



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 9



KVARTALSOVERSIGT, 1. KVARTAL 2009

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

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

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

Ansvarshavende redaktør: Jens Thomsen

Redaktør: Hugo Frey Jensen

Redaktionen er afsluttet den 13. marts 2009.

Kvartalsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til:

Danmarks Nationalbank,

Kommunikation,

Havnegade 5,

1093 København K

Telefon 33 63 70 00 (direkte) eller 33 63 63 63

Ekspeditionstider, mandag-fredag kl. 9.00-16.00

E-mail: kommunikation@nationalbanken.dk

www.nationalbanken.dk

Kvartalsoversigt – 2. kvartal 2009 planlægges offentliggjort 11. juni 2009.

Schultz Grafisk A/S

ISSN 0107-1289

(Online) ISSN 1398-3857

Indhold

Seneste økonomiske og monetære udvikling	1
Dansk økonomi 2009-11	31
Pengemarkedet under den finansielle krise og pengeinstitutternes udlånsrenter	45
Steen Ejerskov, Statistisk Afdeling	
Likviditetskrise på pengemarkederne har ført til højere finansieringsrenter for pengeinstitutterne, og dette slår igennem på udlånsrenterne over for husholdninger og virksomheder. Især små og mellemstore banker har været ramt af højere finansieringsrenter. Den væsentlige merrente for de mindre banker er bemærkelsesværdig set i lyset af garantien for bankindsud i Bankpakke I.	
Automatiske stabilisatorer	55
Jan Overgaard Olesen og Ann-Louise Winther, Økonomisk Afdeling	
De automatiske stabilisatorer i det offentlige budget indebærer, at budgetsaldoen reagerer på konjunkturudsving, og at udsvingene i den økonomiske aktivitet på den baggrund dæmpes. Artiklen søger at kvantificere styrken af de automatiske stabilisatorer. Det sker ved inden for MONA-modellen at analysere virkningerne på de offentlige finanser og den økonomiske aktivitet af stød til efterspørgslen. Beregningerne viser, at de automatiske stabilisatorer har potentielt store og hurtigtvirkende effekter på såvel det offentlige budget som privat produktion og beskæftigelse.	
Udviklingen i europæisk værdipapirafvikling	71
Nikolaj Hesselholt Munck, Betalingsformidlingskontoret	
I Europa foregår afvikling af indenlandske værdipapirhandler billigt og effektivt gennem nationale systemer. Derimod er det væsentligt dyrere og besværligere at afvikle grænseoverskridende handler. Det hæmmer den udvikling af et indre kapitalmarked i EU, der var forventet i forbindelse med introduktionen af euroen, og eurosystemet arbejder derfor på etablering af et fælleseuropæisk afviklingssystem for værdipapirer, Target2-Securities. Artiklen beskriver dette projekt, og den betydning en fælles afviklingsplatform kan få for de danske deltagere.	
Nationalbankens udlånsundersøgelse – Ny statistik over ændringer i penge- og realkreditinstitutternes kreditpolitik	81
Carina Moselund Jensen og Tania Al-Zagheer Sass, Statistisk Afdeling	
Nationalbankens nye udlånsundersøgelse følger ændringer i udlånspolitikken i de største penge- og realkreditinstitutter. Undersøgelsen er en kvalitativ statistik med informationer om faktorerne bag og forventninger til udviklingen i institutternes udlån. Udlånsundersøgelser kendes fra andre lande, hvor de har brede anvendelsesmuligheder og bl.a. viser, at ændringer i udlånspolitikken er tæt korreleret med realøkonomiske faktorer.	

Den kinesiske økonomi og finanskrisen	87
Thomas Elkjær, Den danske ambassade i Beijing og Rasmus Tommerup, Økonomisk Afdeling De første faser af den finansielle krise påvirkede kun i meget begrænset omfang den høje vækst i Kina. Dette blev set som støtte til teser om, at den kinesiske økonomi kunne afkobles fra industrilandene. De seneste måneder er udviklingen i Kina dog forværret hurtigt og kraftigt, og det er tydeligt, at økonomien endnu ikke er selvbærende. Den økonomiske politik er lempet kraftigt for at forsøge at fastholde væksten og undgå høj arbejdsløshed og social uro.	
Nils Bernsteins indlæg ved Folketingets Europaudvalgs høring 22. januar 2009	99
Udgivne Working Papers	103
Pressemeddelelser	105
Tabelafsnit	

Seneste økonomiske og monetære udvikling

Oversigten vedrører perioden fra medio december 2008 til primo marts 2009

SAMMENFATNING

Den globale økonomiske nedgang er det seneste halve år taget til i styrke. Verdensøkonomien befinder sig nu i det værste tilbageslag i efterkrigstiden.

Store formuetab som følge af faldende aktie- og boligpriser har fået forbruger- og erhvervstilliden til at falde, og det har medført en generel afmatning i efterspørgslen. Ledigheden er alle steder hastigt på vej op, hvilket svækker tilliden yderligere og forstærker afmatningen. Dermed er det, der begyndte som en ren finansiel krise, blevet en omfattende realøkonomisk krise.

Pengepolitikken er blevet lempet markant over det meste af verden, og en række lande har gennemført finanspolitiske vækstpakker for at sætte gang i økonomien. Endnu er virkningen af disse tiltag for den økonomiske vækst usikker. Derimod står det klart, at en del lande er i gang med en stærkt øget offentlig gældsætning, som kommer til at spille en rolle i mange år fremover, når gælden skal serviceres og betales tilbage. Det gælder ikke mindst i USA.

Der er stadig store problemer på de finansielle markeder, især i banker, trods omfattende hjælpeforanstaltninger fra myndighedernes side. For husholdninger og virksomheder er det blevet vanskeligere at få kredit, hvilket forstærker tilbageslaget.

Afmatningen af dansk økonomi har været i gang i nogen tid, men blev forstærket i sidste del af 2008. Sidste år var væksten negativ, og i 2009 ventes en nedgang i samme størrelsesorden. Dansk økonomi har i en årrække været tæt på sin kapacitetsgrænse, men produktionsgabets er ved at blive lukket. Ledigheden er de seneste måneder øget med 5.000 pr. måned.

Både den indenlandske og den udenlandske efterspørgsel efter danske varer er faldet. Det private forbrug har været for nedadgående igennem hele 2008 trods pæn stigning i de reale disponible indkomster. Eksporten er faldet som følge af lavere efterspørgsel på eksportmarkederne kombineret med en konkurrenceevne, som igennem en længere årrække er blevet udhulet som følge af forholdsvis stærke danske lønstigninger.

Også herhjemme lempes den økonomiske politik betragteligt, og der bør indtages en afventende holdning med hensyn til at gennemføre yderligere initiativer. I modsætning til omverdenen sker det i en situation, hvor ledigheden fortsat er væsentligt under sit strukturelle niveau. Den kortsigtede ekspansive effekt af lempelserne i finanspolitikken er usikker, især hvis husholdningernes og virksomhedernes tillid til den fremtidige økonomiske udvikling ikke forbedres.

Lempelsen af den økonomiske politik betyder sammen med den svage konjunktur, at der bliver mærkbare underskud på de offentlige finanser i år og de kommende år. Hermed påbegyndes en fornyet offentlig gældssætning efter en årrække, hvor gælden er blevet nedbragt.

INTERNATIONAL ØKONOMI

Den globale økonomi befinder sig i den værste recession i efterkrigstiden. Finanskrisen er slået hårdt igennem, og erhvervs- og forbrugertilliden er lav. Tilbagegangen i de seneste måneder har været dyb og har omfattet stort set alle lande, jf. figur 1. Den globale industriproduktion faldt i de sidste tre måneder af 2008 med 3-4 pct., og samhandlen blev reduceret med 5-7 pct.

I det meste af den industrialiserede verden har husholdningerne reduceret forbruget som følge af lav forbrugertillid, stigende arbejdsløshed og faldende formuer, mens virksomhederne har reduceret beskæftigelsen og opgivet nye investeringer. Bankerne har strammet kreditvilkårene over for både husholdninger og virksomheder som følge af stigende tab. Det har reduceret forbrug og investeringer yderligere, og der er opstået en ond cirkel mellem den finansielle sektor og den reale økonomi.

Vækst- og udviklingsøkonomierne, hvis konjunkturer er lidt bagefter industrilanden, er hårdt ramt af faldende verdenshandel, jf. figur 2, i kombination med faldende kapitalimport, høje og stigende finansieringsomkostninger og faldende råvarepriser.

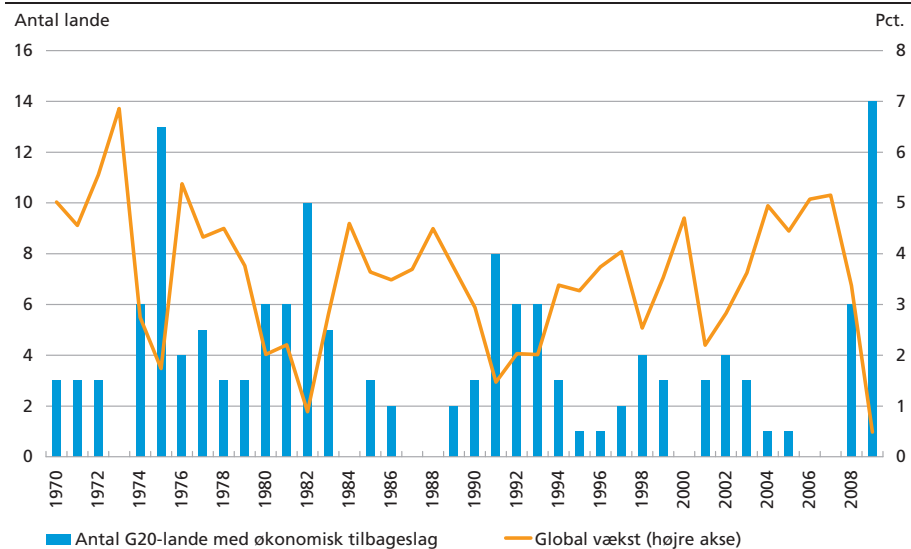
I USA faldt BNP med 1,6 pct. i 4. kvartal 2008. Den skarpe nedgang har medført et stærkere beskæftigelsesfald. Fra november 2008 til februar 2009 forsvandt 2,6 millioner job, mod 1,8 millioner i de foregående 10 måneder. Arbejdsløsheden steg til 8,1 pct. i februar 2009.

I Kina blev væksten i 4. kvartal 2008 den laveste siden den asiatiske krise i 1998, og den globale afmatning har for alvor ramt den kinesiske eksport, der har været faldende siden september.

Krisen er også accelereret i Europa. I euroområdet faldt produktionen med 1,5 pct. i 4. kvartal af 2008, og arbejdsløsheden er steget fra 7,9 pct. i november 2008 til 8,2 pct. i januar 2009.

GLOBALT ØKONOMISK TILBAGESLAG

Figur 1



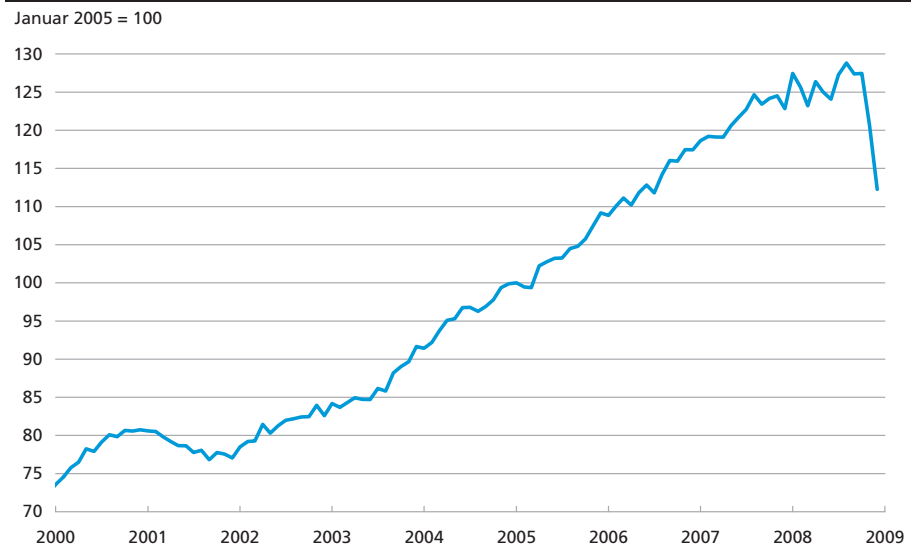
Anm.: Et økonomisk tilbageslag er defineret som væksten under gennemsnitsvæksten i de foregående 10 år fratrullet en standardafvigelse. Tal for 2009 er baseret på IMF's seneste skøn og omfatter G20 minus euroområdet (19 lande i alt). Den globale vækst er beregnet med købekraftskorrigerede vægte. G20-lande, som ikke er i tilbagegang: Indien, Indonesien, Argentina, Brasilien og Saudi-Arabien.

Kilde: The Conference Board and Groningen Growth and Development Centre, Total Economy Database, januar 2009, IMF, *World Economic Outlook*, update 2009 og egne beregninger.

Uden for euroområdet er Island og Østeuropa særligt hårdt ramt. Island er i færd med at gennemføre et omfattende tilpasningsprogram støttet af en låneaftale med IMF. Nedgangen i den indenlandske efterspørgsel

VERDENSHANDEL

Figur 2



Kilde: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, World-trade Monitor.

ser ud til at blive meget stejl. Arbejdsløsheden er steget fra 1,9 pct. i oktober 2008 til 8,2 pct. i februar 2009.

De østeuropæiske lande har i en lang årrække haft store betalingsbalanceunderskud og opbygget stor udlandsgæld. Som følge af finanskrisen er udlandets villighed til at finansiere de store underskud mindsket, og kapitalindstrømningen er faldet markant. Samtidig er en stor del af virksomhedernes og husholdningernes lån optaget i fremmed valuta, typisk euro og schweizerfranc. En depreciering øger gældsbyrden og dermed omfanget af dårlige lån. En stor del af de østeuropæiske banker er ejet af vesteuropæiske banker. Særligt østrigske banker er udsatte.

For Letland har det været nødvendigt at gennemføre et stramt tilpasningsprogram understøttet af en låneaftale med IMF, jf. boks 1. Aftalen har skabt grundlag for, at Nationalbanken sammen med Sveri-

KRISEN I LETLAND

Boks 1

IMFs bestyrelse godkendte i slutningen af december et lån på 1,7 mia.euro til Letland. Lånet er en del af en samlet låneaftale på i alt 7,5 mia.euro med bidrag fra EU og Sverige, Norge, Finland og Danmark. Derudover indgik Nationalbanken i december, ligesom Sveriges Riksbank, en aftale om en swapfacilitet med Latvijas Banka (Letlands centralbank) på, for Nationalbankens vedkommende, op til 125 mio.euro for lettiske lats.

