sig, mens Europa og Japan har demografien imod sig, bevirke et stadigt større forspring til USA i BNP pr. indbygger. Et åbent spørgsmål er, om der er et link mellem aldring og produktivitet. Det er litteraturen ikke enig om.	

giver lidt andre tal, men det overordnede billede synes at være det samme. Kina og Indien vil med stor sandsynlighed udvikle sig til økonomiske supermagter, mens specielt Europas relative størrelse vil være faldende. Denne udvikling er i og for sig naturlig, idet den vil bringe en bedre balance mellem, hvor verdens befolkning og dermed arbejdsstyrke er lokaliseret, og værdiskabelsen.

De velfærdsmæssige konsekvenser af den demografiske udvikling er imidlertid knyttet til BNP pr. indbygger snarere end til de absolutte niveauer, jf. boks 1. Tager man igen udgangspunkt i fremskrivningen fra Goldman Sachs, vil det i 2050 stadig være de "gamle" industrilande, der har det højeste BNP pr. indbygger, jf. figur 4.

BNP PR. INDBYGGER I FORSKELLIGE LANDE OG REGIONER

Figur 4



Anm.: Euro-3: Tyskland, Frankrig og Italien.

Kilde: Goldman Sachs (2003).

DEMOGRAFI OG DE FINANSIELLE MARKEDER

I den økonomiske litteratur antages det typisk, at folks økonomiske handlinger er bestemt ud fra et ønske om at udjævne forbrug over livsforløbet, dvs. forbrugs- og opsparingsbeslutningerne er en funktion af individets alder, jf. appendiks 1. Unge fra fx 20 til 34 år er typisk låntagere, de midaldrende i aldersgruppen 35 til 59 år er nettoopsparere, mens de ældre over 60 år nedsparer. Ud fra denne tankegang kan der defineres et mål for befolkningens aldersprofil ved at sætte låntagere (20-34 år) plus nedspare (60+ år) i forhold til opsparere (35-59 år), dvs. formueforbrugere i forhold til formueopbyggere, jf. evt. Barclays (2004). Børn og unge under 20 år er holdt ude, da de typisk ikke selvstændigt foretager opsparings- og investeringsbeslutninger af væsentligt omfang. Som diskuteret i appendiks 1 er empirien bag hypotesen om, at de ældre er nedspare ikke stærk.

På samfundsniveau vil den demografiske udvikling således øve indflydelse på opsparing og forbrug, som igen påvirker renteniveau og aktieafkast. Hvis en befolkning, som det er tilfældet i øjeblikket, er domineret af folk i alderen 35 til 59 år, vil der være relativt stor samfundsmæssig opsparing og dermed stor efterspørgsel efter finansielle fordringer. Det lægger et opadrettet pres på kurserne på aktier og obligationer, dvs. lav rente. Renteniveauet vil omvendt øve indflydelse på opsparin-

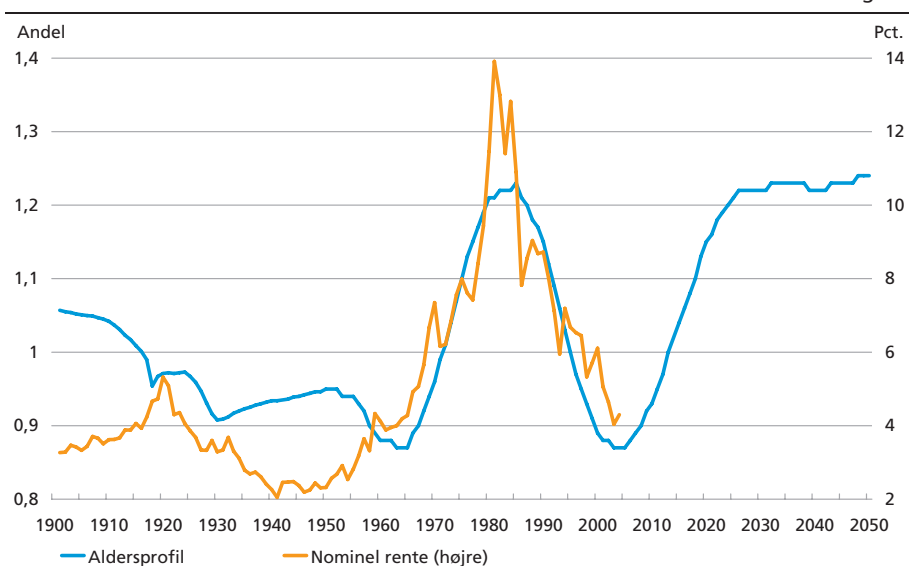
gens størrelse, idet en realrente kan tolkes som prisen på intertemporal omallokering af forbrug.

Det omvendte af ovenstående er tilfældet, hvis det er låntagere og nedsparende, der dominerer. Når de store årgange i løbet af de kommende årtier når pensionsalderen, vil de i et vist omfang søge at realisere deres aktiver, hvilket vil presse kurserne ned og renten op, da de årgange, der skulle efterspørge de udbudte fordringer, er mindre. Effekten modereres i det omfang de mindre årgange sparer relativt mere op end tidligere, hvilket bl.a. som følge af den internationale tendens til øget funding af pensionsopsparing nok er tilfældet.

Sammenhængen mellem det opstillede mål for aldersprofil og den nominelle rente er ved første øjekast overraskende stærk, jf. figur 5 og 6. Det høje renteniveau i 1970'erne er sammenfaldende med en relativ lav andel af befolkningen i aldersklassen 35 til 59 år. I takt med at de store årgange er kommet ind i aldersgruppen, der sparer op, er renteniveauet faldet, og har nået et lavpunkt de senere år samtidig med, at den opsparende aldersgruppe er tilbage på niveauet fra første halvdel af 1900-tallet. Fremadrettet vil andelen af befolkningen i de aldersklasser, der sparer op, falde markant, og aldersprofilmålet vil derfor stige. Denne sammenhæng genfindes i så godt som alle industrilande. Det antyder et nedadrettet pres på obligationskurserne og dermed tendens til stigende renteniveau de kommende årtier.

DEMOGRAFI OG RENTENIVEAU I USA

Figur 5

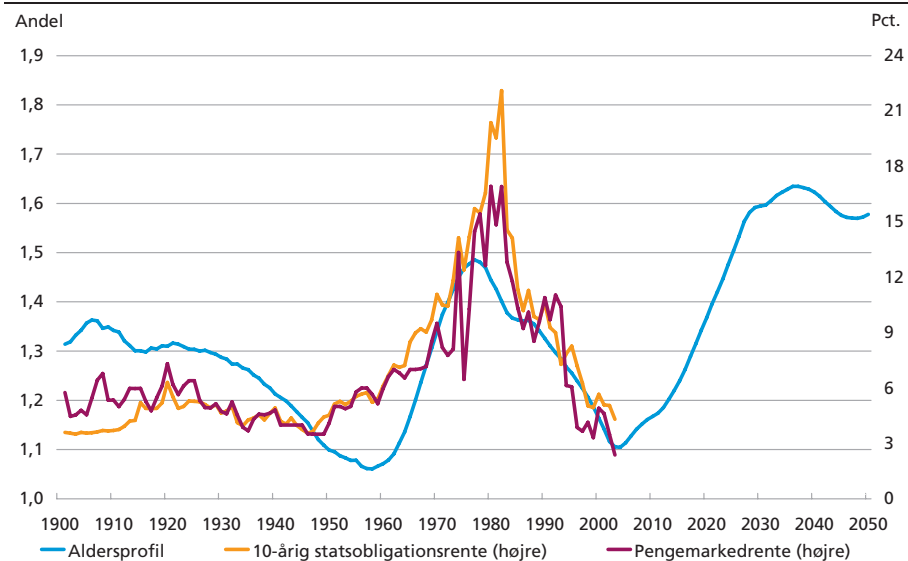


Anm.: Aldersprofil er defineret som de 20 til 34-årige (låntagere) plus antal over 60 år (nedsparende) i forhold til folk i aldersklassen 35 til 59 år (opsparende), dvs. formueforbrugere i forhold til formueopbyggere.

Kilde: Bureau of Census samt Abildbgren (2005).

DEMOGRAFI OG RENTENIVEAU I DANMARK

Figur 6



Anm.: Aldersprofil er defineret som 20 til 34-årige (låntagere) plus antallet over 60 år (nedspare) i forhold til antal i aldersklassen 35 til 59 år (opsparere).

Kilde: Danmarks Statistik, befolkningsprognose 2005 og Abildgren (2005).

Demografi er ikke den klassiske forklaring på højrenteperioden i 1970'erne og nævnes typisk heller ikke som årsag til det nuværende lave renteniveau. Det er da også klart, at renteniveauet bestemmes af mange andre og potentielt vigtigere faktorer, fx penge- og finanspolitikken, ligesom demografiens effekt på renten er indirekte via opsparings- og investeringsbeslutningerne, der igen afhænger af mange andre størrelser.

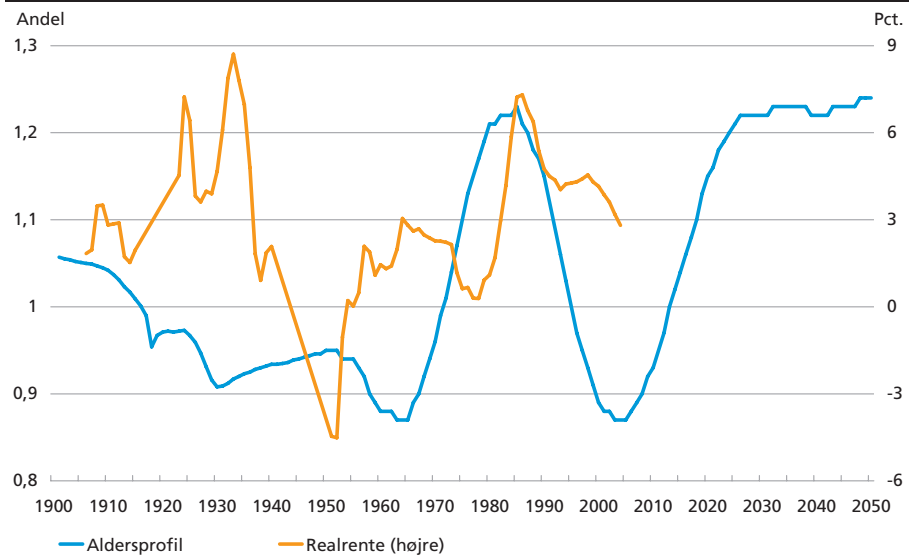
Som figur 5 og 6 viser, har renteforholdene de seneste årtier ikke været i modstrid med, hvad den demografiske udvikling ville tilsige. Skift i opsparings-investeringsbalancen skulle dog teoretisk set først og fremmest give sig udslag i realrenten snarere end i den nominelle rente, og her er korrelationen over til demografivariable noget mindre klar, jf. figur 7. I første halvdel af 1900-tallet er prisudviklingen stærkt påvirket af 1. og 2. verdenskrig samt deflationen i 1930'erne. Dette resulterer i en meget volatil realrente¹.

For så vidt angår aktiemarkedet skulle målet for aldersprofil og et realt aktiekursindeks svinge modsat af hinanden. En sådan sammenhæng synes svagt at kunne anes i anden halvdel af 1900-tallet på danske tal, men det reale aktieafkast er meget volatilt, jf. figur 8.

¹ Det er ikke trivielt at beregne en realrente, da det er den forventede inflationsudvikling, der skal trækkes ud, og denne er ikke nødvendigvis sammenfaldende med den aktuelle inflation, der er benyttet her. For nærmere diskussion kan henvises til Pedersen (2001).

DEMOGRAFI OG REALRENTE I USA

Figur 7



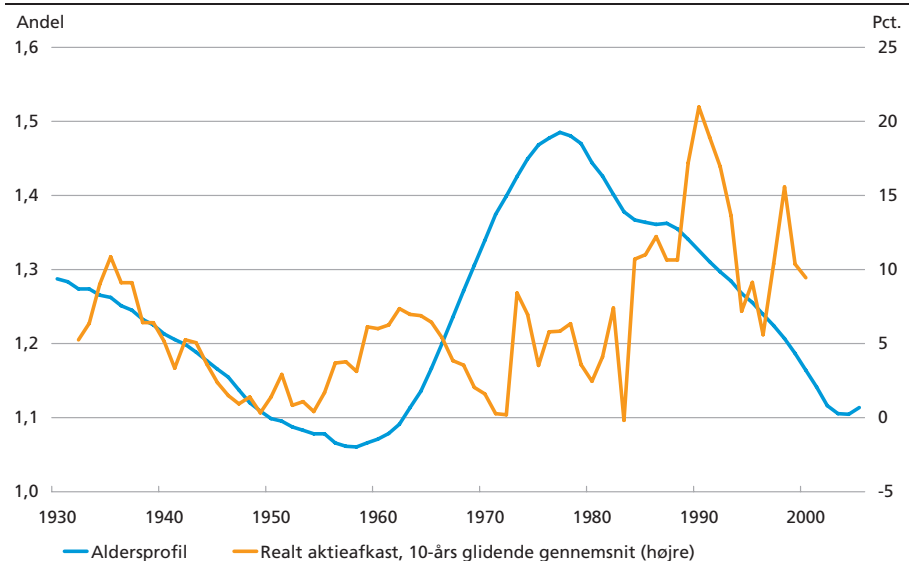
Anm.: Aldersprofil er defineret i anmærkning til figur 5. Realrenten er beregnet ved at fratrække aktuel stigning i forbrugerpriserne fra den nominelle 10-årige statsobligationsrente.

Kilde: Bureau of Census samt Abildgren (2005).

Potaba (2001) analyserer sammenhængen mellem demografi og finansielle afkast på amerikanske tal og finder, at det er svært at finde en robust sammenhæng mellem demografi og reale afkast inkl. reale ak-

DEMOGRAFI OG REALT AKTIEAFKAST I DANMARK

Figur 8



Anm.: Aldersprofil er defineret i anmærkning til figur 5.

Kilde: Danmarks Statistik, Risager (2003) og egen fremskrivning.

tieafkast. Demografivariablen overskygges simpelthen af andre faktorer, også på langt sigt. Man kan derfor ikke fremskrive rente- og aktiekursudvikling alene ud fra demografivariable. Det synes ikke realistisk, at renteniveauet mod midten af dette århundrede skulle komme op på niveauet fra 1970'erne, selv om aldersprofilen gør, men demografien vil sandsynligvis kvalitativt virke mod et stigende renteniveau.

Selv hvis sammenhængen mellem demografi og reale afkast er svag, står spørgsmålet tilbage, om der er en sammenhæng mellem demografi og inflation. Argumentet skulle være, at den demografiske udvikling kan være mere eller mindre favorabel med hensyn til inflation. Når inflationen fx blev endemisk i 1970'erne, var det i følge dette argument bl.a. på grund af få i de arbejdsdygtige aldersklasser. Dermed udløste et udbudschok som olieprisstigningerne en pris- og lønspiral¹. Det er igen ikke den traditionelle forklaring, hvor højinflationen typisk tilskrives en akkommoderende pengepolitik kombineret med en forfejlet finanspolitik. I det danske tilfælde spillede valutapolitikken også ind, med gentagne devalueringer, der stimulerede løn-prisspiralen.

At demografi kan have en rolle at spille med hensyn til prisudvikling ser vi fx i dag, hvor en stor arbejdskraftreserve i bl.a. Asien lægger et nedadrettet pres på priserne globalt. I et fremadrettet perspektiv kan man måske anlægge en mere politologisk synsvinkel. I og med at vælgerkorpset bliver ældre, vil de samfundsmæssige præferencer for lav inflation blive stærkere. Ud fra dette argument vil den demografiske udvikling de næste 50 år tale for en lav inflation. Alt i alt er det dog nok tvivlsomt at gøre demografiske udsving til det afgørende for variation i inflationen.

En helt fundamental svaghed ved at korrelere demografivariable med finansielle variable, inflation mv. er, at demografivariablen er meget træg. Selv med tal tilbage til begyndelsen af 1900-tallet, er der i realiteten meget få frihedsgrader. Det gør det svært at lave overbevisende økonometri på tallene, som kunne danne baggrund for fremskrivninger, jf. Potaba (2001).

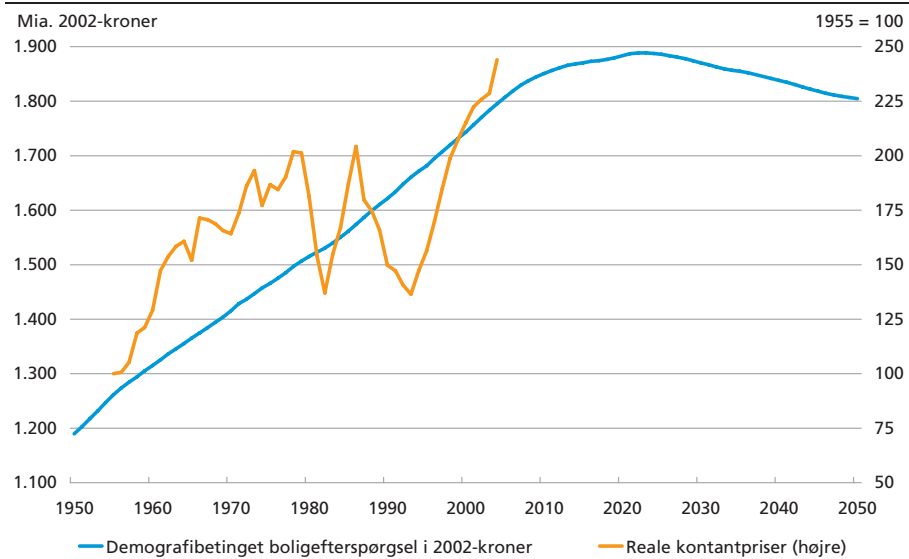
DEMOGRAFI OG BOLIGMARKEDET

Boliger er i langt mindre grad end finansielle aktiver handlet internationalt. Der vil derfor formodentlig i højere grad indgå rene nationale forhold i prisdannelsen. Figur 9 viser en demografibetinget boligefterspørgsel for ejerboliger konstrueret ud fra en opdeling af de danske kontantpriser på ejerboliger i 2002 på aldersgrupper, jf. appendiks 2.

¹ Jf. Barclays Capital Research (2004).

DEMOGRAFI, BOLIGEFTERSSPØRGSEL OG REALE KONTANTPRISER

Figur 9



Anm.: For beregning af demografibetinget boligefterspørgsel se appendiks 2.

Kilde: ADAM-banken, Danmarks Statistik, Forbrugsundersøgelsen og egne beregninger.

Den demografibetingede boligefterspørgsel viser demografiens isolerede effekt på boligefterspørgslen alt andet lige. Den således konstruerede boligefterspørgsel i faste priser kan på basis af befolkningsfremskrivningen føres frem til 2050 og holdes op mod den historiske udvikling i den reale kontantpris¹.

Som figuren viser, har den demografiske udvikling de seneste 50 år medført en stigende efterspørgsel efter ejerboliger og dermed isoleret set understøttet væksten i kontantpriserne. Dette vil ændre sig de kommende årtier, hvor den demografibetingede efterspørgsel flader ud og siden hen falder en smule. Omvendt synes der ikke at være basis for en frygt for et demografibetinget kollaps af kontantpriserne de kommende årtier, men befolkningsudviklingen vil i modsætning til hidtil lægge en dæmper på stigningerne.

Ovenstående skal ikke tages som et skøn på udviklingen i de reale kontantpriser fremover, da mange andre faktorer end demografi spiller en rolle. Dels vil de reale indkomster formodentlig vedblive med at stige, og det vil i sig selv øge boligefterspørgslen, dels efter flere boliger antalmæssigt, men formodentlig nok så meget efter kvaliteten af de eksisterende boliger. Hertil kommer, at rente- og konjunkturudviklingen spiller en stor rolle specielt på kort og mellemlangt sigt. Den reale kontantpris i figur 9 er fx stærkt påvirket af den økonomiske stop-go politik

¹ For en tilsvarende analyse på amerikanske tal henvises til Mankiw and Weil (1989).

i 1980'erne, som det fremgår. Boligefterspørgslen påvirkes også af et stadigt fald i den gennemsnitlige husstandsstørrelse som følge af flere, der bor alene. Det øger efterspørgslen efter boliger for en given befolkning. Endelig spiller udbudssiden naturligvis en helt afgørende rolle på langt sigt.

Tilbage står dog, at en væsentlig underliggende faktor bag boligefterspørgslen, befolkningsvæksten, står til at blive mindre de kommende årtier samtidig med, at alderssammensætningen ændres. Det vil isoleret set lægge en dæmper på væksten i kontantpriserne. Omvendt er der ikke udsigt til et demografibetinget kollaps af boligmarkedet. Der må dog forudses store regionale forskelle.

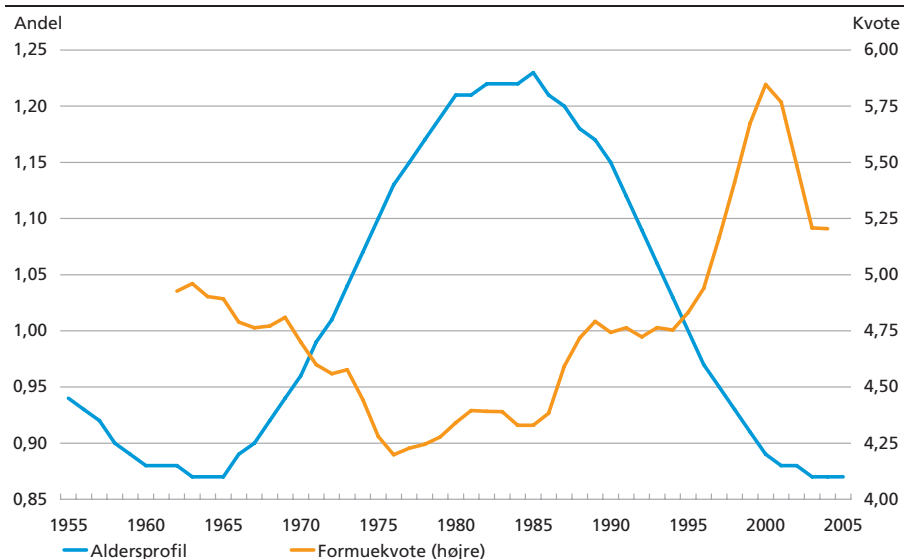
APPENDIKS 1

På amerikanske tal er der som forventet en tydelig negativ sammenhæng mellem det opstillede aldersbyrdemål og husholdningernes formueposition, jf. figur 10. Når der er mange i aldersgruppen 34 til 59 år, som det er tilfældet p.t., er opsparingen og dermed formuekvoten høj og omvendt. Det er afgørende for resultatet, at formuegevinster inddrages. Anvendes den nationalregnskabsmæssige opsparingskvote, hvor kapitalgevinster ikke indgår, fås en positiv og ikke negativ korrelation. USA anvendes i denne artikel som proxy for resten af verden.