Lettisk økonomi har i de senere år været præget af store ubalancer. Stærk vækst i de offentlige udgifter og lønstigninger ude af trit med fremgangen i produktiviteten har bidraget til overophedning og kraftig forringelse af konkurrenceevnen. Den reale valutakurs er apprecieret med ca. 25 pct., siden Letland blev medlem af EU. Finanspolitikken har ikke været tilstrækkeligt stram, og med årlige betalingsbalanceunderskud på op mod 20 pct. af BNP er Letlands udlandsgæld forøget til 135 pct. af BNP – det højeste blandt de nye EU-medlemslande. Også den kortsigtede udlandsgæld er øget markant. Den internationale finanskriser har øget risiciene som følge af denne sårbarhed, og der har været "run" på Letlands næststørste bank, Parex, som er indenlandsk ejet.

De lettiske myndigheder har efter forhandlinger med IMF godkendt et stramt stabiliseringsprogram, der hviler på en videreførelse af fastkurspolitikken over for euroen inden for ERM2-samarbejdet. Bevarelsen af fastkurspolitikken støttes i EU og fastholder Letland på sporet mod senere deltagelse i euroen. Programmets hovedelementer er en meget markant finanspolitisk stramning, reduktion af de offentlige lønninger med 15 pct. i 2009 og en række tiltag for at genskabe finansiell stabilitet, herunder fuld kontrol over Parex-banken. I december vedtog det lettiske parlament et tillægsbudget, der begrænser budgetunderskuddet i 2009 til højst 5 pct. af BNP. Programmet beskytter de socialt mest udsatte og fastholder de offentlige investeringer på et højt niveau for ikke at svække Letlands langsigtede vækstpotentiale. Der forventes en længere tilpasningsperiode for Letland med fald i produktionen på 5 pct. i 2009 og lidt mindre i 2010, inden der igen bliver tale om vækst i 2011.

ges Riksbank har stillet eurolikviditet til rådighed for centralbanken i Letland i form af swapaftaler. Nationalbanken har sammen med Norges Bank og Sveriges Riksbank også indgået en swapaftale med Island. Endvidere har regeringerne i Danmark, Finland, Norge og Sverige givet tilsagn om lån til Island og Letland på henholdsvis 2,5 mia.dollar og 1,8 mia.euro.

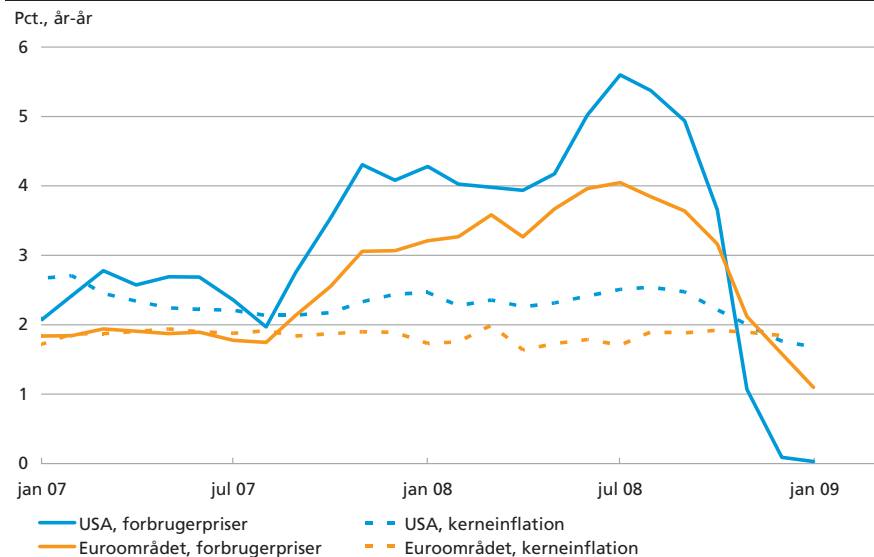
International prisudvikling

Råvarepriserne faldt voldsomt i sidste halvdel af 2008, i takt med at den globale aktivitet aftog. Olieprisen har stabiliseret sig i løbet af de seneste måneder. OPEC meddelte lige før jul, at olieproduktionen vil blive formindsket. Olieefterspørgslen har været forholdsvis høj på grund af en hård vinter på den nordlige halvkugle. En tønde råolie af Brent-kvalitet kostede i februar 2009 43 dollar mod 48 dollar i begyndelsen af december 2008 og 143 dollar i midten af juli 2008. Priserne på landbrugsprodukter og metaller har ligeledes stabiliseret sig.

Fald i råvarepriserne har reduceret de årlige stigninger i forbrugerpriserne i det meste af verden, jf. figur 3. Både IMF og OECD skønner, at den årlige stigningstakt i forbrugerpriserne midlertidigt vil blive negativ i flere industrialiserede lande, bl.a. Tyskland, Japan og USA, i løbet af 2009 som følge af faldende råvarepriser. Den underliggende prisstigningstakt, dvs. inflationen renset for energi og fødevarer, har været mere stabil, men er svagt aftagende i USA.

INFLATIONSUDVIKLING

Figur 3



Anm.: Kerneinflationen viser stigningen i forbrugerpriser renset for energi og fødevarer.

Kilde: EcoWin.

De finansielle markeder

De finansielle markeder er fortsat præget af usikkerhed. Usikkerheden på aktiemarkederne – målt ved hjælp af aktievolatiliteten – er aftaget siden starten af december 2008, men ligger fortsat langt over niveauet fra før krisen. De toneangivende aktiekursindeks er siden november 2008 faldet med omkring 15 pct.

Den finansielle sektor er fortsat under pres, og i mange banker har tabene i 4. kvartal 2008 været meget store. IMF har i løbet af tre måneder forhøjet skønnet for de potentielle tab i den amerikanske finansielle sektor fra 1.400 mia.dollar til 2.200 mia.dollar i januar 2009.

Kursen på bankaktier er siden årsskiftet faldet med omkring 65 pct. i USA og 40-45 pct. i Storbritannien og euroområdet. Trods de mange hjælpeforanstaltninger fra myndighedernes side foregår der en betydelig konsolidering i det finansielle system, og bankerne er tilbageholdende med at yde kredit. Det forstærker tilbageslaget i verdensøkonomien.

De lange statsobligationsrenter i Tyskland og USA nåede et lavpunkt i december 2008, hvor den amerikanske og tyske 10-årige rente var henholdsvis 2,1 og 2,9 pct. Udviklingen afspejlede bl.a. de forværrede vækstudsigter og faldende inflation. Udsigten til store offentlige udstedelser og stærkt forværrede statsbudgetter har dog bidraget til, at renterne atter er steget til henholdsvis 2,8 og 3,0 pct. i begyndelsen af marts.

Rentespændene over for Tyskland er udvidet markant for en række europæiske lande, bl.a. Grækenland, Irland og Italien, jf. figur 4. Det kan skyldes stigende risikopræmier som følge af øget bekymring blandt markedsdeltagerne for den finanspolitiske holdbarhed i lyset af stærkt stigende budgetunderskud og en stor statsgæld i udgangspunktet.

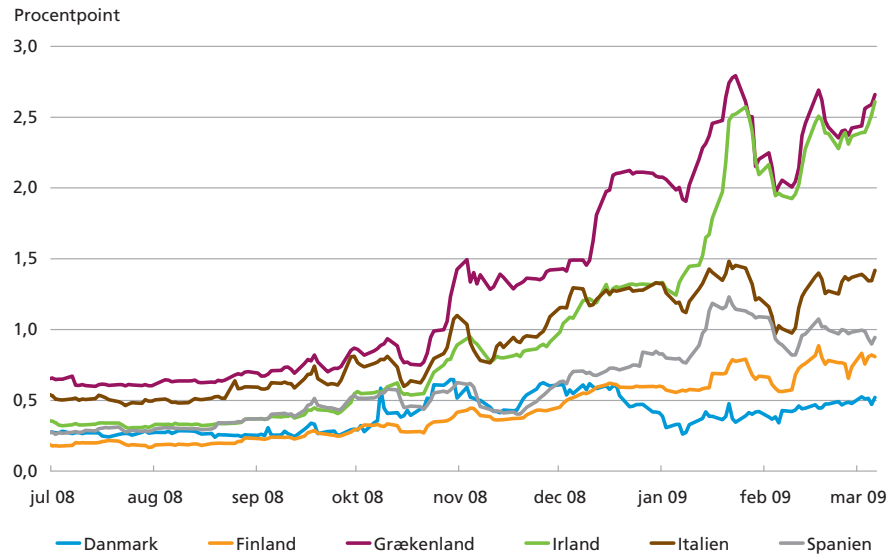
Euroen blev i december styrket over for dollar og yen, men er i løbet af januar og februar blevet svækket tilsvarende som følge af markedsdeltagernes forventninger om en lavere pengepolitisk rente i euroområdet og de forværrede europæiske vækstudsigter. Flere østeuropæiske landes valutaer er svækket betydeligt over for euroen siden efterårets begyndelse, jf. figur 5. Den svenske krone er ligeledes blevet svækket. Svenske banker har en forholdsvis stor eksponering over for Østeuropa, særligt Baltikum, og Sveriges Riksbank har endvidere foretaget en markant lempelse af pengepolitikken.

Pengepolitik

I takt med at den internationale finanskriser er vokset i omfang, er der verden over blevet gennemført en række foranstaltninger for at sikre den finansielle stabilitet og skabe kapacitet i det finansielle system til at formidle kredit. Endvidere er både penge- og finanspolitikken blevet lempet markant.

RENTESPÆND OVER FOR TYSKLAND FOR 10-ÅRIGE STATSobligationer

Figur 4

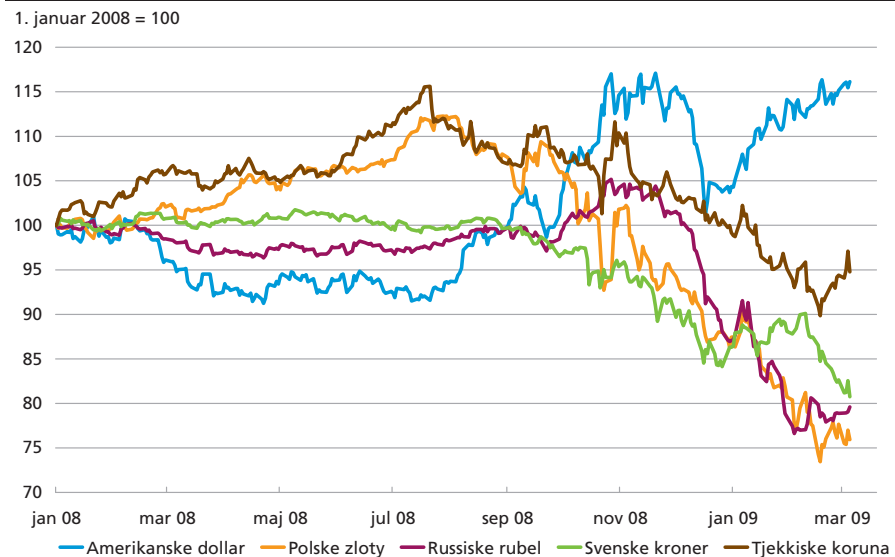


Anm.: Renter er korregeret for løbetidsforskelle. Sidste observation er 6. marts 2009.

Kilde: Bloomberg.

UDVIKLINGEN I UDVALGTE VALUTAER OVER FOR EURO

Figur 5



Anm.: Euro pr. udenlandsk valutaenhed. Et stigende indeks indikerer en styrkelse af valutaen. Sidste observation er 5. marts 2009.

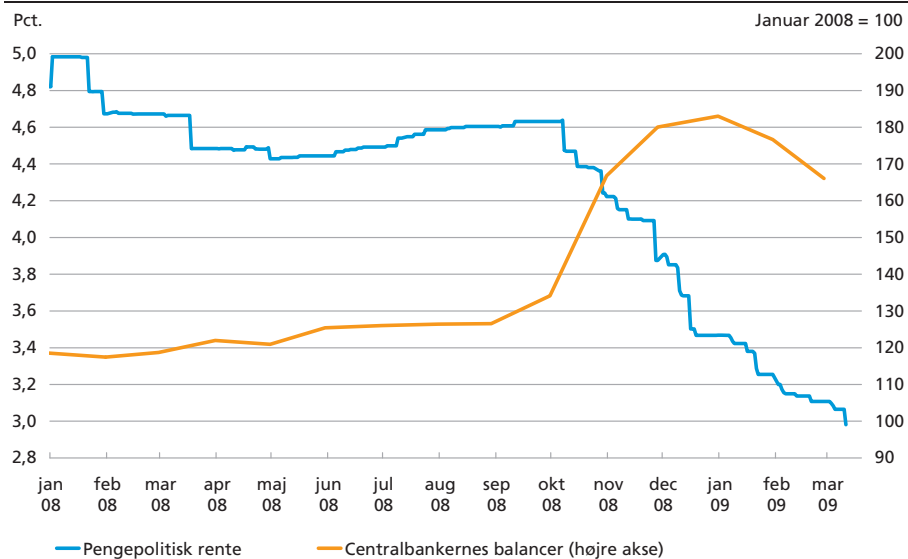
Kilde: EcoWin.

Pengepolitikken er blevet lempet mærkbart i mange lande, jf. figur 6. Den 16. december annoncerede den amerikanske centralbank, Federal Reserve, en målsætning om at holde den pengepolitiske rente i intervallet 0-0,25 pct., samt at renten vil forblive lav i en periode. Den europæiske centralbank, ECB, nedsatte i både januar og marts renten med 0,5 pct. til nu 1,5 pct., mens Bank of England i 2009 i tre omgange har nedsat renten med i alt 1,5 pct. til 0,5 pct. – den laveste pengepolitiske rente i bankens historie. Sveriges Riksbank nedsatte den 11. februar 2009 reforenten med 1 pct. til 1 pct. I Kina er pengepolitikken ligeledes blevet lempet, og de kvantitative restriktioner på udlån er afskaffet med kraftig udlånsvækst til følge.