I life cycle hypotesen er tankegangen, at folk sparer op, mens de er i den erhvervsdygtige alder, for så at forbruge af opsparingen, når de bliver gamle. Spørgsmålet er imidlertid, om tesen om de ældre som formueforbrugere i det hele taget holder. Potaba (2001) viser, at det er tvivlsomt på US data, og heller ikke danske tal synes for alvor at underbygge tesen, jf. tabel 3. Godt nok er nettoformuen for de over 85-årige markant lavere end for de øvrige pensionister, men det skyldes hovedsagelig, at forholdsvis få af disse er ejere af deres egen bolig. Det er dog potentielt vigtigt, at pensionsformuen er udeladt. Inddrages denne, er konklusionen sandsynligvis mindre klar.

DEMOGRAFI OG HUSHOLDNINGERNES FORMUE I USA

Figur 10



Anm.: Aldersprofil viser formueforbrugere i forhold til formueopbyggere. For nærmere definition henvises til anmærkning til figur 5. Formuekvote viser husholdningernes formue som andel af årlig indkomst.

Kilde: Bureau of Census og Federal Reserve.

FORMUERNE I FORSKELLIGE ALDESKLASSER

Tabel 3

Kr.	Nettoformue	Prioritetsgæld
Under 65 år	253.000	513.000
65-69 år	691.000	215.000
70-74 år	592.000	119.000
75-79 år	615.000	84.000
80-84 år	758.000	61.000
85-89 år	466.000	54.000

Anm.: Tallene er ultimo 2000. og ekskl. pensionsformue.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistiske Efterretninger, Indkomst, Forbrug og Priser 2003:20, Forbrugsundersøgelsen.

APPENDIKS 2

På basis af de aldersopdelte kontantværdier beregnes for hver aldersgruppe en totalefterspørgsel defineret som kontantværdi gange antallet af husstande i aldersgruppen. Dette tal ganges på et indeks over udviklingen i befolkningen fra 1955 til 2050 med indeks 2002 lig 1. Herved fremkommer den demografibetingede efterspørgsel efter ejerboliger for det pågældende aldersinterval. Den aggregerede boligefterspørgsel findes ved at summere over aldersgrupper. Det forudsættes implicit i denne beregning, at den relative boligefterspørgsel på tværs af aldersgrupper er konstant over tid. For yderligere diskussion af metoden, henvises til Mankiw og Weil (1989).

ALDERSOPDELT KONTANTVÆRDI AF EJERBOLIGER

Tabel 2

	Kontantværdi pr. husstand i 2002-kroner	Antal husstande 1.000 stk.
Under 20 år	35.000	13
20-24 år	90.000	174
25-29 år	260.000	216
30-34 år	585.000	225
35-39 år	651.000	234
40-44 år	880.000	232
45-49 år	1.024.000	243
50-54 år	892.000	224
55-59 år	1.050.000	231
60-64 år	989.000	177
65-69 år	740.000	158
70-74 år	698.000	125
75-79 år	601.000	127
80-84 år	502.000	88
Over 85 år	333.000	58

Kilde: Danmarks Statistik, Forbrugsundersøgelsen 2002, specialudtræk.

REFERENCER

Abildgren, Kim (2004), Nominal and real effective krone rate indices for Denmark 1875-2002, Danmarks Nationalbank, *Working Paper* nr. 13.

Abildgren, Kim, (2005), A historical perspective on interest rates in Denmark 1875-2003, Danmarks Nationalbank, *Working Paper* nr. 24.

Barclays (2004), Global Speculations, Dismal Demographics, *Barclays Capital Research*. www.barcap.com.

Mankiw, N. Gregory and Davis N. Weil (1989), The baby boom, the baby bust and the housing market, *Regional Science and Urban Economics* 19.

Goldman Sachs (2003), Dreaming With BRICs: The Path to 2050, *Global Economics Paper* No: 99.

Pedersen, Erik Haller (2001), Udvikling i og måling af realrenten, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

Nils Bernsteins tale på Finansrådets årsmøde den 30. november 2005

Tak for invitationen. Og i øvrigt tak for den venlige modtagelse jeg har mødt fra pengeinstitutterne.

Lad mig slå fast med det samme, at jeg vil fortsætte min forgængers linje i penge- og valutapolitikken. Det er en politik, som har tjent Danmark godt.

Jeg har været med så længe, at jeg kan huske dengang, vi brugte valutakursjusteringer aktivt til at løse vores strukturproblemer. Det førte som bekendt til tocifrede inflationsrater og et renteniveau på over 20 pct. Til sidst kunne alle se, at denne politik var uholdbar.

I dag er der kun sjældent fokus på fastkurspolitikken. Den anses sådan set for umoderne uden for landets grænser. Ikke desto mindre har den været vigtig for Danmark. Den har haft bred politisk opbakning og bidraget til en meget lav inflation, vel i praksis så lav, at det ikke længere optager befolkningen i hverdagen. De sidste 15 år har prisstigningerne kunnet holdes på omkring 2 pct. om året i gennemsnit. Og ser vi på butikspriserne, har de i de seneste år været helt i ro. Dette reallønsværn er noget, som vi alle har glæde af i det daglige.

Samtidig kan virksomhederne lettere planlægge med en fast kurs på euro. Grundlaget for deres investeringer bliver ikke pludseligt ændret, fordi valutakursen ændrer sig. Virksomhederne ved, at det især er op til dem selv at klare fremtidens krav via udvikling af produkter og medarbejdere.

Den lave inflation er ikke kun et dansk fænomen, men ses også globalt. De asiatiske landes stigende deltagelse i verdensøkonomien har en pris- og løndæmpende effekt på resten af verden. Det smitter også af på de lange renter. Da den globale investeringslyst er mindre end normalt, og da både centralbanker og pensionsinstitutter for tiden køber lange obligationer for store beløb, er de lange renter på det laveste niveau i efterkrigstiden.

Disse påvirkninger vil tage af før eller siden – hvornår ved vi ikke – men når det sker, bliver konsekvensen højere renter.

Den økonomiske politik her i landet har i en årrække haft bred politisk tilslutning. Faktisk bliver den danske "model" i stigende grad set som en rollemodel for andre lande.

Det er især forholdene på arbejdsmarkedet, der interesserer. Hvordan fleksibilitet og social tryghed kan gå hånd i hånd. Det, vi ser nu, er resultat af mange års udvikling af den danske model. Det er en proces, som aldrig bliver færdig. Gode reformer er gennemtænkte, og de må tage den tid, de tager. Ideer skal modnes, så der skabes opbakning om reformerne. Processen er vigtig for at nå et godt resultat.

Fastkurspolitikken betyder, at niveauet for den danske rente i almindelighed fastlægges i udlandet. Det betyder til gengæld også, at den ikke altid svarer til danske behov. I praksis har det ikke været et problem. Finanspolitikken har været lagt tilrette, så vi har undgået både overophedning og stor arbejdsløshed. Med en fremadrettet og reformorienteret politik kan man normalt nøjes med mindre korrektioner af kursen ved den årlige finanslov. Det er så til gengæld vigtigt, at der hele tiden sigtes mod langsigtede mål.

I den sammenhæng kan andre landes erfaringer være nyttige. Holland kæmper for tiden med at komme ud af en lavkonjunktur, som er selvskabt. En gunstig økonomisk udvikling sidst i 1990'erne førte store overskud på de offentlige finanser med sig. En del af overskuddet blev brugt, bl.a. på skattelettelser, og økonomien kogte over. Men det var først sent i forløbet, at konsekvenserne viste sig. Lønningerne steg kraftigt, det samme gjorde arbejdsløsheden, og de offentlige finanser viste pludseligt et stort underskud. Man måtte stramme op midt i en lavkonjunktur, som man først nu ser ud til at være på vej ud af. Den klare lære er, at man ikke skal bruge overskuddet, når det går godt, og især ikke, hvis der er skygge af risiko for, at virksomhedernes konkurrenceevne lider skade.

Den økonomiske udvikling i Danmark har været gunstig i de seneste år. Det er der først og fremmest grund til at glæde sig over. Arbejdsløsheden er faldet og er nu på et lavt niveau, det private forbrug går frem med syvmileskridt, men alligevel har vi overskud på betalingsbalancen, mens pengene strømmer ind i statskassen. Det er næsten for godt til at være sandt – og der er da også grund til at mane lidt til forsigtighed.

Efterspørgslen er fortsat stærk – måske lidt for stærk. Det er ikke noget, vi ved med sikkerhed. Vi er til gengæld sikre på, at den dag, vi ved, at det går for stærkt, har vi nogle ubehagelige år forude. Så er det for sent at rette op på kursen uden betydelige omkostninger. Udfordringen i dag er at sikre den balance, der gør det muligt at få arbejdsløsheden endnu længere ned end i dag. Vi skal gerne have nogle flere af samfundets svageste i vedvarende arbejde – og det når vi ikke, hvis vi får overophedning.

Derfor er det ikke bare i trafikken, men også i den økonomiske politik, at man skal respektere hastighedsgrænserne. Overtrædelser af de økonomiske hastighedsgrænser straffes hårdere end med et klip i kørekor-

tet. Aktuelt betyder det, at der ikke er plads til nogen form for lempelser, hverken på indtægts- eller udgiftssiden, snarere tværtimod. De udgiftspolitiske mål for staten og kommunerne skal overholdes, og konjunktursituationen er ikke til ufinansierede skattelettelser.

Som de hollandske erfaringer så tydeligt siger: Under en højkonjunktur skal den økonomiske politik ikke bidrage til at sætte yderligere fart på udviklingen.

I mange af de store europæiske lande slås man med en dårlig økonomi. Den store arbejdsløshed skaber usikkerhed. Erkendelsen af behovet for at skabe større fleksibilitet på arbejdsmarkedet er voksende. Men reformerne er indtil videre små.

Et hovedproblem i Italien, Frankrig og Tyskland er, at virksomhederne investerer for lidt på deres hjemmebane, og da husholdningerne ikke er meget for at lukke tegnebogen op, er der sådan set kun tilbage at vente på et eksportdrevet opsving.