Endvidere har centralbankerne i et stort omfang tilført pengeinstitutterne likviditet gennem udvidelse af sikkerhedsgrundlaget for lån og nye lånefaciliteter, hvilket har øget centralbankernes balancer voldsomt, særligt i euroområdet, Storbritannien og USA. I Japan, USA og Storbritannien er de pengepolitiske renter tæt på nul, og centralbankerne har taget utraditionelle pengepolitiske virkemidler i brug for at lempe pengepolitikken yderligere, jf. boks 2. Formålet er at bidrage til at sikre den finansielle stabilitet samt reducere låneomkostningerne for husholdninger og virksomheder.

BNP-VÆGTET PENGEPOLITISK RENTE I G20-LANDENE

Figur 6



Anm.: Ved beregning af den pengepolitiske rente mangler Argentina og Saudi-Arabien. Ved beregning af centralbankernes balance mangler Argentina, Rusland, Saudi-Arabien og Sydafrika. Der er brugt købekraftsjusterede vægte.
Kilde: EcoWin, The Conference Board and Groningen Growth and Development Centre, Total Economy Database, januar 2009 og egne beregninger.

UTRADITIONELLE PENGEPOLITISKE INITIATIVER

Boks 2

I takt med at finanskrisens omfang har bredt sig, har pengepolitikken været anvendt aggressivt i mange lande. De pengepolitiske renter er nedsat mærkbart, og centralbankerne har tilført likviditet gennem pengepolitiske udlån, jf. figur 5. I flere lande, navnlig USA og Japan, er den pengepolitiske rente i praksis nul. Centralbankernes pengepolitiske muligheder er dog ikke udtømte.

Centralbankerne kan lempe pengepolitikken yderligere ved at forøge bankernes likviditet og ved at formindske forskellige rentespænd gennem køb af værdipapirer. Det har tidligere været anvendt i større omfang i begyndelsen af dette årti i Japan, hvor der blev angivet et mål for likviditetstilførslen til økonomien gennem køb af korte statspapirer. Der har dog været rejst tvivl om effektiviteten af de kvantitative lempelser, eftersom de primært førte til, at de pengepolitiske modparter udskiftede ikke-rentebærende risikofrie papirer (statsobligationer) med et andet aktiv (penge)¹.

I den aktuelle krise har centralbankerne i første omgang købt værdipapirer med henblik på at understøtte den finansielle sektor og forbedre funktionen af de finansielle markeder. I en situation med en dårligt fungerende finansiell sektor kan centralbankerne sigte mod at styrke kreditmarkederne ved at købe værdipapirer for at mindske rentespændene mellem virksomhedsobligationer eller realkreditobligationer og statspapirer. Denne tilgang er for nylig blevet annonceret i både USA og Storbritannien. I USA er Federal Reserve begyndt at købe obligationer udstedt eller garanteret af de statsgaranterede boligfinansieringsinstitutter Fannie Mae og Freddie Mac. Det har reduceret renten på lange realkreditobligationer. Derudover har Federal Reserve annonceret et program for køb af værdipapirer, der er udstedt med baggrund i studielån, kreditkortgæld og billån. I Storbritannien har Bank of England fået mandat fra finansministeriet til at købe virksomheds- og statsobligationer på det sekundære marked for op til 150 mia.pund. I Japan har centralbanken annonceret, at den vil købe aktier fra banker for at forbedre bankernes balancer samt købe virksomhedsobligationer for at forbedre kreditmarkedet.

¹ Jf. Niels C. Beier, Japans økonomiske krise og pengepolitikens muligheder, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 2. kvartal 2002.

Finanspolitik

De offentlige finanser afdæmper konjunkturcyklen via de automatiske stabilisatorer, jf. artikel side 55. Endvidere har både IMF, OECD og Europa-Kommissionen anbefalet, at der foretages betydelige finanspolitiske lempelser for at mindske det globale økonomiske tilbageslag.

Der er vedtaget eller planlagt store vækstpakker rundt om i verden, jf. boks 3. IMF har beregnet, at G20-landene foreløbig har vedtaget eller planlægger at vedtage finanspolitiske lempelser svarende til 0,5 pct. af BNP i 2008, 1,5 pct. i 2009 og omkring 1,1 pct. i 2010. De internationale organisationer understreger, at vækstpakkerne bør være generelle og ikke indeholde protektionistiske foranstaltninger, som risikerer at starte en ond spiral for verdensøkonomien.

FINANSPOLITISKE INITIATIVER I UDVALGTE LANDE

Boks 3

Mange lande verden over har annonceret eller vedtaget en række initiativer for at modgå den negative realøkonomiske udvikling. Nedenfor ses en oversigt over initiativerne i udvalgte lande:

- **USA**

De amerikanske myndigheder besluttede i februar at gennemføre en vækstpakke på 789 mia.dollar svarende til 5,5 pct. af BNP. Pakken består af både skattelettelser, udvidet arbejdsløshedsforsikring og sygehjælp samt øget offentligt forbrug, bl.a. infrastrukturinvesteringer. Knap en fjerdedel af midlerne bruges i finansåret 2009, og godt halvdelen bruges i finansåret 2010. Det samlede budgetunderskud forudses at stige til 12,0 pct. af BNP i 2009, og den offentlige gæld ventes at vokse til 81,2 pct. af BNP.

- **Japan**

Regeringen annoncerede i december finanspolitiske initiativer for 1,4 pct. af BNP i 2009 i forbindelse med fremlæggelse af en skattereform og finansloven for 2009. Tiltagene er rettet mod såvel husholdninger som virksomheder, herunder øgede udgifter på beskæftigelsesområdet, indkomststøtte til husholdninger samt lempelser af beskattningen for små og mellemstore virksomheder og boliglån. Det samlede budgetunderskud forventes at stige til 7,1 pct. af BNP i 2009, og den offentlige gæld forudses at vokse til 217 pct. af BNP.

- **Euroområdet**

Landene i euroområdet har siden sensommeren 2008 annonceret tiltag svarende til 1 pct. af BNP i 2009 og 0,7 pct. af BNP i 2010. Initiativerne i 2009 er overvejende rettet mod at øge husholdningernes købekraft og øge offentlige investeringer og har i mindre grad været fokuseret på virksomhederne. Der er dog væsentlige landeforskelle i såvel størrelse som sammensætning af de diskretionære pakker. Det samlede budgetunderskud ventes at stige til 4,0 pct. af BNP i 2009, mens den offentlige gæld forudses at vokse til 72,7 pct. af BNP.

- **Storbritannien**

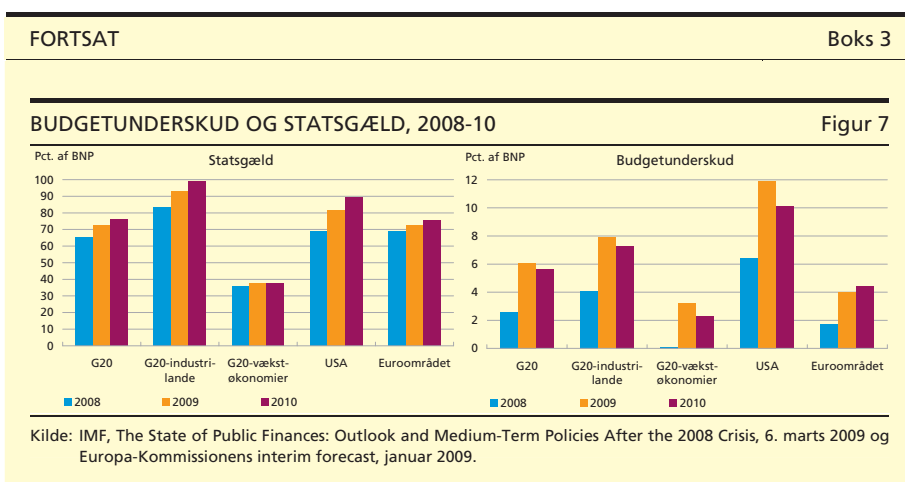
Den britiske regering annoncerede i november 2008 en vækstpakke på 20 mia.pund svarende til ca. 1 pct. af BNP. Den primære del af pakken er rettet mod husholdningerne og består af en midlertidig momsreduktion fra 17,5 til 15 pct. Den lavere moms sats fik virkning fra 1. december 2008 og udløber ultimo 2009. Det samlede budgetunderskud forudses at stige til 7,2 pct. af BNP i 2009, og den offentlige gæld ventes at vokse til 61,0 pct. af BNP.

- **Kina**

De kinesiske myndigheder offentliggjorde i november 2008 finanspolitiske lempelser svarende til 2 pct. af BNP 2009 og 2,0 pct. af BNP i 2010. Pakken er i høj grad rettet mod offentlige infrastrukturinvesteringer. Det samlede budgetunderskud ventes at stige til 2,0 pct. af BNP i 2009, og den offentlige gæld ventes at vokse til 22,2 pct. af BNP.

- **Danmark**

I Danmark lempes finanspolitikken med 1,2 pct. af BNP i 2009 og 1,0 pct. af BNP i 2010 (provenu virkning). Lempelserne er nærmere beskrevet i boks 7. Der ventes i år et budgetunderskud på 0,8 pct. af BNP voksende til 3,0 pct. af BNP næste år. Det bringer den offentlige gæld op på knap 30 pct. af BNP. De automatiske stabilisatorer er større i Danmark end i andre lande.



Som følge af lavere offentlige indtægter og stærkt stigende udgifter ventes de offentlige finanser at blive markant forværret i mange lande. I USA skønnes det offentlige budgetunderskud at blive 12 pct. af BNP i 2009 og 8,9 pct. i 2010. I euroområdet ventes underskuddet at stige fra 1,7 pct. i 2008 til 4,0 pct. i 2009 og 4,4 pct. i 2010. Den offentlige gæld og udstedelsen af statsobligationer vil dermed vokse markant.

DANSK ØKONOMI: PENGE- OG VALUTAFORHOLD

Valutamarkedet har været roligt i de seneste måneder efter uroen i efteråret. Kronen har ligget stabilt omkring centalkursen i ERM2.

Den 19. december 2008 nedsatte Nationalbanken udlånsrenten og renten på indskudsbeviser med 0,5 pct. til 3,75 pct. Det pengepolitiske rentespænd mellem Danmark og euroområdet blev hermed indsnævret fra 1,75 til 1,25 pct. Rentenedsættelsen havde baggrund i udviklingen på valutamarkedet, hvor Nationalbanken i en periode havde købt valuta.

I begyndelsen af januar fortsatte Nationalbanken med at intervenere i valutamarkedet og købte valuta mod kroner. ECB nedsatte renten ved de primære markedsoperationer med 0,5 pct. til 2 pct. den 15. januar 2009. I forbindelse hermed satte Nationalbanken med virkning fra den 16. januar udlånsrenten og renten på indskudsbeviser ned med 0,75 pct. til 3 pct., og diskontoen og foliorenten med 0,75 pct. til 2,75 pct. Spændet mellem Nationalbankens udlånsrente og ECBs rente ved de primære markedsoperationer blev hermed formindsket til 1 pct.

ECB nedsatte den 5. marts renten med 0,5 pct. til 1,5 pct. Nationalbanken fulgte efter og nedsatte udlånsrenten og renten på indskudsbeviser med 0,75 pct. til 2,25 pct., og diskontoen og foliorenten med 0,75 pct. til

2 pct. med virkning fra den 6. marts 2009. Nationalbankens rentesatser blev nedsat med 0,25 pct. mere end ECBs renter som følge af fortsat køb af valuta i markedet. Det pengepolitiske rentespænd til euroområdet blev derved yderligere indsnævret til 0,75 pct.

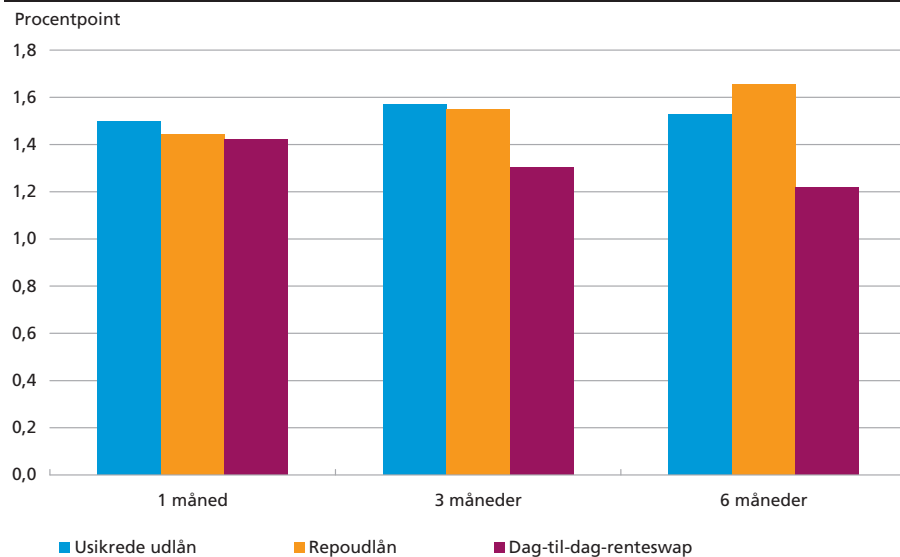
Nationalbanken nedsatte rentetillægget på lån mod sikkerhed i låneobligationer og lån på basis af solvens med virkning fra 13. marts 2009. Tillægget blev nedsat fra udlånsrenten plus 2 pct. til udlånsrenten plus 1 pct.

Pengemarkedsrentespændene mellem Danmark og euroområdet for forskellige pengemarkedsprodukter ligger imidlertid en del over det pengepolitiske rentespænd på 0,75 pct., jf. figur 8. Det har baggrund i, at dag-til-dag-renten i euroområdet (Eonia) har ligget betydeligt under ECBs rente ved de primære markedsoperationer siden slutningen af januar som følge af fuld tildeling af likviditet ved ECBs ugentlige auktioner og stor efterspørgsel blandt kreditinstitutterne efter likviditet, der placeres på indlånskonti i ECB, jf. boks 4. Dermed er det i højere grad udviklingen i ECBs indlånsrente end i ECBs rente ved de primære markedsoperationer, der har været retningsgivende for pengemarkedsrenterne i euroområdet.

Den seneste udvikling i pengemarkedsrenterne er beskrevet i artiklen side 45.

PENGEMARKEDSRENTESPÆND MELLEM DANMARK OG EUROOMRÅDET
FOR FORSKELLIGE PRODUKTER OG LØBETIDER (10. MARTS 2009)

Figur 8



Anm.: Rentespændet for usikrede udlån er spændet mellem Cibur og Euribor.

Kilde: EcoWin.

DAG-TIL-DAG-PENGEMARKEDSRENTEN I EUROOMRÅDET

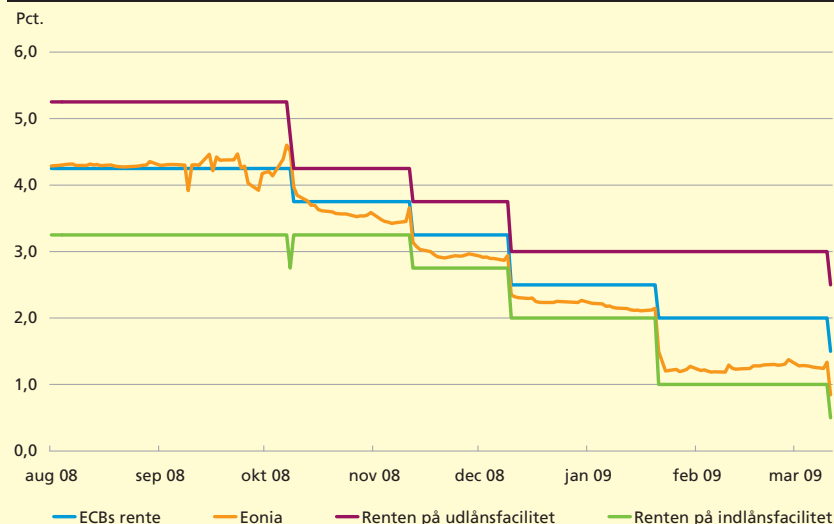
Boks 4

Dag-til-dag-renten i euroområdet (Eonia) ligger normalt tæt på ECBs 7-dages udlånsrente ved de ugentlige primære markedsoperationer. Siden midten af oktober 2008 har dag-til-dag-renten konsekvent ligget under ECBs udlånsrente, og på det seneste relativt meget. Udviklingen har baggrund i justeringer af ECBs pengepolitiske instrumentarium. Den 8. oktober 2008 annoncerede ECB, at der indtil videre vil ske fuld tildeling af likviditet ved de ugentlige auktioner, hvor der tidligere blev tildelt en given mængde likviditet til variabel rente.¹ Herudover annoncerede ECB, at rentekorridoren for de stående faciliteter blev indsnævret fra 200 til 100 basispoint. De stående faciliteter består af en marginal udlånsfacilitet og en indlånsfacilitet, hvor kreditinstitutterne i euroområdet kan henholdsvis låne og placere likviditet dag-til-dag. Renterne på de stående faciliteter udgør grænserne for Eonia, og ECBs udlånsrente ved de primære markedsoperationer ligger midt i korridoren.

Rentekorridoren for de stående faciliteter blev udvidet igen fra 100 til 200 basispoint med virkning fra den 21. januar 2009, hvilket skulle tilskynde kreditinstitutterne til igen at udveksle likviditet på pengemarkedet frem for at placere overskudslikviditeten hos ECB. Eonia har i perioden efter den 21. januar ligget tæt på renten på indlånsfaciliteten, jf. figur 9. Denne udvikling er konsistent med, at der er tilført rigelige mængder af likviditet efter, at ECB begyndte at tildele likviditet til en fast rente med fuld tildeling ved de ugentlige auktioner.² Udviklingen afspejler, at kreditinstitutterne på baggrund af det dårligt fungerende pengemarked har stor efterspørgsel efter likviditet, der placeres på indlånskonti i ECB.

ECBs RENTER OG EONIA

Figur 9



Anm.: For ECBs rente er indtil den 8. oktober anvendt ECBs minimumsbudrente og herefter ECBs faste tildelingsrente ved de primære markedsoperationer. Ændringen af ECBs rente og rentekorridoren er pr. afviklingsdato. Ændringen til fast tildelingsrente, der blev annonceret 8. oktober med afvikling 15. oktober 2008, er dog pr. annonceringsdato. Sidste observation er 11. marts 2009.

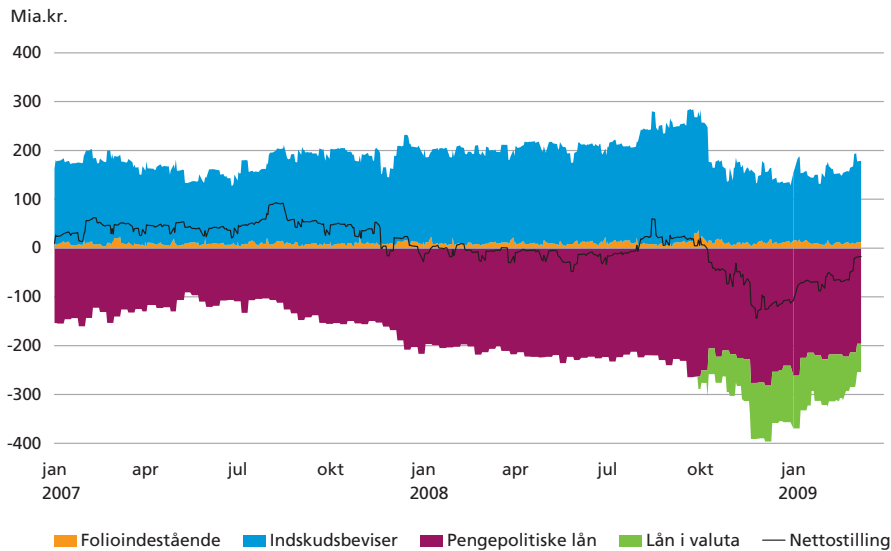
Kilde: Danmarks Nationalbank.

¹ Den 5. marts 2009 besluttede ECB, at auktionerne vil blive gennemført til fast rente med fuld tildeling, så længe det er nødvendigt, og mindst til udgangen af 2009.

² Se også ECBs månedsoversigt, februar og marts 2009.

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES NETTOSTILLING OVER FOR NATIONALBANKEN

Figur 10



Anm.: Beholdninger. Penge- og realkreditinstitutternes lån i valuta i Nationalbanken indgår ikke i nettostillingen over for Nationalbanken. Lån i valuta er lån ydet til penge- og realkreditinstitutter af Nationalbanken på basis af swaptaler med Federal Reserve og ECB. Lån i valuta blev kursreguleret ultimo 2008, hvilket medførte et fald på 8 mia.kr. i det udestående beløb (fra 116 mia.kr. ultimo december til 108 mia.kr. ultimo året). Sidste observation er 10. marts 2009.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken blev formindsket mærkbart i slutningen af 2008, jf. figur 10. Det afspejler hovedsageligt ekstraordinære udstedelser af 30-årige statsobligationer for omkring 90 mia.kr. Provenuet er placeret på statens konto i Nationalbanken. Herudover optog staten på Nationalbankens foranledning lån i udlandet for 64 mia.kr. i 2008 for at styrke valutareserven i lyset af den betydelige valutaudstrømning i efteråret. Statens udenlandske gæld optages af hensyn til valutareserven, og modværdien i kroner af statens udenlandske låntagning placeres på statens konto i Nationalbanken. Det betydelige indestående på statens konto ultimo februar på ca. 216 mia.kr. skal ud over den udenlandske låntagning dække behovet for at finansiere genudlån til Eksport Kredit Fonden og statslige kapitalindskud i bankerne i forbindelse med Kreditpakken, jf. boks 5. En forværring af statsfinanserne vil øge det indenlandske finansieringsbehov og give behov for nettoudstedelse af statspapirer i kroner.

Penge- og realkreditinstitutterne havde ultimo februar optaget lån i valuta for 71 mia.kr. i Nationalbanken i forbindelse med de swaptaler, der blev indgået med Federal Reserve og ECB i efteråret. Siden begyndelsen af december er der afholdt seks auktioner, hvor der blev udbudt dollar, og fem auktioner, hvor der blev udbudt euro.

KAPITALINDSKUD I KREDITINSTITUTTERNE (KREDITPAKKEN)

Boks 5

Folketinget vedtog den 3. februar 2009 lov om statsligt kapitalindskud i kreditinstitutter på baggrund af en forventning om et stigende pres på kreditinstitutternes solvens.

Alle kreditinstitutter med hjemsted i Danmark kan inden 30. juni 2009 ansøge staten om indskud af hybrid kernekapital eller opnå en tegningsgaranti i forbindelse med kapitalfremskaffelse, hvis de overholder lovens krav til solvens mv. Alle pengeinstitutter, spare- og andelskasser, realkreditinstitutter og Danmarks Skibskredit A/S er omfattet af ordningen. Filialer i Danmark af udenlandske kreditinstitutter og danske kreditinstitutters datterselskaber i udlandet er ikke omfattet. Kreditinstitutter, der modtager kapitalindskud efter denne lov, skal efter kapitalinskuddet have en kernekapitalprocent (tier 1) på mindst 12.

Hybrid kernekapital er en hybrid mellem et ansvarligt lån og aktiekapital. Tilbagebetaling af hybrid kernekapital kræver tilladelse fra Finanstilsynet, så løbetiden kan ikke aftales på forhånd. Rentebetalingerne på kapitalinskuddet bortfalder, hvis kreditinstituttet ikke har frie reserver. Hybrid kernekapital vil i en konkursituation lide tab, når aktiekapitalen er opbrugt. Den er derfor på flere punkter forskellig fra aktiekapital, herunder er der ikke tilknyttet stemmerettigheder.

Formålet med ordningen er at give kreditinstitutterne mulighed for at få en finansiel stødpude og dermed sikre et tilstrækkeligt kapitalgrundlag, der reducerer risikoen for, at sunde virksomheder og husholdninger ikke kan få finansieret deres aktiviteter i kreditinstitutterne. Det er et krav, at de kreditinstitutter, der modtager statslige kapitalindskud, ikke strammer udlånspolitikken mere, end den almindelige konjunkturudvikling tilsiger under behørig hensyntagen til, at institutterne samtidig skal drive en sund og ansvarlig forretning.

Hvis alle kreditinstitutter fuldt ud benytter sig af tilbuddet, vil der blive tilført ca. 100 mia.kr. i ny kernekapital fra staten, hvoraf ca. 75 mia.kr. går til pengeinstitutter og ca. 25 mia.kr. til realkreditinstitutter.

Økonomi- og erhvervsministeren kan indgå aftale med hvert enkelt kreditinstitut om de nærmere gældende vilkår og træffer afgørelse på baggrund af en indstilling fra Koordinationsgruppen for Finansiell Stabilitet, der har deltagelse af Økonomi- og Erhvervsministeriet, Finansministeriet, Finanstilsynet og Nationalbanken.

Dog gælder følgende generelt:

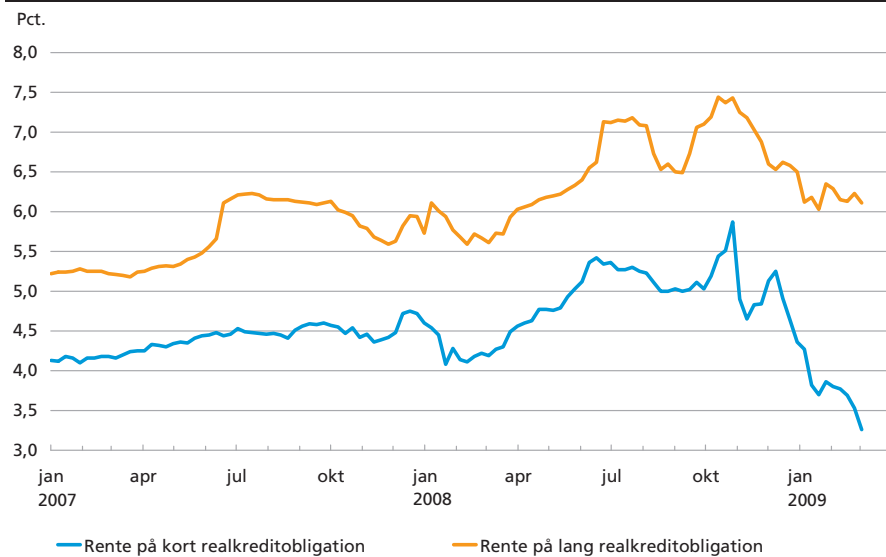
- Statens kapitalindskud er grundlæggende et lån, der skal forrentes og tilbagebetales. Rentesatsen vil for det enkelte kreditinstitut blive fastsat ud fra objektive kriterier og skønnes årligt at ville ligge i intervallet fra godt 9 pct. til knap 12 pct. Det forventes, at renten i gennemsnit vil blive på ca. 10 pct.
- I overensstemmelse med de kommende reviderede EU-kapitaldækningsregler må andelen af hybrid kernekapital maksimalt udgøre 50 pct. af kernekapitalen. I tilfælde, hvor et kreditinstituts hybride kernekapital udgør mere end 35 pct. af den samlede kernekapital, kan Finanstilsynet kræve kapitalen omdannet til aktiekapital, såfremt kreditinstituttet kommer i vanskeligheder.
- Kapitalinskuddets formål er at skabe luft i instituttets udlånspolitik. Kreditinstituttet skal hvert halve år offentliggøre en redegørelse om udlånsudviklingen i instituttet.
- Kreditinstituttet må ikke foretage kapitalnedsættelser, hvor beløbet udbetales til aktionærer, garanter eller andelshavere, eller iværksætte nye tilbagekøbsprogrammer af egne aktier.