Vi kunne ønske et forbrugsdrevet opsving i Europa. Men det forudsætter, at husholdningerne vil og kan bruge mere. Men man må samtidigt konstatere, at den finansielle sektor i mange af landene ikke rigtigt er indrettet på at finansiere husholdningernes ønsker om forbrug eller bolig. Bankerne har været indrettet på, at husholdningernes opsparing skal finansiere virksomhedernes investeringer, ikke på at låne penge ud til husholdningerne.

I Danmark er penge- og realkreditinstitutternes udlån til husholdningerne på størrelse med produktionen. I Italien, som er den anden yderlighed i EU, har husholdningerne blot lånt en fjerdedel via disse markeds-mæssige kanaler, men nok mere, hvis lån fra familien tages med. De markeds-mæssige kanaler er imidlertid vigtige, hvis man ikke ønsker, at familierelationer er det centrale, når unge skal købe egen bolig eller bil eller blot fordele forbruget rationelt over livet.

De meget høje danske tal for husholdningernes låntagning afspejler især, at boligejerne kan låne på kapitalmarkedet via realkrediten. Det er et gode, men ikke uden forbehold. Nye låneformer, også på pengeinstitutternes bøger, har formentlig bidraget til de meget stærke stigninger i boligpriserne. Det meste af stigningen må dog tilskrives den lave rente, væksten i realindkomsterne og den fastfrosne ejendoms-værdi-skat. Der er således ikke tale om en uforklarlig boble i priserne, men priserne kan falde, når renterne en dag stiger.

Det er gode tider for pengeinstitutterne, og udlånene vokser. Det er også i gode tider, at tab ses som noget, der hørte fortiden til, og at kreditkvaliteten kan gå ned. Ikke i egen bank, men hos konkurrenterne.

Pengeinstitutterne har for tiden et betydeligt arbejde med at få indarbejdet de nye internationale regnskabsregler og de kommende kapi-

taldækningsregler – Basel II. Det kræver mange resurser. Det er samtidig en vigtig opgave, så det enkelte pengeinstitut kan tage stilling til behovet for stødpuder til at stå imod dårlige tider. Også på andre dele af det finansielle område har der været brugt mange kræfter på ny lovgivning og dens implementering. Kommissionen har nu tilkendegivet, at lovgivningen i al væsentlighed er på plads på det finansielle område. Nu gælder det om at få det indre marked for finansielle tjenesteydelser til at virke.

Valutafonden er ved at lave en gennemgang af hele det finansielle system i Danmark, under det såkaldte Financial Sector Assessment Program – FSAP. Lad os betragte det som en god anledning til at få fortaget et serviceeftersyn. Det er nyttigt med friske øjne at få set på, om vi har indrettet os bedst muligt i henhold til internationale standarder. Valutafonden har netop afsluttet et 14 dage langt besøg i landet. Jeg vil gerne takke for den indsats, som Finansrådets medlemmer og en lang række af de øvrige aktører i det finansielle system har lagt for dagen i forbindelse med besøget. FSAP er en lang proces, og der er fortsat en del at arbejde med i de kommende måneder. Valutafondens endelige vurdering med anbefalinger til Danmark forventes at foreligge medio næste år.

Bodil (Nyboe Andersen) har bedt mig om at takke for godt samarbejde ikke blot sidste år, men gennem en årrække. Det gør jeg gerne og ønsker samtidigt, at det gode samarbejde kan fortsætte i årene, der kommer.

Udgivne Working Papers

An alternative measure of core inflation af Michael Pedersen	2005 • 33
Perspectives on bond lending and specialness af Lars Jul Hansen, Stig Hesselberg og Louise C. Mogensen	2005 • 32
The monetary-policy regime and the development in central macroeconomic variables in the OECD countries 1970-2003 af Anders Møller Christensen og Niels Lynggård Hansen	2005 • 31
Skøn over den offentlige budgetsaldo siden 1875 af Kim Abildgren	2005 • 30
Contagion Risk in the Danish Interbank Market af Elin Amundsen og Henrik Arnt	2005 • 29
Testing the Assumptions of Credit-scoring Models af Anne Dyrberg Rommer	2005 • 28
Assessing the consequences of Basel II: Are there incentives for cherry-picking when banks pool data across countries? af Lisbeth Borup, Dorte Kurek og Anne Dyrberg Rommer	2005 • 27
A Comparative Analysis of the Determinants of Financial Distress in French, Italian and Spanish firms af Anne Dyrberg Rommer	2005 • 26
Samvariation i danske konjunkturcykler af Frank Øland Hansen	2005 • 25

Pressemeddelelser

DEN 28. NOVEMBER 2005: SLOVAKIET OPTAGES I ERM2

Med virkning fra 28. november 2005 er Slovakiet indtrådt i EUs valuta-kurssamarbejde, ERM2.

Nationalbanken hilser Slovakiet velkommen i ERM2.

Centralkurs og udsvingsbånd for Slovakiets valuta er fastlagt i forhold til euro og fremgår af pressemeddelelser fra ECB. Pressemeddelelserne kan ses på www.nationalbanken.dk under Pengepolitik/valutapolitik.

Optagelsen af det nye land medfører ingen ændringer i centralkurs, udsvingsbånd og øvrige vilkår for den danske krone i ERM2.

DEN 1. DECEMBER 2005: RENTEFORHØJELSE

Diskontoen og foliorenten forhøjes med 0,25 pct. til 2,25 pct. Nationalbankens udlånsrente og renten på indskudsbeviser forhøjes med 0,25 pct. til 2,40 pct. Forhøjelsen har virkning fra 2. december 2005.

Renteforhøjelsen har baggrund i, at Den Europæiske Centralbank, ECB, har forhøjet minimumsbudrenten ved sine primære markedsoperationer med 0,25 pct. til 2,25 pct.

DEN 1. FEBRUAR 2006: NY TÅRNMØNT MED GRÅSTEN SLOT

15. februar 2006 udsender Nationalbanken en ny tårnmønt med klokke-tårnet på Gråsten Slot som motiv. Det er den ottende mønt i rækken af tårnmønter, hvoraf den første blev udsendt i 2002.

Motivet til den nye tårnmønt er udført af billedhugger og grafiker Sys Hindsbo.

Fungerer som en almindelig 20-krone

Mønten med Gråsten Slot udsendes i 1,2 millioner eksemplarer. Tårnmønten fungerer som en almindelig 20-krone og har Dronningens portræt på forsiden.

Forskellige egne af Danmark

I valget af de enkelte tårne er der lagt vægt på at vise forskellige typer af tårne fra forskellige egne af Danmark. Det viser listen over tårne, som

ud over Gråsten Slots klokketårn omfatter Nólsoy Fyr på Færøerne, Landet Kirke på Tåsinge, Svaneke Vandtårn, Gåsetårnet i Vordingborg, Christiansborg Slotstårn, Børsens Dragetårn og Århus Rådhusårn.

Serien afsluttes næste år

Den næste tårnmønt forventes udsendt i efteråret 2006. Den sidste af i alt ti tårnmønter forventes udsendt i løbet af næste år.

Pressebilleder

På www.nationalbanken.dk – under Presse, Pressebilleder, er det muligt at downloade billeder af denne og tidligere tårnmønter.

DEN 16. FEBRUAR 2006: MØNTSÆT FOR BØRN

28. februar 2006 udsender Nationalbanken for første gang et møntsæt for børn.

Møntsættet folder sig ud som en billedbog – med kronhjorten på omslaget til medaljens lille glade bille med gevir og krone. Inspirationen er hentet fra skovens dyr og er tegnet i en fantasifuld streg af illustratør Cato Thau-Jensen.

Sølvmedalje med plads til barnets navn

På indersiden af møntsættet er der plads til at skrive oplysninger som fx navn, fødsels- og dødsdato. På sølvmedaljen er der plads til at indgrave barnets navn. Det er et valg, som køberen af møntsættet selv foretager, da Nationalbanken ikke yder denne service.

Ud over medaljen består møntsættet af Danmarks møntserie, dvs. 25- og 50-øre samt 1-, 2-, 5-, 10- og 20-krone præget i 2006. Dette års møntsæt for børn udsendes i maksimalt 10.000 eksemplarer.

Møntsættet kan købes fra 28. februar 2006

Vejledende udsalgspris er 250 kr. Møntsættet kan købes i pengeinstitutter, hos mønthandlere, guld- og sølvmede samt hos Danmarks Nationalbank, Hovedkassen, Havnegade 5, 1093 København K. Åbningstid mandag-fredag kl. 10-13.

Information og billedmateriale

På www.nationalbanken.dk – Presse, Pressebilleder, er det muligt at downloade billeder af møntsættet, ligesom det er muligt at læse mere under Sedler og mønter, Møntsæt.

DEN 17. FEBRUAR 2006: RENTEFORHØJELSE

Udlånsrenten og renten på indskudsbeviser er med virkning fra 17. februar 2006 sat op fra 2,40 pct. til 2,50 pct. Diskontoen og foliorenten er uændret 2,25 pct.

Forhøjelsen på 10 basispoint skyldes, at der i februar har været en udstrømning af valuta, bl.a. som følge af danske institutionelle investorer køber af udenlandske aktier og andre værdipapirer. Nationalbanken har i overensstemmelse med fastkurspolitikken intervenseret til fordel for kronen. Renteforhøjelsen har til formål at gøre det mere fordelagtigt at placere midler i kroner. Nationalbanken understreger, at kapitaludstrømningen ikke er udtryk for en svækkelse af den danske økonomi.

Tabelafsnit

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

Kilde- og signaturforklaring

0 Nul eller mindre end en halv af den anvendte enhed.

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

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

Redaktionen af tabelafsnittet er afsluttet den 15. februar 2006.

Danmarks Nationalbank er kilde til tabellerne 1-14, 16-18 og 23-24, dog er Københavns Fondsbørs kilde til serierne over obligationsrenter og aktiekursindeks i tabel 1. Danmarks Statistik er kilde til tabellerne 15 og 19-22. Beregningerne i tabel 20 og 24 er foretaget af Danmarks Nationalbank på basis af data fra Danmarks Statistik og OECD.

RENTER OG AKTIEKURSIINDEKS

Tabel 1

Gældende ultimo året/fra	Nationalbankens rentesatser		ECB's mini- mum- budrente		Penge- markeds- rente, 3 mæne- ders usikret	Effektive obligationsrenter		Aktie- kurs indeks OMXC20 (tidl.KFX)
	Diskonto	Udlån og ind- skuds- beviser				10-årig stat	30-årig realkredit	
	Procent p.a.			Ultimo	Procent p.a.			3.7.89 =100
2001	3,25	3,60	3,25	2001	3,54	5,15	6,55	272,45
2002	2,75	2,95	2,75	2002	3,00	4,45	5,47	199,49
2003	2,00	2,15	2,00	2003	2,16	4,46	5,45	244,35
2004	2,00	2,15	2,00	2004	2,16	3,87	5,07	286,66
2005	2,25	2,40	2,25	2005	2,46	3,30	4,39	393,52
2003 7. mar ..	2,50	2,70	2,50	jul 05	2,13	3,20	4,24	352,31
23. maj ..	2,50	2,65	2,50	aug 05	2,13	3,08	4,18	365,65
6. jun ...	2,00	2,15	2,00	sep 05	2,14	3,09	4,24	370,60
2005 2. dec ..	2,25	2,40	2,25	okt 05	2,22	3,39	4,46	356,82
				nov 05	2,40	3,43	4,50	368,37
				dec 05	2,46	3,30	4,39	393,52
2006 15. feb ...	2,25	2,40	2,25	jan 06	2,46	3,45	4,48	389,06

UDVALGTE POSTER FRA NATIONALBANKENS BALANCE

Tabel 2

	Valuta- reserven	Seddel- og mønt- omløb	Statens inde- stående i National- banken	Penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken			
				Pengepolitiske indlån		Pengepo- litiske lån	Netto- stilling i alt
				Indskuds- beviser	Nettoin- deståen- de på foliokonti		
Ultimo	Mia.kr.						
2000	117,5	44,8	37,7	51,9	8,1	25,3	34,6
2001	148,4	47,3	43,5	113,6	3,7	63,4	53,9
2002	193,2	47,7	50,3	160,7	10,1	81,2	89,6
2003	224,2	49,7	44,0	157,3	12,9	48,0	122,2
2004	217,6	52,0	60,8	160,4	6,9	72,6	94,6
aug 05	225,4	52,9	42,2	204,3	17,5	103,0	118,9
sep 05	225,5	52,8	42,1	218,5	8,4	111,5	115,4
okt 05	209,9	53,1	42,1	195,5	13,7	105,6	103,6
nov 05	205,0	53,8	40,5	201,6	20,3	124,9	97,0
dec 05	208,5	56,2	53,5	207,6	12,8	135,3	85,1
jan 06	213,1	54,3	60,2	189,2	10,3	122,0	77,5

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

Tabel 3

	Statsfinanserne			Nationalbankens nettovalutakøb	Nationalbankens nettoobligationskøb	Andre faktorer	Penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken	
	Indenlandsk bruttofinansieringsbehov	Salg af indenlandske statspapirer	Likviditetspåvirkning				Ændring	Ultimo
2001	81,2	87,7	-6,5	28,4	1,0	-3,6	19,3	53,9
2002	115,5	121,9	-6,4	45,4	-0,9	-2,4	35,7	89,6
2003	99,7	94,1	5,6	31,0	-1,0	-3,1	32,5	122,2
2004	75,5	92,6	-17,1	-6,4	-2,6	-1,2	-27,3	94,6
2005	39,5	30,9	8,6	...	...	...	...	...
aug 05	15,9	-8,1	24,0	-0,7	-0,3	0,9	23,9	118,9
sep 05	-0,6	3,0	-3,6	3,9	0,9	-4,6	-3,5	115,4
okt 05	4,8	3,5	1,3	-17,3	0,0	4,2	-11,8	103,6
nov 05	-11,6	-12,0	0,3	-3,7	-2,2	-1,1	-6,6	97,0
dec 05	-11,6	1,7	-13,3	3,4	-1,7	-0,3	-11,9	85,1
jan 06	2,6	9,3	-6,8	...	...	...	...	77,5

UDVALGTE POSTER FRA MFI-SEKTORENS KONSOLIDEREDE BALANCE

Tabel 4

	Balance- sum	Aktiver				Passiver		Uden- landske netto- aktiver
		Indenlandske udlån		Indenlandske værdipapirer		Inden- landske indlån	Udstedte obligati- oner mv.	
		Offentlig sektor	Privat sektor	Obligati- oner mv.	Aktier mv.			
Ultimo	Mia.kr.							
2001	2.932,1	75,0	1.850,9	133,1	37,0	686,3	1.048,7	-57,0
2002	3.198,5	79,9	1.944,6	142,8	36,5	723,3	1.125,9	-66,8
2003	3.359,0	89,6	2.062,0	123,3	43,3	754,7	1.157,9	-70,7
2004	3.683,4	97,5	2.246,2	100,8	46,3	848,9	1.222,1	-66,9
2005	4.228,1	107,8	2.584,2	75,8	53,5	971,3	1.318,2	-172,9
jul 05	4.062,0	100,9	2.439,4	118,7	49,4	983,0	1.231,1	-171,3
aug 05	4.083,5	101,4	2.486,1	87,4	49,6	950,7	1.270,8	-188,5
sep 05	4.109,1	102,4	2.513,0	81,7	51,7	937,6	1.279,5	-188,2
okt 05	4.099,6	103,5	2.521,1	77,4	51,7	949,8	1.237,4	-217,7
nov 05	4.198,1	102,9	2.551,4	57,8	51,8	955,6	1.239,1	-222,5
dec 05	4.228,1	107,8	2.584,2	75,8	53,5	971,3	1.318,2	-172,9
Ændring i forhold til året før, pct.								
2001	...	10,2	9,5	16,6	-14,0	5,7	2,9	...
2002	...	6,6	5,1	7,3	-1,4	5,4	7,4	...
2003	...	12,1	6,0	-13,7	18,6	4,3	2,8	...
2004	...	8,8	8,9	-18,2	7,0	12,5	5,5	...
2005	...	10,6	15,0	-24,8	15,4	14,4	7,9	...
jul 05	...	6,9	12,8	-4,4	8,6	9,4	6,2	...
aug 05	...	10,9	14,0	-30,5	9,1	4,2	9,0	...
sep 05	...	10,8	14,1	-38,8	12,8	4,0	8,1	...
okt 05	...	10,8	14,0	-41,1	12,7	2,9	5,2	...
nov 05	...	10,3	14,4	-46,4	12,0	6,7	4,8	...
dec 05	...	10,6	15,0	-24,8	15,4	14,4	7,9	...

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

¹ MFI-sektorens udenlandske nettoaktiver er opgjort som differensen mellem alle aktiver og passiver, hvor MFI-sektorens modpart er udlænding.

PENGEMÆNGDEN

Tabel 5

	Seddel- og mønt- omløb	Indlån på anfor- dring	M1	Tidsind- skud med opr. løbetid ≤ 2 år	Indlån med opsigel- sesvarsel ≤ 3 mdr.	M2	Genkøbs- forret- ninger	Udstedte obligati- oner mv. med opr. løbetid ≤ 2 år	M3
Ultimo	Mia.kr.								
2001	39,2	375,6	414,9	102,7	9,9	527,4	4,0	15,0	546,4
2002	39,0	392,1	431,0	105,0	15,8	551,8	7,1	45,4	611,0
2003	41,0	428,2	469,2	112,2	19,2	600,5	2,7	77,3	680,6
2004	43,7	492,8	536,6	119,2	21,0	676,7	2,0	20,2	699,0
2005	47,3	596,3	643,5	114,1	18,4	776,0	14,2	8,2	798,5
jul 05	45,1	581,8	626,9	152,2	18,3	797,4	5,2	1,6	804,3
aug 05	44,7	581,8	626,5	146,7	18,8	792,0	3,7	3,9	799,6
sep 05	45,5	576,6	622,1	138,9	19,0	780,0	3,4	0,1	783,7
okt 05	45,4	584,2	629,6	142,4	18,5	790,6	3,8	0,6	795,0
nov 05	46,1	597,1	643,2	129,3	20,3	792,8	4,2	2,1	799,2
dec 05	47,3	596,3	643,5	114,1	18,4	776,0	14,2	8,2	798,5
Ændring i forhold til året før, pct.									
2001	...	...	7,3	...	...	6,5	...	...	7,7
2002	...	...	3,9	...	...	4,6	...	...	11,8
2003	...	...	8,8	...	...	8,8	...	...	11,4
2004	...	...	14,4	...	...	12,7	...	...	2,7
2005	...	...	19,9	...	...	14,7	...	...	14,2
jul 05	...	...	22,0	...	...	15,7	...	...	0,4
aug 05	...	...	20,7	...	...	14,8	...	...	0,5
sep 05	...	...	22,8	...	...	16,4	...	...	1,2
okt 05	...	...	19,0	...	...	14,1	...	...	1,1
nov 05	...	...	19,2	...	...	12,2	...	...	1,5
dec 05	...	...	19,9	...	...	14,7	...	...	14,2

UDVALGTE POSTER FRA PENGEINSTITUTTERNES BALANCE

Tabel 6

	Balance- sum	Aktiver					Passiver	
		Udlån til MFler	Indenlandske udlån		Behold- ning af værdi- papirer	Lån fra MFler	Indlån	
			I alt	Heraf:				
				Hushold- ninger mv.				Ikke- finansielle selskaber
Ultimo	Mia.kr.							
2001	1.798,8	353,0	588,0	253,3	228,8	579,3	627,5	718,0
2002	2.040,1	419,8	599,2	253,5	231,3	620,9	685,6	764,7
2003	2.204,4	468,7	663,0	271,6	285,7	764,4	823,8	795,2
2004	2.418,3	495,6	754,8	324,8	309,6	780,3	823,1	908,0
2005	2.867,3	652,0	920,1	396,6	370,0	862,1	975,7	1.065,6
jul 05	2.807,1	532,3	844,6	355,3	327,4	989,0	948,2	1.063,1
aug 05	2.838,5	521,2	856,7	357,8	336,4	995,8	996,6	1.049,4
sep 05	2.903,2	551,0	879,5	372,4	341,2	1.014,7	1.082,8	1.020,5
okt 05	2.820,5	556,7	882,1	372,5	345,3	951,1	962,9	1.038,4
nov 05	2.904,6	602,9	894,3	375,9	359,7	939,3	1.011,8	1.035,0
dec 05	2.867,3	652,0	920,1	396,6	370,0	862,1	975,7	1.065,6
Ændring i forhold til året før, pct.								
2001	...	-17,5	11,7	6,0	22,8	27,0	8,2	4,9
2002	...	18,9	1,9	0,1	1,1	7,2	9,3	6,5
2003	...	10,7	2,5	7,1	3,1	21,8	18,8	3,9
2004	...	5,6	13,8	19,6	8,4	2,1	-0,1	14,2
2005	...	31,7	21,9	22,1	19,5	10,5	18,5	17,3
jul 05	...	21,4	20,6	24,1	12,3	23,8	24,7	20,4
aug 05	...	11,7	20,9	22,4	14,0	23,0	23,9	18,3
sep 05	...	9,7	21,5	23,0	13,0	22,1	23,0	16,7
okt 05	...	9,0	21,5	22,1	14,4	19,6	13,3	14,9
nov 05	...	18,0	21,1	22,8	15,7	19,0	26,2	9,2
dec 05	...	31,7	21,9	22,1	19,5	10,5	18,5	17,3

Anm.: Eksklusive danske pengeinstitutters enheder i udlandet. Fra 2003 er udlånet påvirket af en tilgang til kredsen af pengeinstitutter, hvilket der er taget hensyn til ved beregning af årsstigningstakt.