FORTSAT	Boks 5
• Kreditinstituttet må ikke udstede fonds- eller friaktier til favørkurs eller gøre brug af lignende fordelagtige ordninger til direktionen. • Kreditinstituttet må tidligst udbetale udbytte fra den 1. oktober 2010, og kun forudsat at det kan finansieres ud fra de løbende overskud. • Kreditinstituttet må ikke iværksætte nye aktieoptionsprogrammer eller andre lignende ordninger til direktionen eller forlænge eller forny eksisterende programmer. • Kreditinstituttet må ikke aflønne medlemmer af direktionen med variable lønde i et omfang, som overstiger 20 pct. af den samlede grundløn inkl. pension. • Kreditinstituttet må i instituttets skatteregnskab ikke fradrage mere end halvdelen af den enkelte direktørlønning. • Staten kan sælge og i øvrigt disponere over hybrid kernekapital, som er tilført kreditinstitutter. Kreditinstitutterne kan indfri lånene efter 3 år. Staten ønsker lånene tilbagebetalt hurtigst muligt, og der vil være en økonomisk tilskyndelse for institutterne til at afvikle lånene. Lov om finansiel stabilitet (Bankpakke 1) gav indskydere og andre simple kreditorer en statsgaranti frem til og med 30. september 2010. Herefter vil almindelige indskydere være dækket af den forhøjede indskydergaranti på 750.000 kr. for almindelige indlån og fuld dækning for særlige indlån. For at lette overgangen til normale markedsvilkår for øvrige simple kreditorer blev der endvidere, som en del af Kreditpakken, vedtaget en overgangsordning, som giver pengeinstitutterne mulighed for at ansøge om individuel statsgaranti for specifikke udstedelser af ikke-efterstillet, usikret gæld samt for et SDO-udstedende instituts supplerende sikkerhedsstillelse (junior covered bonds) med en løbetid på op til tre år udstedt inden den 31. december 2010. Overgangsordningen er en ændring af lov om finansiel stabilitet. Usikret gæld er gæld, obligationer eller værdipapirer (inkl. tilknyttede forpligtelser som fx swaptaler), som ikke er sikret ved pant i udstederens aktiver samt i tilfælde af konkurs tilgodeses forud for andre efterstillede fordringer. Garantien kan således dække alt fra et kortvarigt aftaleindskud til et længere aftaleindlån (maksimalt tre års løbetid). Ansøgning kan indgives af pengeinstitutter, som opfylder solvenskravet på 8 pct., kravet til instituttets individuelle solvensbehov og et evt. højere individuelt solvenskrav fastsat af Finanstilsynet. Der er forbud mod at udbetale udbytte (fra 1. oktober 2010 kan dog udbetales udbytte, hvis det kan holdes inden for det løbende overskud), foretage kapitalnedsættelser eller igangsætte nye aktieoptionsprogrammer til direktionen i statsgarantiperioden.	

Renten på 10-årige danske statsobligationer lå på ca. 3,4 pct. i begyndelsen af marts, hvilket er lidt lavere end i begyndelsen af december. Rentespændet over for tilsvarende tyske obligationer er i samme periode blevet reduceret med ca. 0,1 til 0,5 pct.

RENTER PÅ REALKREDITOBLIGATIONER

Figur 11



Anm.: Data er på ugebasis. Renterne på realkreditobligationerne er gennemsnitlige effektive renter, hvor den korte rente er baseret på 1- og 2-årige inkonverterbare realkreditobligationer, og den lange rente er baseret på 30-årige konverterbare realkreditobligationer, jf. Realkreditrådet. Sidste observation er uge 10, 2009.

Kilde: Realkreditrådet.

Renterne på både korte og lange danske realkreditobligationer er faldet siden udgangen af november og lå i begyndelsen af marts på henholdsvis 3,3 og 6,1 pct., jf. figur 11.

Pengeinstitutternes renter og kreditudviklingen

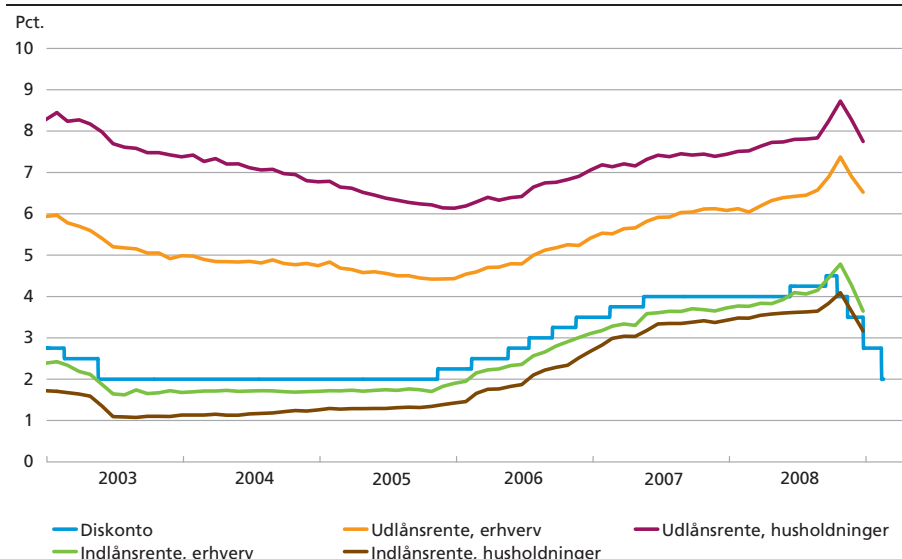
Nationalbanken har som nævnt nedsat de pengepolitiske renter i de seneste måneder, og det er nu ved at slå igennem i pengeinstitutternes renter over for deres kunder. Pengeinstitutternes gennemsnitlige ud- og indlånsrenter faldt fra november 2008 til januar 2009 med henholdsvis 1 og 0,9 pct. over for husholdninger og 0,9 og 1,1 pct. over for erhverv, jf. figur 12.

Siden den finansielle uro brød ud i sommeren 2007 og frem til januar 2009, er pengeinstitutternes gennemsnitlige udlånsrente over for henholdsvis husholdninger og erhverv steget. Udlånsrenterne er steget mere end indlånsrenterne, og rentemarginalen over for både husholdninger og erhverv er forøget, jf. artiklen side 45. Det stemmer overens med Nationalbankens nye udlånsundersøgelse¹, hvor institutterne har angivet, at de har strammet kreditpolitikken fra 3. til 4. kvartal 2008, især igennem priserne. Stigende tab, højere finansieringsomkostninger og bidrag til "Bankpakke 1" har ført til en udvidelse af bankernes rentemarginal.

¹ Se også side 81 for en beskrivelse af Nationalbankens udlånsundersøgelse.

DISKONTOEN OG PENGEINSTITUTTERNES GENNEMSITSRENTER

Figur 12



Anm.: Diskontoen er på daglig basis. Øvrige renter er månedsgennemsnit for udestående forretninger. Sidste observation for diskontoen er 11. marts 2009 og for de øvrige renter januar 2009.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Den samlede udlånsvækst til husholdninger og ikke-finansielle selskaber fra penge- og realkreditinstitutter placeret i Danmark har været aftagende og var 7,3 pct. år-til-år ultimo januar. Korrigeret for sæsonudsving har der i de seneste måneder været tendens til, at pengeinstitutternes udlån til husholdninger falder, jf. figur 13. Pengeinstitutternes udlån til ikke-finansielle selskaber har været nogenlunde uændret.

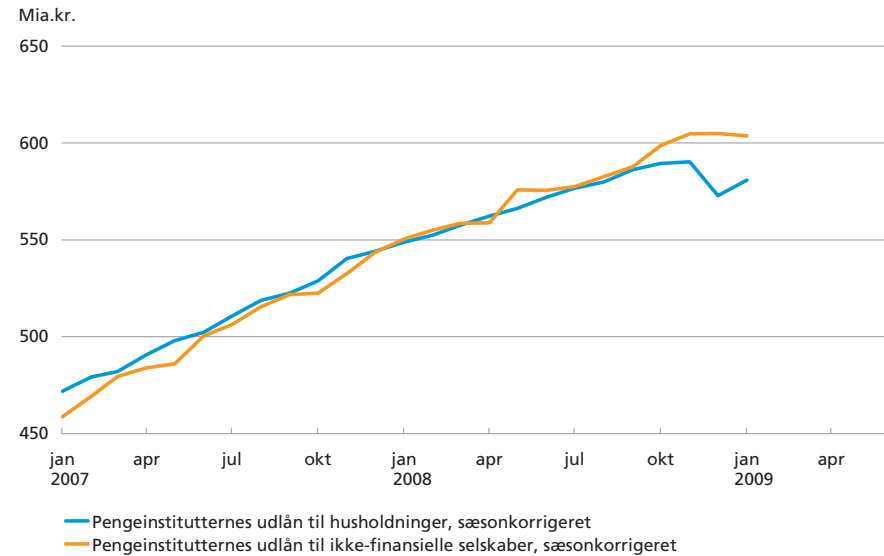
Konjunkturafmatningen og faldende boligpriser dæmper efterspørgslen efter lån. I udlånsundersøgelsen beretter pengeinstitutterne, at låneefterspørgslen fra husholdninger faldt fra 3. til 4. kvartal 2008, mens efterspørgslen efter erhvervslån overordnet set steg fra nye kunder og faldt fra eksisterende kunder.¹ I realkreditinstitutterne steg efterspørgslen fra både nye og eksisterende kunder.

For udbudssiden angiver penge- og realkreditinstitutterne i udlånsundersøgelsen, at de har strammet kreditpolitikken over for især erhverv, men også over for husholdninger. Stramningerne kan især tilskrives ændringer i institutternes risikobedømmelse, herunder forventninger til den generelle økonomiske aktivitet. Ud over stramninger via priser og sikkerhedsstillelse har institutterne øget bevågenheden over udlånenes størrelse, løbetid og belåningsprocent.

¹ I udlånsundersøgelsen dækker udlån til erhvervsvirksomheder over udlån til ikke-finansielle selskaber og personligt ejede virksomheder, mens personligt ejede virksomheder indgår under husholdninger i udlånsstatistikken (Balance- og strømstatistik for MFI-sektoren). I udlånsundersøgelsen dækker udlån til private over udlån til lønmodtagere og pensionister mv.

PENGEINSTITUTTERNES UDLÅN TIL HUSHOLDNINGER OG IKKE-FINANSIELLE SELSKABER

Figur 13



Anm.: Udlån fra pengeinstitutter placeret i Danmark. Sidste observation er januar 2009.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Den internationale finansielle krise har gjort det vanskeligt for de danske kreditinstitutter at få tilført ny kapital fra markederne. For at imødegå et stigende pres på institutternes solvens, vedtog Folketinget den 3. februar 2009 lov om statsligt kapitalindskud i kreditinstitutter (Kreditpakken), jf. boks 5. Uden adgang til kapital kunne kreditinstitutterne blive nødt til at reducere balancen og dermed udlånene. Det ville øge risikoen for en kreditklemme, hvor selv kreditværdige låntagere ikke kunne få lån, hvilket kunne forstærke konjunkturedgangen.

Fionia Bank meddelte den 23. februar, at bankens faktiske solvens var lavere end solvenskravet. Banken fik en frist af Finanstilsynet til at opfylde solvenskravet. I den forbindelse indgik Fionia Bank en aftale med Afviklingsselskabet til sikring af finansiell stabilitet A/S (Finansiell Stabilitet A/S). Fionia Bank etablerede en ny bank, hvortil samtlige aktiver og passiver, undtagen aktiekapital og efterstillet kapital, blev overført. Finansiell Stabilitet A/S ejer 1 aktie i den nye Fionia Bank, mens de øvrige aktier ejes af den gamle bank. Den gamle Fionia Bank pantsatte sine aktier til Finansiell Stabilitet A/S, som derved overtog stemmeretten på samtlige aktier og kontrollen med den nye bank. Finansiell Stabilitet A/S tilførte ansvarlig kapital på 1 mia.kr. til den nye bank, som derved igen opfyldte solvenskravet.

Løkken Sparekasse måtte den 2. marts konstatere, at egenkapitalen var utilstrækkelig til, at sparekassen kunne fortsætte som selvstændigt pen-

geinstitut. På den baggrund har Løkken Sparekasse overdraget samtlige aktiver og passiver bortset fra garantikapital til Finansiel Stabilitet A/S.

DANSK ØKONOMI: REALØKONOMISKE FORHOLD

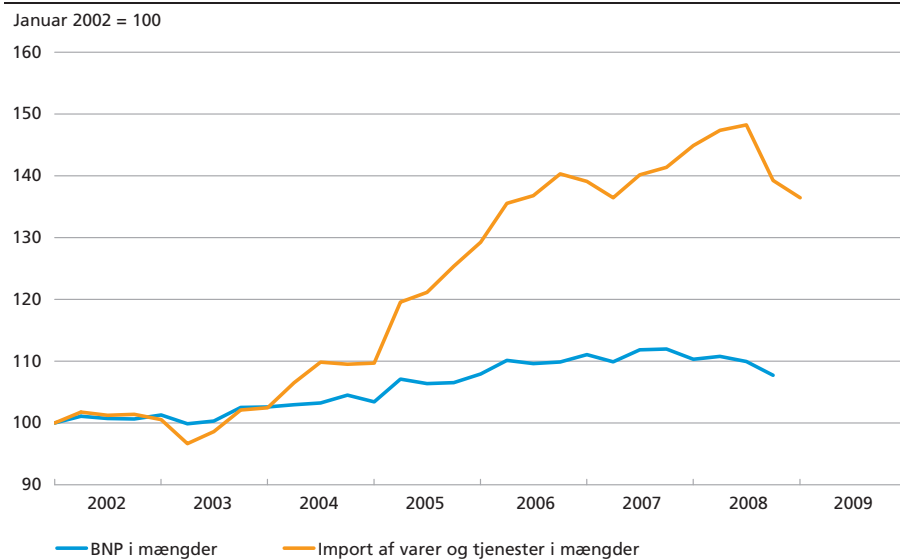
Afmatningen af dansk økonomi har været i gang i nogen tid og blev forstærket i løbet af 2008. Dansk økonomi har i et par år befundet sig tæt på sin kapacitetsgrænse. BNP har således ligget næsten fladt de sidste tre år samtidig med, at importen er vokset kraftigt, jf. figur 14. Det viser, at årsagen til lavvæksten i første omgang var indenlandske kapacitetsproblemer snarere end manglende efterspørgsel. Det har nu ændret sig. Udviklingen på arbejdsmarkedet og i forventningsindikatorerne viser, at den høje kapacitetsudnyttelse relativt hurtigt vil blive afløst af ledig kapacitet.

BNP faldt i 4. kvartal 2008 med 2,0 og med 1,3 pct. for året som helhed. Det er første gang i 15 år, at væksten på årsbasis har været negativ. Der er tale om et fald i samme størrelsesorden som i midten af 1970'erne i kølvandet på den første oliekrise.

Det private forbrug faldt i 4. kvartal 2,8 pct. bl.a. drevet af en stor nedgang i bilsalget, mens det offentlige forbrug steg lidt. Forbruget er faldet gennem hele 2008 trods en positiv udvikling i de reale disponible indkomster. Det skal bl.a. ses på baggrund af meget negative forbrugerforventninger samt nedgang i formuerne, herunder friværdier, som føl-

DANSK PRODUKTION OG IMPORT

Figur 14



Kilde: Danmarks Statistik.

ge af fald i aktiekurser og boligpriser. Med de aktuelle udsigter for pris- og lønstigningstakten vil reallønnen for dem, der er i beskæftigelse, stige yderligere i indeværende år. Hertil bidrager lettelser i indkomstskatten.

De faste investeringer faldt i 4. kvartal med 3,9 pct. og 2,7 pct. for året som helhed. Faldet var bredt fordelt på investeringsgrupper. Eksport og import faldt i 4. kvartal med henholdsvis 3,8 og 6,0 pct.