UDVALGTE POSTER FRA REALKREDITINSTITUTTERNES BALANCE

Tabel 7

	Balance- sum	Aktiver					Passiver	
		Udlån til MFler	Indenlandske udlån			Behold- ning af værdi- papirer	Lån fra MFler	Udstedte obliga- tioner mv.
			I alt	Heraf:				
				Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber			
Ultimo	Mia.kr.							
2001	1.579,5	88,3	1.191,8	907,6	246,8	280,7	55,3	1.421,3
2002	1.721,8	77,3	1.285,1	988,0	259,2	338,5	58,9	1.584,2
2003	1.863,8	100,9	1.394,6	1.072,1	284,4	342,6	32,6	1.729,0
2004	2.097,4	91,2	1.489,9	1.141,3	307,9	481,2	26,1	1.952,5
2005	2.519,9	101,4	1.664,4	1.281,5	334,2	645,0	151,7	2.237,0
jul 05	1.849,1	90,9	1.590,8	1.218,3	325,2	135,7	24,8	1.729,5
aug 05	1.915,1	103,5	1.624,9	1.248,3	328,1	149,3	18,2	1.800,2
sep 05	1.983,9	142,8	1.629,9	1.249,1	332,0	172,9	28,6	1.845,2
okt 05	1.910,1	57,9	1.635,5	1.254,3	333,4	170,2	30,1	1.765,8
nov 05	2.002,8	67,8	1.653,0	1.269,7	335,1	220,7	72,0	1.806,7
dec 05	2.519,9	101,4	1.664,4	1.281,5	334,2	645,0	151,7	2.237,0
Ændring i forhold til året før, pct.								
2001	...	64,6	8,8	9,3	9,4	71,5	52,6	17,2
2002	...	-12,5	7,8	8,9	5,0	20,6	6,7	11,5
2003	...	30,6	8,5	8,5	9,7	1,2	-44,8	9,1
2004	...	-9,6	6,8	6,5	8,3	40,4	-19,9	12,9
2005	...	11,1	11,7	12,3	8,5	34,0	481,5	14,6
jul 05	...	104,1	9,1	8,9	8,3	11,5	37,2	12,4
aug 05	...	156,7	10,8	10,9	8,8	10,4	-10,4	15,1
sep 05	...	78,9	10,7	11,0	8,6	22,3	2,7	16,1
okt 05	...	2,2	10,6	10,9	8,2	11,5	-19,8	11,0
nov 05	...	17,9	11,2	11,6	8,4	25,3	68,8	11,3
dec 05	...	11,1	11,7	12,3	8,5	34,0	481,5	14,6

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN TIL INDLÆNDINGE

Tabel 8

	Samlet udlån			Pengeinstitutternes udlån			Realkreditinstitutternes udlån		
	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv
	Mia.kr.								
Ultimo									
2001	1.814,4	1.161,0	594,7	622,6	253,3	342,3	1.191,8	907,6	252,4
2002	1.917,0	1.241,6	619,2	631,8	253,5	353,0	1.285,1	988,0	266,2
2003	2.087,7	1.343,7	683,1	693,2	271,6	392,3	1.394,6	1.072,1	290,9
2004	2.276,0	1.466,1	741,0	786,0	324,8	426,8	1.489,9	1.141,3	314,2
2005	2.614,5	1.678,0	852,2	950,2	396,6	510,4	1.664,4	1.281,5	341,7
jul 05	2.465,2	1.573,6	812,5	874,4	355,3	480,0	1.590,8	1.218,3	332,5
aug 05	2.511,5	1.606,2	827,1	886,5	357,8	491,5	1.624,9	1.248,3	335,6
sep 05	2.539,2	1.621,5	837,4	909,3	372,4	497,9	1.629,9	1.249,1	339,6
okt 05	2.547,7	1.626,9	841,1	912,2	372,5	500,2	1.635,5	1.254,3	340,9
nov 05	2.577,4	1.645,6	851,6	924,3	375,9	509,0	1.653,0	1.269,7	342,6
dec 05	2.614,5	1.678,0	852,2	950,2	396,6	510,4	1.664,4	1.281,5	341,7
Ændring i forhold til året før, pct.									
2001	7,5	8,6	6,0	5,1	6,0	3,8	8,8	9,3	9,1
2002	5,7	6,9	4,1	1,5	0,1	3,1	7,8	8,9	5,5
2003	6,1	8,2	2,7	1,5	7,1	-1,7	8,5	8,5	9,3
2004	9,0	9,1	8,5	13,4	19,6	8,8	6,8	6,5	8,0
2005	14,9	14,5	15,0	20,9	22,1	19,6	11,7	12,3	8,8
jul 05	12,6	12,0	12,8	19,7	24,1	15,9	9,1	8,9	8,5
aug 05	13,9	13,3	13,8	19,9	22,4	17,2	10,8	10,9	9,1
sep 05	14,1	13,5	14,0	20,6	23,0	17,7	10,7	11,0	8,9
okt 05	13,9	13,3	14,1	20,5	22,1	18,3	10,6	10,9	8,5
nov 05	14,2	14,0	13,7	20,1	22,8	17,4	11,2	11,6	8,7
dec 05	14,9	14,5	15,0	20,9	22,1	19,6	11,7	12,3	8,8

Anm.: Inklusive udlån i danske pengeinstitutters enheder i udlandet. Fra 2003 er pengeinstitutternes udlån påvirket af en tilgang til kredsen af pengeinstitutter, hvilket der er taget hensyn til ved beregning af årsstigningstakt.

REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN FORDELT PÅ LÅNETYPE

Tabel 9

	Indeks-lån	Fastfor- rentede lån	Rentetilpasningslån		I alt	Heraf:		
			I alt	Heraf =<1 år		I alt	Lån i valuta	Afdragsfri lån ¹
Ultimo	Mia.kr.							
2001	109,6	836,5	245,7	151,5	1.191,8	54,5	...	
2002	103,6	816,0	365,0	200,4	1.284,6	82,5	...	
2003	99,5	795,0	499,0	250,0	1.393,5	85,7	44,4	
2004	94,6	737,6	656,1	378,4	1.488,4	84,9	170,5	
2005	88,6	760,1	814,1	576,2	1.662,8	80,5	315,5	
jul 05	92,3	704,7	792,5	536,8	1.589,4	87,3	252,5	
aug 05	92,2	734,2	796,9	541,8	1.623,4	86,9	267,4	
sep 05	92,1	728,8	807,6	567,3	1.628,5	87,0	276,9	
okt 05	91,9	729,6	812,7	569,5	1.634,2	86,9	286,1	
nov 05	91,3	739,3	821,4	566,7	1.652,0	86,7	298,0	
dec 05	88,6	760,1	814,1	576,2	1.662,8	80,5	315,5	

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

¹ Realkreditinstitutternes afdragsfri lån til ejerboliger og fritidshuse mv.

PENGEINSTITUTTERNES EFFEKTIVE RENTESATSER

Tabel 10

	Udlån				Indlån			
	Samlet	Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber	Finansiel- le selska- ber	Samlet	Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber	Finansiel- le selska- ber
Procent p.a.								
1. kv. 04	5,3	7,3	5,0	2,9	1,6	1,1	1,7	2,1
2. kv. 04	5,2	7,2	4,8	2,9	1,6	1,1	1,7	2,1
3. kv. 04	5,2	7,1	4,8	2,9	1,6	1,2	1,7	2,1
4. kv. 04	5,1	6,9	4,8	2,8	1,6	1,2	1,7	2,1
1. kv. 05	5,1	6,7	4,8	2,8	1,7	1,3	1,7	2,1
2. kv. 05	4,9	6,5	4,6	2,7	1,7	1,3	1,7	2,1
3. kv. 05	4,8	6,3	4,5	2,6	1,7	1,3	1,7	2,2
4. kv. 05	4,7	6,2	4,4	2,6	1,7	1,3	1,8	2,2
jul 05	4,8	6,4	4,6	2,6	1,6	1,3	1,7	2,1
aug 05	4,8	6,3	4,5	2,7	1,7	1,3	1,7	2,2
sep 05	4,8	6,3	4,5	2,6	1,7	1,3	1,8	2,2
okt 05	4,7	6,2	4,4	2,6	1,7	1,3	1,7	2,2
nov 05	4,7	6,2	4,4	2,6	1,7	1,3	1,7	2,2
dec 05	4,6	6,1	4,4	2,7	1,7	1,4	1,8	2,3

UDVALGTE POSTER FRA INVESTERINGSFORENINGERNES BALANCE

Tabel 11

	Balance- sum	Aktiver		Passiver			
		Værdipapir- beholdning		Udstedte andele fordelt på ejere			
		Obligati- oner mv.	Aktier mv.	Hushold- ninger mv.	Forsikring og pension	Andre indlæn- dinge	Udland
		Mia.kr.					
Ultimo							
2001	282,8	135,4	137,1	143,4	62,2	66,9	9,6
2002	288,9	180,8	89,5	153,6	68,9	52,7	8,9
2003	367,1	237,2	108,7	188,2	103,2	60,4	12,3
2004	574,2	326,5	164,6	213,1	163,4	180,1	15,3
2005	794,7	412,1	286,4	265,8	230,8	262,7	30,2
4. kv. 04	574,2	326,5	164,6	213,1	163,4	180,1	15,3
1. kv. 05	607,5	343,4	181,2	224,6	193,5	169,3	16,1
2. kv. 05	701,6	389,7	222,8	234,1	204,4	236,0	18,5
3. kv. 05	757,0	408,5	257,4	250,0	224,3	252,9	21,3
4. kv. 05	794,7	412,1	286,4	265,8	230,8	262,7	30,2
Kvartalets transaktioner, mia.kr.							
4. kv. 04	...	36,3	19,2	3,1	31,1	24,6	1,5
1. kv. 05	...	15,7	10,0	6,5	7,5	5,0	0,6
2. kv. 05	...	32,7	26,0	7,5	1,7	59,1	2,7
3. kv. 05	...	16,7	10,0	8,1	7,8	4,9	1,7
4. kv. 05	...	5,0	12,6	11,6	3,6	4,4	2,9

INDENLANDSKE VÆRDIPAPIRER FORDELT PÅ EJERS HJEMLAND

Tabel 12

	Obligationer mv.						Aktier	
	I alt		Heraf:					
			Statspapirer		Realkredit-obligationer			
	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet
Ultimo	Kursværdi, mia.kr.							
2001	1.787,7	414,6	443,7	217,1	1.231,8	194,5	480,5	231,1
2002	1.999,8	414,7	479,8	222,9	1.411,6	189,6	384,3	162,3
2003	2.124,2	419,6	488,2	210,0	1.523,9	207,9	488,1	208,6
2004	2.393,0	429,7	493,1	228,3	1.785,9	198,6	592,1	244,5
2005	2.560,1	461,2	435,2	205,1	2.002,9	252,5	827,1	298,2
aug 05	2.151,5	459,2	486,9	209,7	1.540,6	246,7	734,3	288,4
sep 05	2.182,8	464,5	480,8	211,7	1.575,6	249,9	741,6	298,8
okt 05	2.106,9	449,3	472,4	211,2	1.508,6	235,2	717,1	292,9
nov 05	2.138,5	426,6	438,7	206,3	1.576,5	216,6	733,4	297,6
dec 05	2.560,1	461,2	435,2	205,1	2.002,9	252,5	827,1	298,2
jan 06	2.042,8	459,2	433,0	210,4	1.491,8	245,2	836,2	296,6

HUSHOLDNINGERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER

Tabel 13

	Aktiver					Passiver		
	Kontan- ter og bankind- skud mv.	Obligati- oner mv.	Aktier og andele i investe- ringsfo- reninger mv.	Opspa- ring i livsforsik- rings- og pensions- ordninger mv.	I alt	Lån mv.	Finansiel netto- formue	I alt
	Mia.kr.							
Ultimo								
2000	531	214	372	1.115	2.232	1.209	1.023	2.232
2001	556	205	335	1.136	2.231	1.326	905	2.231
2002	583	196	319	1.172	2.271	1.443	827	2.270
2003	620	188	405	1.262	2.476	1.528	948	2.477
2004	671	190	476	1.419	2.755	1.681	1.074	2.755
3. kv. 04	670	181	456	1.348	2.655	1.608	1.047	2.655
4. kv. 04	671	190	476	1.419	2.755	1.681	1.074	2.755
1. kv. 05	682	179	517	1.468	2.847	1.722	1.125	2.847
2. kv. 05	727	174	555	1.559	3.015	1.791	1.223	3.014
3. kv. 05	753	173	595	1.567	3.088	1.850	1.238	3.088

VIRKSOMHEDERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER

Tabel 14

	Aktiver				Passiver				
	Kontan- ter, bankind- skud og afgivne kreditter mv.	Obliga- tioner mv.	Aktier og andele i investe- ringsfo- reninger mv.	I alt	Forpligtelser			Finansiel netto- formue	I alt
					Lån mv.	Udstedte obliga- tioner mv.	Udstedte aktier mv.		
Ultimo									
2000	476	152	675	1.303	1.043	79	1.160	-979	1.303
2001	520	145	713	1.377	1.163	97	1.069	-952	1.377
2002	523	144	634	1.302	1.138	117	949	-902	1.302
2003	633	149	640	1.423	1.150	128	1.121	-976	1.423
2004	644	186	700	1.530	1.243	186	1.203	-1.102	1.530
3. kv. 04	614	165	685	1.464	1.197	153	1.172	-1.058	1.463
4. kv. 04	644	186	700	1.530	1.243	186	1.203	-1.102	1.530
1. kv. 05	656	201	744	1.601	1.261	196	1.294	-1.151	1.601
2. kv. 05	688	201	811	1.700	1.311	226	1.397	-1.235	1.700
3. kv. 05	686	207	822	1.715	1.319	224	1.451	-1.278	1.715

Anm: Virksomheder er defineret som ikke-finansielle selskaber.

BETALINGSBALANCENS LØBENDE POSTER (NETTOINDTÆGTER)

Tabel 15

	Varer (fob)	Tjenester	Vare- og tjeneste- balance	Løn- og formue- indkomst	Løbende overførsler	Løbende poster i alt
	Mia.kr.					
2001	63,3	25,1	88,4	-25,0	-21,6	41,8
2002	64,3	17,8	82,1	-24,7	-23,3	34,1
2003	64,1	23,1	87,2	-17,4	-24,0	45,8
2004	55,1	19,8	74,9	-13,9	-27,7	33,3
2005	57,6	27,5	85,1	-7,7	-24,7	52,7
jan 04 - dec 04	55,1	19,8	74,9	-13,9	-27,7	33,3
jan 05 - dec 05	57,6	27,5	85,1	-7,7	-24,7	52,7
jul 05	5,9	3,0	8,9	-0,2	-2,2	6,4
aug 05	4,4	3,7	8,1	-0,6	-1,9	5,6
sep 05	6,7	3,2	9,9	-0,2	-2,2	7,5
okt 05	4,6	1,4	6,0	0,0	-1,6	4,3
nov 05	4,4	2,1	6,5	0,0	-2,0	4,5
dec 05	3,9	1,8	5,7	-0,4	-1,8	3,5

Anm.: Fra og med 2005 er opgørelsen baseret på nye kilder og metoder med deraf følgende databrud.

BETALINGSBALANCENS HOVEDPOSTER (NETTO FRA UDLANDET)

Tabel 16

	Løbende poster	Kapitalimport				Andet ¹	Forøgelse af valuta-reserven
		Direkte investeringer		Porteføljeeinvesteringer	Anden kapitalimport		
		Danske i udlandet	Udenlandske i Danmark				
	Mia.kr.						
2001	41,8	-107,9	92,5	-35,3	7,8	28,5	27,5
2002	34,1	-44,9	52,3	1,2	21,3	-18,7	45,4
2003	45,8	-8,0	17,8	-98,3	72,5	0,9	30,8
2004	33,3	62,1	-62,6	-87,1	-22,5	70,6	-6,2
2005	52,7	-47,3	30,0	-65,5	9,8	11,2	-9,1
jan 04 - dec 04	33,3	62,1	-62,6	-87,1	-22,5	70,6	-6,2
jan 05 – dec 05	52,7	-47,3	30,0	-65,5	9,8	11,2	-9,1
jul 05	6,4	-3,2	1,0	4,6	-2,6	-17,4	-11,2
aug 05	5,6	-19,2	4,6	7,3	16,7	-14,7	0,3
sep 05	7,5	-9,8	5,9	-15,6	-2,8	14,9	0,1
okt 05	4,3	-1,0	7,1	3,1	-15,7	-13,4	-15,6
nov 05	4,5	-14,3	4,2	-34,0	22,4	12,2	-5,0
dec 05	3,5	8,6	11,9	45,5	-73,3	7,4	3,6

¹ Omfatter kapitaloverførsler, fejl og udeladelser samt til og med december 2004 uregistrerede handelskreditter.

BETALINGSBALANCENS PORTEFØLJEINVESTERINGER (NETTO FRA UDLANDET)

Tabel 17

	Danske værdipapirer			Udenlandske værdipapirer		I alt
	Obligationer i kroner	Obligationer i valuta	Aktier	Obligationer	Aktier	
	Mia.kr.					
2001	-17,7	97,7	6,6	-86,2	-35,8	-35,3
2002	8,5	24,0	4,9	-34,8	-1,4	1,2
2003	-30,3	66,3	9,1	-121,5	-21,9	-98,3
2004	-6,2	56,9	9,7	-104,4	-43,0	-87,1
2005	23,2	125,7	-29,6	-105,3	-79,4	-65,5
jul 05	-16,5	23,2	0,1	-0,4	-1,9	4,6
aug 05	14,3	1,5	2,2	-9,4	-1,3	7,3
sep 05	8,1	-7,8	-0,2	-8,5	-7,3	-15,6
okt 05	-10,3	28,2	1,1	-8,1	-7,8	3,1
nov 05	-27,8	8,9	-1,2	-1,1	-12,8	-34,0
dec 05	33,9	8,8	-24,8	34,4	-6,7	45,5

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

DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER OVER FOR UDLANDET

Tabel 18

	Direkte investeringer		Porteføljeinvesteringer		Andre investeringer	Valuta-reserven	I alt
	Danske i udlandet	Udenland-ske i Dan-mark	Aktier mv.	Obligatio-ner mv.			
Ultimo	Mia.kr.						
Aktiver							
2000	557	29	454	229	667	121	2.056
2001	624	35	403	317	598	152	2.130
2002	584	30	254	359	758	197	2.180
2003	579	32	310	446	747	228	2.342
2004	592	44	371	537	855	219	2.618
3. kv. 04	573	41	352	523	790	228	2.506
4. kv. 04	592	44	371	537	855	219	2.618
1. kv. 05	609	44	403	592	903	238	2.789
2. kv. 05	600	44	449	662	988	240	2.983
3. kv. 05	632	44	489	678	972	231	3.045
Passiver							
2000	26	564	218	646	816	3	2.274
2001	33	602	201	746	766	4	2.350
2002	34	553	146	756	913	4	2.406
2003	42	555	186	762	964	3	2.512
2004	63	537	247	836	1.059	2	2.742
3. kv. 04	57	516	236	823	1.012	2	2.647
4. kv. 04	63	537	247	836	1.059	2	2.742
1. kv. 05	63	538	264	903	1.149	1	2.917
2. kv. 05	63	533	275	944	1.258	1	3.073
3. kv. 05	63	545	308	963	1.238	2	3.119
Nettoaktiver							
2000	531	-535	236	-418	-150	117	-218
2001	591	-567	203	-428	-167	148	-220
2002	550	-523	107	-398	-155	193	-225
2003	537	-524	124	-316	-217	224	-170
2004	529	-493	125	-298	-204	217	-124
3. kv. 04	516	-475	115	-301	-223	226	-141
4. kv. 04	529	-493	125	-298	-204	217	-124
1. kv. 05	547	-494	139	-311	-247	237	-128
2. kv. 05	538	-489	173	-282	-270	239	-90
3. kv. 05	570	-501	181	-285	-267	229	-73

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

NATIONALREGNSKABETS FORSYNINGSBALANCE

Tabel 19

	Brutto-national-produkt	Indenlandsk efterspørgsel					Eksport af varer og tjenester	Import af varer og tjenester
		Privat konsum	Offentligt konsum	Faste brutto-investeringer	Lagerforøgelser	I alt		
2000	1.294,0	616,7	325,1	262,9	11,2	1.215,9	602,4	524,3
2001	1.335,6	631,7	343,3	265,8	6,1	1.246,9	630,9	542,2
2002	1.362,5	651,4	359,1	268,5	3,3	1.282,4	647,4	567,3
2003	1.401,9	673,1	370,5	272,4	1,2	1.317,2	635,6	550,9
2004	1.460,5	710,1	388,7	284,5	3,8	1.387,1	667,3	594,0
3. kv. 04	361,8	174,3	97,0	70,2	3,2	344,7	169,2	152,1
4. kv. 04	382,9	190,2	100,1	78,9	-2,4	366,8	174,1	158,0
1. kv. 05	358,8	181,3	97,2	64,7	1,1	344,3	169,8	155,3
2. kv. 05	388,1	187,1	101,6	76,2	1,8	366,7	192,5	171,1
3. kv. 05	387,2	186,3	100,7	74,9	-0,2	361,7	199,7	174,2

Realvækst i forhold til året før, pct.