Faldet i eksporten skyldes først og fremmest en generel nedgang i efterspørgslen på de fleste af vore eksportmarkeder, men også at højkonjunktoren har bragt den danske pris- og lønstigningstakt op over niveauet hos vore konkurrenter.

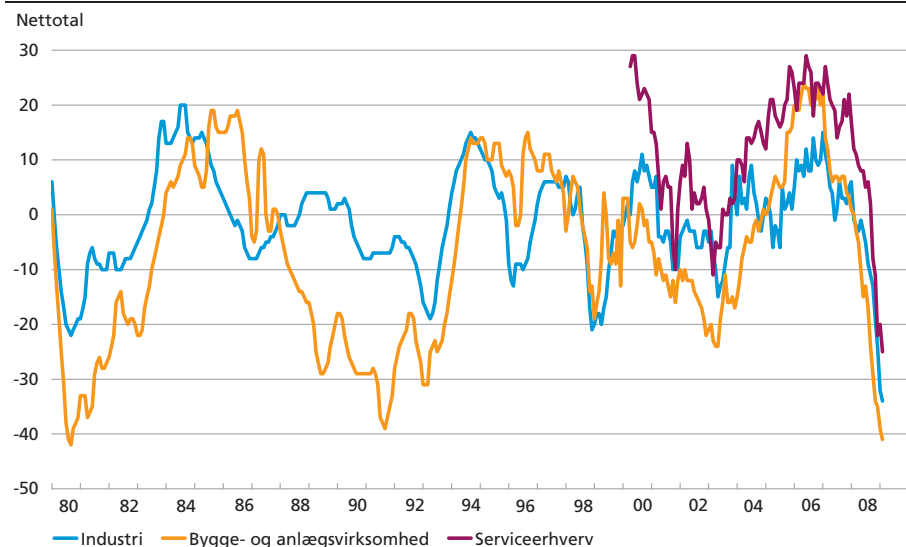
Konjunkturindikatorer

Alle tillidsindikatorer for dansk økonomi peger nedad. Forbrugertilliden, der historisk har samvarieret tæt med konjunkturerne, er faldet markant siden efteråret, jf. boks 6. Erhvervenes forventninger har været faldende gennem hele 2008, men med tiltagende styrke, jf. figur 15. Tillidsindikatorerne for både industri, service og byggeri ligger nu væsentligt under det historiske gennemsnit.

Detailsalget er fortsat vigende, og lå i januar ca. 6 pct. under niveauet for et år siden. Detailsalget er hermed tilbage på niveauet i efteråret 2004. Bilsalget har været faldende siden foråret 2008. Faldet er sket fra et meget højt niveau, og salget i december og januar lå stadig på niveau med salget i årene forud for konjunkturopgangen.

TILLIDSINDIKATORER I ERHVERV

Figur 15



Kilde: Danmarks Statistik.

FORBRUGERTILLID OG KONJUNKTURBEVÆGELSER

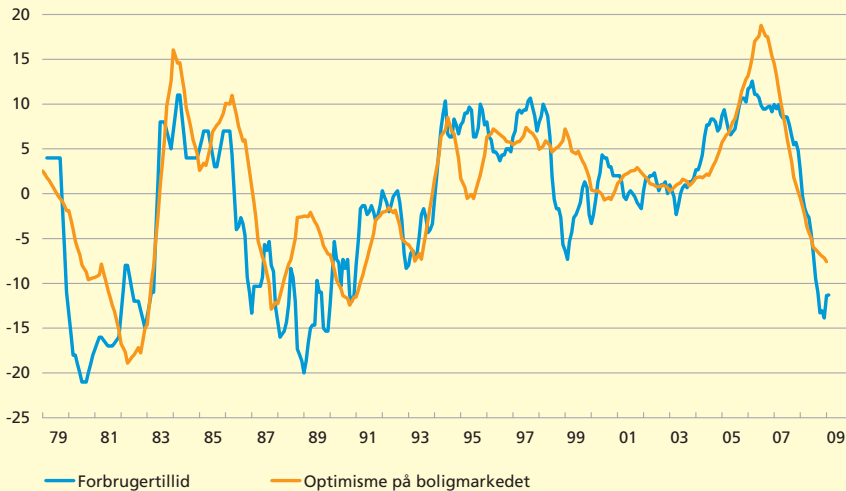
Boks 6

Forbruger- og erhvervstilliden er det seneste kvartal dykket kraftigt. Forbrugertillidsindikatoren nærmer sig nu et niveau svarende til den anden oliekrise i slutningen af 1970'erne og lavkonjunktoren i slutningen af 1980'erne, jf. figur 16.

FORVENTNINGER OG BOLIGMARKED

Figur 16

Procentpoint/nettotal



Anm.: "Optimisme på boligmarkedet" viser forskellen mellem den årlige stigningstakt i kontantpriserne og nominal BNP, målt i procentpoint. "Forbrugertillid" er et nettotal.

Kilde: Danmarks Statistik, Realkreditrådet og egne beregninger.

Forbrugertilliden er kendetegnet ved, at der forud for en høj- eller lavkonjunktur ofte sker en abrupt ændring i indikatoren. Det var fx tilfældet i forbindelse med højkonjunktoren i midten af 1980'erne, i forbindelse med konjunkturuomsvinget i 1993-94 og forud for afmatningen i kølvandet på pinsepakken i 1998. Det seneste fald i forbrugertilliden har baggrund i finanskrisen og det globale sortsyn, som denne har medført.

At der efter en årrække med en økonomi, som arbejdede tæt på sin kapacitetsgrænse, kommer en opbremsning, er ikke uventet. Det ville være sket også uden finanskrisen. Omfanget af stemningsskiftet er imidlertid overraskende. En optøning af boligmarkedet synes at være centralt, hvis stemningen hos husholdningerne og dermed erhvervslivet skal vendes. Omvendt kan en yderligere kraftig nedtur på boligmarkedet forværre forbrugertilliden mærkbart.

I en økonomi med en stor offentlig sektor, som den danske, er der betydelige automatiske stabilisatorer via de offentlige finanser. Herudover kan aktiv finanspolitik i bedste fald modvirke, men ikke forhindre, konjunktursving. For at en finanspolitisk lempelse skal blive en succes, er det afgørende, at der rent faktisk er ledig kapacitet til at dække den øgede efterspørgsel. I modsat fald vil den, også selv om det skulle lykkes at vende forbruger- og erhvervstilliden, løbe ud i et øget inflationært pres og forringelse af saldoen på betalingsbalancens løbende poster, i den udstrækning den øgede efterspørgsel skal dækkes af udenlandsk produktion. At erstatte en nedgang i eksporterhvervene med øget produktion i hjemmemarkedserhvervene risikerer endvidere at skævvride økonomien og give betalingsbalanceproblemer på sigt.

Antallet af konkurser er fortsat med at stige. Niveauet var i februar det højeste, siden statistikken begyndte i 1979. Antallet af tvangsauktioner har også været stigende. Niveauet er stadig lavt set i et længere perspektiv.

Umiddelbart tegner indikatorerne således et dystert billede. Det er dog vigtigt ikke at tabe niveauet af syne – arbejdsløsheden er stadig moderat både historisk og i sammenligning med udlandet.

Boligmarkedet

Faldet i huspriserne fortsatte i 4. kvartal 2008 og har spredt sig fra hovedstadsområdet til næsten hele landet. Sæsonkorrigeret er kontantpriserne på parcel- og rækkehuse på landsplan faldet 8 pct. siden toppunktet i 2. kvartal 2007. Priserne i hovedstadsområdet og på dele af Sjælland er faldet med næsten 20 pct., mens faldet i resten af landet under ét har været mere moderat. Ejerlejligheder, som især findes i hovedstadsområdet, er faldet endnu kraftigere end parcel- og rækkehuse. Pristilpasningen har nu også ramt markedet for sommerhuse. Generelt er områderne med det største prisfald dem, hvor stigningstakten forud for vendingen var størst, og hvor kvadratmeterpriserne er højest.

Udbuddet af ejerboliger til salg inkl. ejerlejligheder er med over 60.000 højt, og antallet af handler lå ifølge Realkreditrådets statistik for 4. kvartal på det laveste niveau, siden man begyndte statistikken i 1995.

Ud over den almindelige økonomiske opbremsning må faldene i kontantpriserne ses i lyset af, at renteniveauet på især lang realkreditfinansiering i 2008 lå noget over årene før, samt at priserne i især hovedstadsområdet var kommet meget højt op. Den afgørende årsag til, at boligmarkedet i øjeblikket nærmest er frosset helt til, er negative forventninger til prisudviklingen. Det virker selvforstærkende, og der synes ikke at kunne skimtes nogen umiddelbar vending på boligmarkedet. Faldet i boligpriserne kan blive formindsket af det markante fald i den korte rente.

Betalingsbalance og udenrigshandel

Både import og eksport af varer faldt markant i perioden op til årsskiftet og lå uændret i januar 2009. Det er en konsekvens af den hastige økonomiske afmatning både herhjemme og på vore eksportmarkeder. Samtidig er forværringen af den danske konkurrenceevne fortsat, dels som følge af en relativt høj dansk lønstigningstakt, dels som følge af en svækkelse af nogle af vore vigtigste samhandelspartners valutaer. Industriens ordreindgang og vurderingen af ordrer fra eksportmarkederne er faldet markant op til årsskiftet.

Energieksporten er ramt hovedsageligt som følge af faldet i olieprisen det seneste halve år, men der er også tilbagegang for industrieksporten og i mindre omfang landbrugseksporten. Faldet i eksporten er bredt fordelt, men særlig stort på nogle af vore største markeder såsom Storbritannien, Sverige og USA. På importsiden har der været fald i import til både forbrug og erhverv.

Faldet i samhandlen med udlandet har kun i mindre grad påvirket det sæsonkorrigerede handelsoverskud, der kun omfatter varehandel. Det lå i januar på samme niveau som i de sidste par år – ca. 2 mia.kr. pr. måned.

Der var et overskud på betalingsbalancen i de 12 måneder til og med januar på 35 mia.kr., mod 11 mia.kr. i den forudgående periode. Overskuddet skyldes handlen med tjenester og formueindkomst fra udlandet. Sidstnævnte post er forbundet med usikkerhed og kan blive revideret, når virksomhedernes årsregnskaber for 2008 bliver indarbejdet i statistikken. Overskuddet på søfragt er faldet de sidste måneder og må med udsigterne for verdenshandlen forventes at falde yderligere den kommende tid.

Betalingsbalancen er hidtil blevet understøttet af en løbende forbedring af bytteforholdet. Om det kan fortsætte i en international lavkonjunktur, hvor det i første række er efterspørgslen efter varer med høj pris, der falder, er usikkert.

Arbejdsmarked

Den økonomiske afmatning er slået igennem på arbejdsmarkedet med stor styrke. Det er normalt, at en opbremsning i den økonomiske vækst først med en vis forsinkelse slår ud i arbejdsløsheden.

Ledigheden nåede et lavpunkt i juni 2008 med 47.000 fuldtidsledige sæsonkorrigeret, svarende til 1,7 pct. af arbejdsstyrken. I januar var antallet af arbejdsløse steget til 64.200 svarende til en ledighedsprocent på 2,3. Der er tale om en kraftig vending, hvor ledigheden i de seneste måneder er steget med 5.000 pr. måned. Den hurtige tilpasning af beskæftigelsen til de ændrede efterspørgselsforhold er en konsekvens af det fleksible danske arbejdsmarkedsmodel (flexicurity-modellen), der bl.a. er kendetegnet ved, at der er få begrænsninger for virksomhederne til at tilpasse arbejdsstyrken til ændrede efterspørgselsforhold.

Den faldende efterspørgsel efter arbejdskraft betyder, at arbejdsmarkedet er blevet mindre stramt. Vurderingen er dog, at ledigheden stadig er noget under sit strukturelle niveau. Det afspejler sig bl.a. i en fortsat relativt høj, men dog aftagende, lønstigningstakt.

Der var i februar kun ganske få virksomheder inden for byggeriet og ingen i industrien, som rapporterede om problemer med at skaffe til-

strækkelig arbejdskraft. Samtidig lå antallet af jobannoncer på internettet i januar næsten 50 pct. under niveauet for et år siden. Inden for den offentlige sektor er der imidlertid stadig rekrutteringsproblemer på nogle områder, men antallet af job, som er forblevet ubesat, er faldende.

Efter en længere periode med stigning faldt beskæftigelsen sæsonkorrigeret ifølge nationalregnskabet med 13.000 personer fra 3. til 4. kvartal. Hele faldet var i den private sektor. Faldet i beskæftigelsen var større end stigningen i ledigheden i samme periode.

Løn og priser

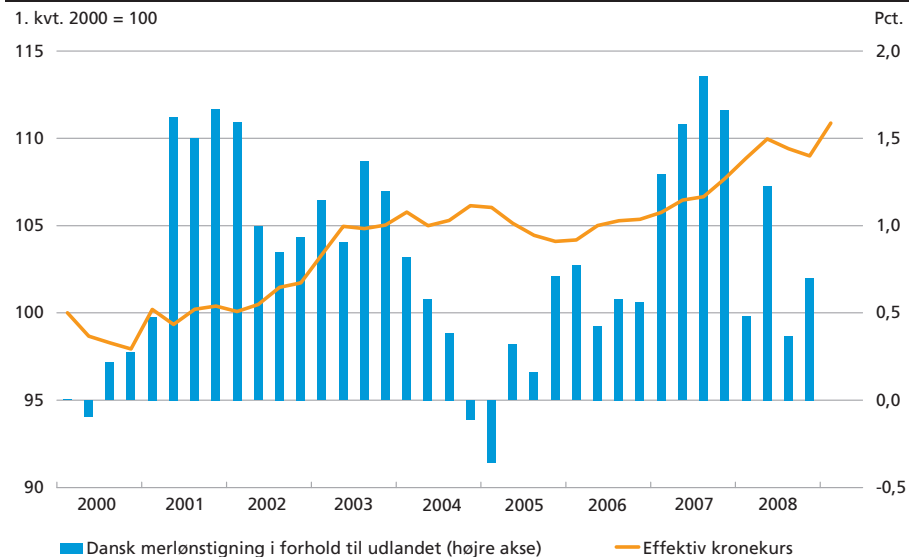
Den danske lønstigningstakt faldt i 2. halvår 2008 til et niveau lige over 4 pct. p.a., men ligger stadig over stigningstakten hos vore udenlandske konkurrenter, jf. figur 17. Forværringen i konkurrenceevnen er blevet forstærket af en stigning i den effektive kronekurs.

Lønstigningstakten i bygge- og anlægssektoren har de seneste 5 år været markant højere end på resten af det private arbejdsmarked, jf. figur 18. Det afspejler et stort kapacitetspres i denne sektor under højkonjunktoren.

Der er typisk trægheder i lønnen, specielt nedadtil. Det tager derfor tid for arbejdsmarkedet at bringe en lønstigningstakt, som er kommet relativt højt op under højkonjunktoren, ud af økonomien igen. Det kan

DANSK MERLØNSTIGNING OG EFFEKTIV KRONEKURS

Figur 17



Anm.: "Merlønstigning" er beregnet på baggrund af løn i industrien.

Kilde: Dansk Arbejdsgiverforening og Danmarks Nationalbank.

LØNSTIGNINGSTAKT PÅ DET PRIVATE ARBEJDSMARKED

Figur 18



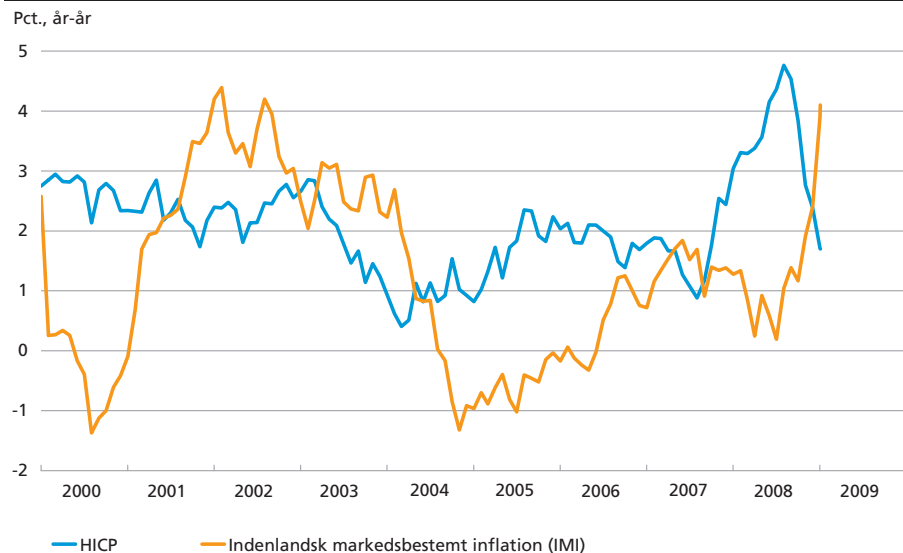
Anm.: "I alt" dækker det private arbejdsmarked.

Kilde: Danmarks Statistik.

medføre, at ledigheden i en periode ligger over den strukturelle ledighed. Tilpasningen afhænger i høj grad af, hvor fleksibel løndannelsen ved de lokale forhandlinger ude på virksomhederne viser sig at være.

INFLATION I DANMARK

Figur 19



Anm.: "HICP" er det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks. Seneste måned for IMI er delvis skønnet. Den seneste måned i figuren er februar.

Kilde: Danmarks Statistik.

Væksten i forbrugerpriserne målt ved det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, er aftaget de seneste måneder efter at have nået en top i august 2008, jf. figur 19. Inflationen i februar var 1,7 pct. år-til-år. Den mere afdæmpede prisstigningstakt skyldes især et fald i energipriserne. Det var sammen med fødevarepriserne samtidig den komponent, der lå bag stigningen i inflationen frem til august. Alene som følge af basiseffekter må der forudses lav inflation også i de kommende måneder. Engrospriserne har været faldende de seneste måneder.

Den indenlandske markedsbestemte inflation er omvendt gået op de seneste måneder og lå i februar på 4,1 pct., det højeste niveau siden 2002. Det er resultatet af dels en fortsat pæn dansk lønstigningstakt, dels en genopretning af virksomhedernes avancer, som typisk bliver presset i perioder med stærk stigning i importpriserne som i første del af 2008.

HICP-inflationen i euroområdet var 1,7 pct. i februar ifølge foreløbige tal. Kerneinflationen målt som HICP ekskl. energi, fødevarer, alkohol og tobak var i januar 1,6 pct. mod 2,4 pct. herhjemme. Forskellen afspejler bl.a. en højere kapacitetsudnyttelse end i euroområdet.

Økonomisk politik

De økonomiske udsigter er usædvanligt usikre. I Nationalbankens centrale skøn ventes ledigheden at toppe i begyndelsen af 2011 på et niveau lidt over 150.000 personer. Et sådant forløb vil være forholdsvis moderat i forhold til mange andre lande. Det kan imidlertid ikke udelukkes, at udviklingen bliver værre, især hvis faldet i verdenshandlen bliver endnu kraftigere end det betydelige fald, der allerede er lagt ind i prognosen. I boksen side 34 er vist konsekvenserne af et sådant forløb.

Usikkerheden om styrken i konjunkturedgangen udgør en særlig udfordring for den økonomiske politik. I Danmark er der gennemført en markant lempelse af den økonomiske politik i 2009 med mulighed for udbetaling af indestående på SP-ordningen (Den Særlige Pensionsordning), fremrykning af offentlige investeringer og andre initiativer jf. boks 7.

Den planlagte skattereform for 2010 har med en reduktion i marginalskatten for mange et strukturelt element og vil på sigt bidrage til et øget arbejdsudbud. I den aktuelle konjunktursituation er det centrale imidlertid den markante underfinansiering i indfasningen af reformen.

Ud over virkningen af de automatiske stabilisatorer udgør lempelserne i finanspolitikken ifølge Finansministeriet 1,2 pct. af BNP i 2009 og 1,0 pct. af BNP i 2010 målt ved de direkte provenuvirkninger, og med en aktivitetsvirkning på i alt 1,5 pct. af BNP. Danmark følger dermed en lang række lande i gennemførelse af ekspansive foranstaltninger for at

INITIATIVER TIL UNDERSTØTTELSE AF VÆKST OG FINANSIEL STABILITET	Boks 7
Danmark har den største konjunkturfølsomhed i den offentlige budgetsaldo blandt OECD-landene. De offentlige finanser udløser automatisk et væsentligt bidrag til at dæmpe en konjunkturedgang. Ud over den automatiske reaktion er der taget en række yderligere initiativer med henblik på at understøtte den økonomiske vækst og dæmpe stigningen i arbejdsløsheden: • Mulighed for udbetaling i 2009 fra den Særlige Pensionsopsparing til nedsat skattesats • Afsættelse af en pulje på 1½ mia.kr. til støtte for privat boligrenovering i 2009 • Yderligere fremrykning af kommunale anlægsinvesteringer ud over budgetterne for 2009 for i størrelsesordenen 1½-2 mia.kr. • Førøgelse af trafikinvesteringer for 5 mia.kr. i 2009 og 2010 under ét • En midlertidig underfinansieret skattereform, som får virkning fra 2010, hvor underfinansieringen er ca. 14 mia.kr. Herudover er der taget en række skridt til at understøtte den finansielle sektor og virksomhederne. • En bankpakke til sikring af alle simple kreditorer af hensyn til stabiliteten i den finansielle sektor • En kreditpakke med mulighed for statslige indskud af hybrid kernekapital i penge- og realkreditinsitutter på op til 100 mia.kr., jf. boks 5 • En eksportlåneordning mv. på 20 mia.kr. • Forlængelse af kredittider for indbetaling af moms og A-skatter mv. for mere end 65 mia.kr. svarende til en statslig renteudgift på 1½ mia.kr. i 2009.	

få vendt den negative udvikling. Arbejdsløsheden herhjemme er fortsat lav og markant under niveauet i de fleste andre lande.

Lempelsen af den økonomiske politik betyder sammen med budgetteffekterne af den generelle økonomiske afmatning og en væsentlig reduktion i de senere års ekstraordinære høje skatteindtægter fra beskatningen af olie- og gasproduktionen i Nordsøen, pensionsbeskatningen samt selskabsbeskatningen, at der må forudses underskud på de offentlige finanser både i år og især i de kommende år. Dette indebærer en fornyet offentlig gældsætning efter en årrække, hvor det er lykkedes at nedbringe statens nettogæld betragteligt. Finansieringen af underskuddene vil kræve, at der igen sker nettoudstedelse af statsobligationer. Forværringen af den offentlige saldo begrænser potentialet for yderligere lempelser i finanspolitikken.

Om de vedtagne lempelser af den økonomiske politik vil have nogen afgørende effekt på den øjeblikkelige konjunktur, er usikkert. Det er begrænset, hvad der kan gøres for at modvirke faldet i eksporten. Hertil kommer, at det er meget svært med held at styre forventningsskift med økonomisk politik. Når forbrugertilliden er lav og frykten for ledighed høj, er der stor sandsynlighed for, at en fremgang i den disponible ind-

komst i første omgang bliver anvendt til øget opsparing snarere end øget forbrug. Skulle der ske et stemningsskift, har husholdningerne midler til at sætte forbruget markant i vejret på kort tid.

Sammenfattende er det Nationalbankens holdning, at der på baggrund af de allerede iværksatte initiativer bør indtages en afventende holdning med hensyn til yderligere lempelser af den økonomiske politik.

Dansk økonomi 2009-11

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

I det følgende gennemgås Nationalbankens prognose for den danske økonomi i 2009-11. Prognosen er udarbejdet ved brug af den makro-økonomiske model MONA¹ og tager udgangspunkt i den foreliggende konjunkturstatistik, herunder Danmarks Statistiks kvartalsvise nationalregnskab for 4. kvartal 2008².

Dansk økonomi befinder sig i en afmatning med faldende efterspørgsel og produktion. BNP faldt mærkbart gennem 2008, og faldet fortsætter ind i 2009, så BNP i år bliver 1,1 pct. lavere end sidste år, jf. tabel 1. Inflationspresset er aftaget primært som følge af prisfald på de internationale råvaremarkeder. Det var ventet, at økonomien efter flere år med høj vækst og tiltagende mangel på arbejdskraft, især drevet af presset fra den indenlandske efterspørgsel, ville bevæge sig ind i en periode med lav vækst. Afmatningen forstærkes nu yderligere af finanskrisen og det resulterende internationale tilbageslag. Men det sker fra et højt niveau.

I 1. halvår 2009 skønnes BNP at være 3,5 pct. lavere end i 2. halvår 2007, og produktionstabt vil først være indhentet i 2. halvår 2011. Et tilsvarende tilbageslag er ikke set siden midten af 1970'erne. Produktionstabt er af samme størrelsesorden som det, der ventes i euroområdet, og større end i amerikansk økonomi, jf. figur 1, på trods af at den finansielle krise havde sit udspring der. Det danske tilbageslag indtræffer tidligere end i euroområdet og afspejler, at den danske økonomi konjunkturmæssigt har ligget lidt foran den europæiske i de senere år.

Den private beskæftigelse er faldet i de seneste kvartaler, og kapacitetspresset, som i de senere år har været særdeles stort, aftager hastigt. Den udbredte mangel på arbejdskraft er ophørt, og ledigheden er siden sommeren øget med godt 17.000 personer. Fortsætter den aktuelle stigningstakt, vil ledigheden allerede til efteråret nå op på sit strukturelle niveau, dvs. det niveau som er foreneligt med stabil udvikling i lønninger og priser, som skønnes at være i intervallet 100.000-120.000 personer.

¹ Modellen er beskrevet i Danmarks Nationalbank, *MONA – en kvartalsmodel af dansk økonomi*, 2003.
² Beregningerne er baseret på statistisk information til og med 11. marts 2009.

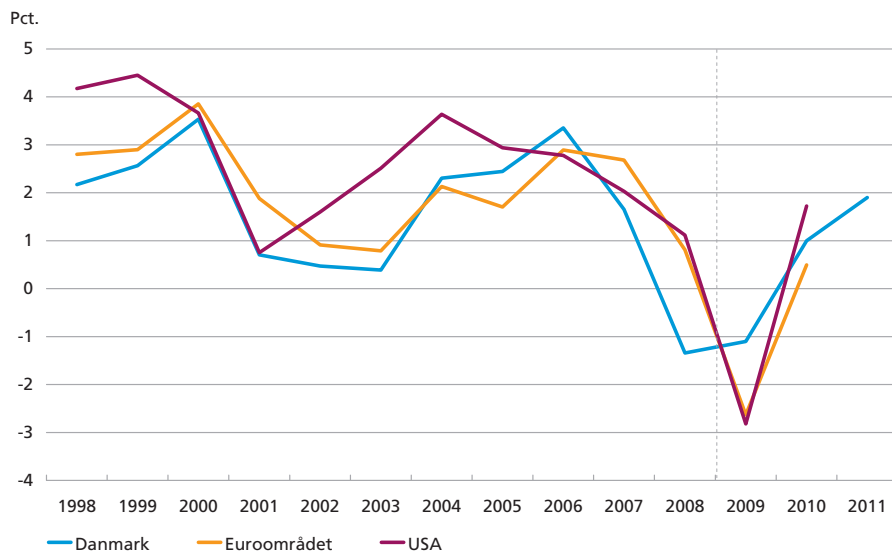
CENTRALE ØKONOMISKE VARIABLER				Tabel 1
Realvækst i forhold til året før, pct.	2008	2009	2010	2011
BNP	-1,3	-1,1	1,0	1,9
Privat forbrug	0,0	-0,9	2,1	1,8
Offentligt forbrug	0,6	2,4	1,5	1,5
Boliginvesteringer	-4,6	-7,2	-4,0	-0,3
Offentlige investeringer	1,8	14,4	7,6	3,8
Erhvervsinvesteringer	-2,4	-7,6	0,0	4,2
Lagerinvesteringer ¹	0,2	-0,2	-0,1	-0,3
Eksport	1,9	-5,7	0,6	3,2
Industrieksport	0,3	-8,1	0,2	4,7
Import	4,1	-6,3	1,1	2,8
Forbrugerpriser, pct. år-år	3,6	1,0	1,5	1,6
Ledighed, 1.000 personer	50,9	92,1	139,9	151,0
Betalingsbalance, pct. af BNP	2,0	1,4	1,4	1,8
Offentlig saldo, pct. af BNP	2,7	-0,8	-3,0	-1,7
Timeløn, pct. år-år	4,2	3,7	3,5	3,4

¹ Bidrag til BNP-vækst.