2000	3,5	0,2	2,3	7,4	...	3,4	12,7	13,0
2001	0,7	0,1	2,2	-1,4	...	0,0	3,1	1,9
2002	0,5	0,8	2,2	0,4	...	0,8	4,8	6,5
2003	0,6	1,4	0,4	1,6	...	0,9	-1,1	-0,6
2004	2,1	3,8	2,0	3,3	...	3,5	3,2	6,5
3. kv. 04	1,9	3,5	1,8	6,7	...	5,5	3,4	10,6
4. kv. 04	2,6	4,7	1,3	5,0	...	4,3	3,6	7,4
1. kv. 05	0,8	4,4	0,4	-0,7	...	1,5	5,7	9,2
2. kv. 05	4,3	5,2	1,7	6,0	...	4,8	11,3	13,4
3. kv. 05	4,8	4,5	1,5	5,6	...	2,5	12,5	9,5

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

3. kv. 04	-0,2	1,1	-0,1	1,6	...	0,9	-1,9	3,4
4. kv. 04	1,1	1,7	0,3	1,8	...	1,4	0,1	0,0
1. kv. 05	0,5	1,0	0,4	-6,7	...	-0,9	5,6	3,2
2. kv. 05	1,6	1,1	0,8	7,7	...	2,4	4,7	4,5
3. kv. 05	1,4	0,6	0,1	2,7	...	1,0	1,7	1,3

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

Tabel 20

	HICP							Nettoprisindeks ¹		
	Total	Delkomponenter:								
		Energi	Fødevarer	Kerneinflation ²	Administrerede priser		HICP ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser ³	Nettoprisindeks ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser ³	Fordelt på ⁴ :	
					Husleje	Offentlige ydelser			Import input ⁵	IMI ⁶
	Vægtfordeling i pct.									
	100	10,6	20,7	68,7	7,7	4,2	56,9	51,0	16,2	34,8
	Vækst i forhold til året før, pct.									
2001	2,3	1,5	3,5	2,0	2,7	3,7	1,8	2,1	1,9	2,2
2002	2,4	2,1	1,8	2,7	2,5	5,0	2,5	2,5	0,1	3,6
2003	2,0	0,9	0,7	2,5	2,7	8,2	2,1	1,9	0,4	2,6
2004	0,9	2,7	-2,0	1,6	2,8	4,8	1,1	0,8	1,1	0,6
2005	1,7	7,6	1,0	1,0	2,4	3,2	0,6	0,7	3,4	-0,6
2003 1. kv.	2,8	5,8	1,2	2,8	2,5	8,6	2,5	2,1	1,7	2,3
2. kv.	2,2	-0,2	1,3	2,9	2,8	8,8	2,4	2,3	0,6	3,1
3. kv.	1,6	-0,5	1,2	2,1	2,8	8,1	1,6	1,6	-0,1	2,4
4. kv.	1,3	-1,4	-0,8	2,3	2,8	7,1	1,9	1,7	-0,6	2,7
2004 1. kv.	0,7	-3,2	-2,0	2,1	2,8	4,9	1,8	1,4	-0,6	2,3
2. kv.	0,8	2,6	-2,5	1,6	2,8	4,9	1,2	0,8	0,3	1,1
3. kv.	1,0	4,8	-2,6	1,4	2,8	4,7	1,0	0,7	1,7	0,2
4. kv.	1,2	6,3	-1,1	1,1	2,8	4,9	0,5	0,3	3,2	-1,0
2005 1. kv.	1,0	4,7	0,3	0,7	2,4	4,1	0,2	0,3	2,8	-0,9
2. kv.	1,6	6,7	0,6	1,1	2,3	3,2	0,7	0,7	3,5	-0,6
3. kv.	2,2	10,2	1,5	1,2	2,4	2,9	0,8	0,8	3,9	-0,6
4. kv.	2,0	8,9	1,5	1,0	2,4	2,6	0,7	0,9	3,5	-0,2

Anm.: Vægtfordelingen afspejler vægtgrundlaget januar 2003.

¹ Nettoprisindekset er renset for moms, afgifter og pristilskud.² Kerneinflationen er afgrænset som stigningen i HICP ekskl. energi og fødevarer.³ Varer og tjenester ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser udgør 56,9 pct. af HICP's vægtgrundlag og 51,0 pct. af nettoprisindekset. Forskellen afspejler at de samme varer og tjenester fylder forskelligt i de to indeks, og er ikke et udtryk for afgiftsindholdet i forbrugerpriserne.⁴ Opsplitningen af nettoprisindekset på import og IMI er baseret på Danmarks Statistiks input-output tabel.⁵ Import input omfatter et input af indirekte energiindhold.⁶ IMI udtrykker den indenlandske markedsbestemte inflation. For en detaljeret gennemgang af IMI, se Bo William Hansen og Dan Knudsen, Indenlandsk markedsbestemt inflation, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2005.

UDVALGTE MÅNEDLIGE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 21

	Arbejds- løshed	Mængdeindeks		Tvangs- auktioner	Nyregi- strer- inger af person- biler	For- bruger- tillids- indikator	Sammensat konjunktur- indikator for		
		Industri ¹	Detail- handel				Industri	Bygge- og anlægs- virk- somhed	Service
2001	5,2	101,9	100,6	2.682	96.114	0	-3	-11	5
2002	5,2	102,9	103,6	3.041	111.598	1	-4	-14	5
2003	6,2	102,5	107,8	3.039	96.501	1	-6	-18	-2
2004	6,4	102,1	113,4	2.640	122.543	7	3	-5	13
2005	5,7	103,6	120,1	1.874	148.631	9	1	7	20
Sæsonkorrigeret									
aug 05	5,7	100,6	120,9	139	12.918	10	3	4	19
sep 05	5,5	107,4	121,4	144	12.884	10	1	5	20
okt 05	5,4	104,6	122,1	105	12.883	11	3	16	21
nov 05	5,2	104,5	122,3	149	12.697	12	6	17	27
dec 05	5,1	108,7	125,3	147	12.578	10	3	18	27
jan 06	...	...	...	134	12.766	13	6	21	23

¹ Eksklusive skibsværfter.

UDVALGTE KVARTALSVISE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 22

	Beskæftigelse		Lønindeks			Ejendoms- priser (enfamilie- huse) I pct. af ejendoms- værdi 1995
	I alt	Privat	Alle brancher i Danmark, totalt	Industrien i Danmark	Industrien i udlandet	
	1.000 personer		1996=100			
2000	2.764	1.922	118,7	118,4	113,7	153,1
2001	2.785	1.941	123,7	123,5	117,1	162,0
2002	2.780	1.928	128,5	128,5	120,5	168,0
2003	2.747	1.899	133,3	133,8	124,1	173,2
2004	2.748	1.899	137,4	138,0	127,5	188,6
Sæsonkorrigeret						
3. kv. 04	2.749	1.901	138,2	138,5	127,8	192,0
4. kv. 04	2.752	1.906	139,0	139,3	128,7	195,7
1. kv. 05	2.761	1.917	140,2	140,4	130,4	203,5
2. kv. 05	2.766	1.921	140,4	141,0	130,2	215,1
3. kv. 05	2.778	1.932	142,1	142,5	131,0	226,0
Vækst i forhold til året før, pct.						
2000	0,4	0,8	3,6	3,5	3,4	6,5
2001	0,8	1,0	4,2	4,3	3,0	5,8
2002	-0,2	-0,7	3,9	4,0	2,9	3,7
2003	-1,2	-1,5	3,7	4,2	3,0	3,1
2004	0,0	0,0	3,1	3,1	2,7	8,9
3. kv. 04	0,3	0,3	2,9	3,0	2,6	9,7
4. kv. 04	0,5	1,0	2,9	2,6	2,7	11,8
1. kv. 05	0,6	1,2	3,1	2,8	3,3	13,1
2. kv. 05	0,8	1,3	2,9	2,6	2,3	15,1
3. kv. 05	1,1	1,6	2,8	2,9	2,5	17,7

VALUTAKURSER

Tabel 23

	EUR	GBP	SEK	NOK	USD	JPY	CHF
	Kroner pr. 100 enheder						
	Gennemsnit						
2001	745,21	1.197,74	80,58	92,60	831,88	6,8522	493,47
2002	743,04	1.182,10	81,12	99,03	788,12	6,2969	506,47
2003	743,07	1.074,99	81,45	93,03	658,99	5,6840	488,88
2004	743,98	1.096,69	81,54	88,90	598,93	5,5366	481,96
2005	745,19	1.090,02	80,29	93,11	600,34	5,4473	481,30
aug 05	745,96	1.088,64	79,87	94,23	606,87	5,4861	480,39
sep 05	745,84	1.100,74	79,91	95,52	608,65	5,4818	481,32
okt 05	746,20	1.095,18	79,20	95,24	621,10	5,4055	481,74
nov 05	745,96	1.098,13	78,02	95,28	632,99	5,3441	482,87
dec 05	745,41	1.097,49	79,03	93,49	628,76	5,3033	481,58
jan 06	746,13	1.087,68	80,13	92,85	616,52	5,3370	481,55

EFFEKTIV KRONEKURS

Tabel 24

	Nominel effektiv kronekurs	Forbrugerpriser		Real effektiv kronekurs baseret på forbruger- priser	Real effektiv kronekurs baseret på timeløn- ninger	Forbruger- priser i euro- området
		Danmark	Udlandet			
Gennemsnit	1980=100					1996=100
2001	96,9	224,4	209,8	103,6	101,4	108,5
2002	97,7	229,9	213,4	105,3	103,5	110,9
2003	101,2	234,7	217,1	109,5	108,3	113,2
2004	102,2	237,4	220,8	109,9	109,8	115,7
2005	101,6	241,7	224,9	109,2	109,3	118,2
aug 05	101,3	241,8	225,5	108,8	...	118,5
sep 05	101,0	243,8	226,5	108,8	109,4	119,1
okt 05	100,9	243,6	226,7	108,6	...	119,4
nov 05	100,7	242,9	226,5	108,4	...	119,1
dec 05	100,8	242,9	226,6	108,4	109,2	119,5
jan 06	100,9	242,1	...	...	...	...
Ændring i forhold til året før, pct.						
2001	1,3	2,4	2,3	1,3	2,6	2,3
2002	0,9	2,4	1,7	1,6	2,0	2,2
2003	3,6	2,1	1,7	3,9	4,7	2,1
2004	1,0	1,2	1,7	0,4	1,3	2,2
2005	-0,6	1,8	1,9	-0,6	-0,4	2,2
aug 05	-0,6	2,2	1,9	-0,2	...	2,2
sep 05	-1,0	2,4	2,2	-0,7	-0,4	2,6
okt 05	-1,4	2,0	2,0	-1,1	...	2,5
nov 05	-2,0	2,0	2,0	-1,5	...	2,3
dec 05	-2,4	2,2	1,9	-1,5	-0,9	2,2
jan 06	-1,8	2,1	...	...	...	...

Anm.: Indekset for den nominelt effektive kronekurs er en geometrisk sammenvejning af udviklingen i 27 af Danmarks vigtigste handelspartners valutaer over for den danske krone. I beregningen af forbrugerpriser i udlandet samt den reale effektive kronekurs baseret på henholdsvis forbrugerpriser og timelønninger indgår dog kun 25 lande. Vægtgrundlaget er baseret på industrivarehandelen i 2002.

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

Nationalbankens statistiske publikationer

Periodiske publikationer (elektroniske)

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

- **E-mail** indeholdende et kort resumé med udvalgte hovedtal samt links til nedennævnte publikationer på bankens websted.
- **Nyt-publikation** med tekst og figurer, der belyser udviklingstendenser, samt 1-2 sider med oversigtstabeller.
- **Tabeltillæg** indeholdende tabeller med størst mulig detaljeringsgrad samt beskrivelser af de kilder og metoder, der ligger til grund for statistikkerne.

Tabel- og figurtekster i Nyt-publikationerne er oversat til engelsk i lighed med tabeltekster og beskrivelser af kilder og metoder i tabeltillæg.

Et abonnement på modtagelse af Nationalbankens statistikpublikationer på e-mail er gratis og kan bestilles ved at sende en anmodning herom til stat@nationalbanken.dk.

Statistikdatabase

En database supplerer ovennævnte statistiske publikationer og indeholder alle tidsserier, der indgår i disse. Tidsserierne i databasen opdateres samtidig med udsendelsen af de tilsvarende publikationer og indeholder data længst muligt tilbage i tid.

Særlige opgørelser

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

Udgivelseskalender

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