Lønstigningerne i den private sektor er aftaget gennem efteråret i takt med det mindskede pres på arbejdsmarkedet, men er dog fortsat klart højere end i udlandet. Hertil kommer, at produktivitetsudviklingen har været svag i de senere år, ligesom den effektive kronekurs er styrket mærkbart som følge af svækkelsen af bl.a. den svenske krone og det britiske pund. Den betydelige forværring af konkurrenceevnen sætter

BNP-VÆKST I DANMARK, EUROOMRÅDET OG USA

Figur 1



Anm.: Efter den stiplede linje er der tale om skøn.

Kilde: Danmarks Statistik, EcoWin, Consensus Economics marts 2009 og egen prognose.

eksportvirksomhederne under stort pres i en situation, hvor udsigterne for den internationale økonomi er svage.

Den indenlandske efterspørgsel, især det private forbrug og investeringerne, faldt i 2008 efter kraftig vækst i de foregående år. Den svage udvikling ventes at fortsætte i de kommende kvartaler i lyset af husholdningernes og virksomhedernes negative syn på den økonomiske udvikling. Der synes ikke at være nogen umiddelbar vending på vej på boligmarkedet, som er svækket siden 2007. De seneste måneders betydelige rentefald og de finanspolitiske lempelser både i år og næste år trækker dog i modsat retning. De offentlige finanser forværres betydeligt i prognosen som følge af budgettets konjunkturfølsomhed og den lempelige finanspolitik. Underskuddet topper i 2010 på 3,0 pct. af BNP.

I prognosen antages husholdningerne i lyset af den generelle usikkerhed, herunder svækkelsen af arbejdsmarkedet, at være tilbageholdende med at omsætte såvel skattelettelser som den frigivne SP-opsparring i øget forbrug. I boks 1 er analyseret et alternativt scenario, hvor den indenlandske efterspørgsel reagerer kraftigere på den finanspolitiske lempelse, og ligeså et scenario, hvor udsigterne for den internationale økonomi, som gradvis er nedjusteret i de seneste måneder, svækkes yderligere.

I næste afsnit gennemgås ændringerne i prognosen i forhold til prognosen fra september 2008. Derefter følger en mere detaljeret gennemgang af prognosen, herunder de bagvedliggende antagelser.

REVISIONER I FORHOLD TIL SENESTE PROGNOSE

Danmarks Statistiks opgørelse af BNP-væksten i anden halvdel af 2008 er markant svagere end skønnet i den seneste prognose fra september 2008. For 2009 forventes nu også et betydeligt svagere vækstforløb end i prognosen fra september, jf. tabel 2. Nedjusteringen kan for en væsentlig dels vedkommende henføres til en svagere udvikling på eksportmarkederne. Den realiserede ledighed for 2008 som helhed afviger kun beskedent fra skønnet i september-prognosen. Ledigheden ventes fortsat at stige.

REVISIONER I FORHOLD TIL SENESTE PROGNOSE							Tabel 2
	Faktisk	Denne prognose			Seneste prognose		
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010
BNP, pct. år-år	-1,3	-1,1	1,0	1,9	0,9	1,0	0,5
Ledige, 1.000 personer	50,9	92,1	139,9	151,0	47,3	60,4	95,3
Betalingsbalance, mia.kr. ...	35,4	25,0	24,5	33,0	23,0	35,7	46,8
HICP, pct. år-år	3,6	1,0	1,5	1,6	3,8	2,6	1,9

Anm.: Seneste prognose blev offentliggjort i september 2008.

ALTERNATIVE SCENARIER

Boks 1

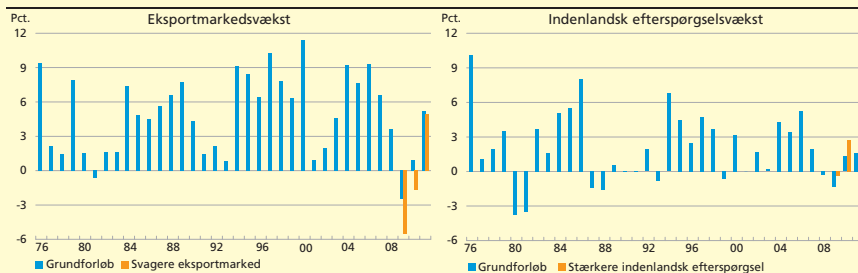
De realøkonomiske konsekvenser af den finansielle krise har vist sig mere alvorlige end ventet. Det har ført til en række nedjusteringer af prognoserne de seneste måneder, både herhjemme og i udlandet. Med udsigt til en kraftig opbremsning i aktiviteten hos mange af vore samhandelspartnere er det centrale skøn for eksportmarkedsvæksten nedjusteret markant siden september, og eksportmarkedet ventes nu at skrumpe med 2,5 pct. i 2009. Faldende eksportmarked fra ét år til det næste er usædvanligt og sås sidst i 1981, jf. figuren nedenfor til venstre.

De mulige konsekvenser af en kraftigere international tilbagegang end i det centrale skøn illustreres i det følgende ved opstilling af et alternativt scenario. I dette scenario er eksportmarkedsvæksten lavere fra og med 1. kvartal 2009. De ændrede forudsætninger indebærer et fald i eksportmarkedet på omkring 5,5 pct. i år og 1,7 pct. næste år, jf. de gule søjler i figuren nedenfor til venstre. Det store fald i aktiviteten i udlandet følges i scenariet af et rentefald på 1 procentpoint for korte og lange renter i både ind- og udland fra og med 2. kvartal 2009.

Den svagere efterspørgsel fra udlandet i det alternative scenario fører til et større fald i BNP i 2009 end i grundforløbet, jf. tabellen nedenfor. Effekten af den store eksportnedgang dominerer således den positive effekt, som rentefaldet har på investeringerne og via kontantpriserne også på det private forbrug. Det større fald i BNP leder til en kraftigere opgang i ledigheden, som topper omkring 180.000 personer i begyndelsen af 2011 mod et toppunkt på omkring 155.000 i grundforløbet. Betalingsbalancen forværres af nedgangen i eksporten, men saldoen forbliver positiv.

Der er udsigt til en lempelig finanspolitik i prognoseperioden. Ud over de planlagte skattelettelser i år er det aftalt at støtte husholdningernes renovering af helårsbeboelse, at give mulighed for at fremrykke kommunale anlægsinvesteringer og at give husholdningerne mulighed for at få deres SP-opsparring udbetalt til nedsat skattesats. Hertil kommer en række tiltag rettet mod at lette kapitalformidlingen og virksomhedernes likviditet. De kommende år medvirker den aftalte midlertidige underfinansiering af skattereformen også til at øge aktiviteten. De præcise effekter af disse initiativer på dansk økonomi er imidlertid forbundet med usikkerhed, ikke mindst i den aktuelle situation med lav forbrugertillid. For udbetaling af SP-opsparringen gælder det særlige, at det ikke vides, hvor mange der vil gøre brug af muligheden, og hvor meget der vil blive anvendt til øget forbrug frem for opsparing.

ANTAGELSER BAG ALTERNATIVE SCENARIER



FORTSAT					Boks 1
I et andet alternativt scenario ses derfor på et forløb, hvor lempelserne fører til en mindre nedgang i forbrugskvoten end i grundforløbet fra og med 2. kvartal 2009. Samtidig antages den mere positive udvikling i det private forbrug også at smitte af på boliginvesteringerne. Endelig ses der i scenariet på en kraftigere udvikling i det offentlige forbrug end i grundforløbet, konkret gennem højere offentlige investeringer og beskæftigelse fra og med 2. kvartal 2009. Samlet giver den stærkere udvikling i privat og offentligt forbrug anledning til, at den indenlandske efterspørgsel falder med 0,4 pct. i år, hvorefter den vokser med knap 3 pct. næste år, jf. de gule søjler i figuren ovenfor til højre. Den stærkere vækst i den indenlandske efterspørgsel øger aktiviteten i forhold til grundforløbet, og i det andet alternative scenario bliver faldet i BNP i 2009 reduceret til 0,6 pct. Væksten i 2010 bliver også stærkere end i grundforløbet, og den stærkere aktivitetsudvikling begrænser stigningen i ledigheden, der toppe omkring 130.000 personer i 2011. Med højere forbrug og investeringer trækkes importen op, men ikke mere end at betalingsbalancen udviser overskud i alle tre år. I det sidste scenario, som kombinerer lavere udenlandsk efterspørgsel med højere indenlandsk efterspørgsel, er BNP stort set som i grundforløbet i 2011. Ledighedens udvikling er også meget lig grundforløbet, og toppen er på omkring 155.000 personer i 2011. Den stærkere indenlandske efterspørgsel fører til øget import, og da eksporten samtidig presses ned af faldet på eksportmarkedet, forværres betalingsbalancen tydeligt til underskud i 2010 og 2011.					
ALTERNATIVE SCENARIER					
	Grundforløb	1: Svagere eksportmarked	2: Stærkere indenlandsk efterspørgsel	Samlet, 1+2	
2009					
BNP, pct. år-år	-1,1	-1,4	-0,6	-0,9	
Ledige, 1.000 personer	92	97	84	89	
Betalingsbalance, mia.kr.	25	19	18	13	
HICP, pct. år-år	1,0	1,0	1,0	1,0	
2010					
BNP, pct. år-år	1,0	0,6	1,7	1,3	
Ledige, 1.000 personer	140	157	120	137	
Betalingsbalance, mia.kr.	24	9	6	-9	
HICP, pct. år-år	1,5	1,5	1,6	1,5	
2011					
BNP, pct. år-år	1,9	1,8	1,6	1,6	
Ledige, 1.000 personer	151	179	126	154	
Betalingsbalance, mia.kr.	33	12	17	-4	
HICP, pct. år-år	1,6	1,5	1,7	1,6	

Betalingsbalanceoverskuddet var i 2008 lidt større end skønnet i september. Det afspejler primært, at overskuddet på søtransport blev større end ventet. Fremadrettet er betalingsbalanceoverskuddet formindsket i forhold til den seneste prognose, hvilket skal ses i lyset af styrken af den

internationale afmatning. Det kraftige fald i råvarepriserne har medført, at forbrugerprisernes stigningstakt siden efteråret er faldet mere end ventet. Skønnet for forbrugerpriserne i 2009 er på den baggrund også nedjusteret. Den økonomiske afmatning betyder, at inflationen også i 2010 er lidt lavere end i den seneste prognose.

ANTAGELSER I FREMSKRIVNINGEN

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

International økonomi

Den internationale finanskriser er slået hårdere igennem på realøkonomien end tidligere ventet, og forventningerne til den økonomiske vækst i Danmarks samhandelslande er nedrevideret betydeligt siden efteråret. Udsigterne for de danske afsætningsmarkeder er således blevet væsentligt mere dystre end ved sidste prognose fra september. Mange lande har vedtaget omfattende hjælpepakker for at understøtte den finansielle stabilitet og finanspolitiske vækstpakker for at begrænse afmatningen. Samtidig er pengepolitikken generelt blevet lempet. Trods tiltagene skønnes afsætningsmarkedet for den danske eksport at blive reduceret med 2,5 pct. fra 2008 til 2009, jf. tabel 3. Det er den største årlige reduktion siden 1975, hvor OECDs opgørelse begyndte. Konjunkturvendingen i udlandet ventes tidligst at indtræffe mod udgangen af 2009 eller begyndelsen af 2010, og eksportmarkedet skønnes at vokse i takt hermed.

Det globale prispres er lettet siden i sommer som følge af, at væksten i verdensøkonomien er aftaget, og at olieprisen er faldet mærkbart. De ventede prisstigninger på eksportmarkedet for industrivarer og på de varer, som danske virksomheder konkurrerer med på hjemmemarkedet, er derfor revideret ned i forhold til sidste prognose. De udenlandske lønstigninger skønnes at aftage som reaktion på de svage internationale konjunkturer.

Renter, valutakurser og oliepris

Udviklingen i de korte og lange renter i prognosen er baseret på de forventninger til den fremtidige udvikling, der kan udledes af rentekurverne på de finansielle markeder. Den korte rente steg fra 2005 og frem til efteråret 2008, hvorefter den faldt frem til begyndelsen af marts. Markedsforventningerne indebærer, at den korte rente fortsætter med at falde frem til sommeren 2009 for derefter at stige ca. 1 procentpoint frem til 2011.

OVERSIGT OVER PROGNOSENS ANTAGELSER				Tabel 3
	2008	2009	2010	2011
International økonomi:				
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år	3,6	-2,5	0,9	5,2
Pris på eksportmarkedet ¹ , pct. år-år	1,8	2,0	1,7	2,0
Udenlandsk pris ² , pct. år-år	2,2	2,1	1,6	2,0
Udenlandsk timeløn, pct. år-år	3,4	2,4	2,4	2,8
Finansielle forhold mv.:				
3-måneders pengemarkedsrente, pct. p.a.	4,5	2,5	3,0	3,4
Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a.	5,0	4,4	4,9	5,4
Effektiv kronekurs, 1980 = 100	105,8	107,6	107,7	107,7
Dollarkurs, DKK pr. USD	5,1	5,9	5,9	5,9
Oliepris, Brent, USD pr. tønde	98,5	47,2	53,7	58,3
Finanspolitik:				
Offentligt forbrug, pct. år-år	0,6	2,4	1,5	1,5
Offentlige investeringer, pct. år-år	1,8	14,4	7,6	3,8
Offentlig beskæftigelse, 1.000 personer	819,0	830,0	832,4	834,7

¹ Sammenvejet importpris for de lande, Danmark eksporterer til.

² Sammenvejet eksportpris for de lande, Danmark importerer fra.

Obligationsrenterne er ligeledes faldet siden efteråret 2008, og i de første måneder af 2009 lå obligationsrenterne over bundniveauet i 2005. I prognosen stiger obligationsrenterne gradvis igen til 5,4 pct. i 2011.

Kronen er blevet styrket i forhold til vore samhandelspartners valutaer de senere år, og i december 2008 nåede den nominelle effektive kronekurs det højeste niveau siden 1979. Fra december til begyndelsen af marts blev den effektive kronekurs svækket lidt igen, bl.a. fordi kronen faldt i værdi i forhold til dollar og pund. I fremskrivningen holdes dollarkursen og den effektive kronekurs konstant på niveauet primo marts 2009.

Prisen på olie faldt markant fra et niveau omkring 135 dollar pr. tønde i juli 2008 til lidt over 40 dollar i begyndelsen af marts 2009. I fremskrivningen antages olieprisen at følge futurespriserne, så olieprisen stiger svagt fra det aktuelle niveau. Olieprisen i denne prognose er på den baggrund mere end halveret i forhold til prognosen fra september.

Finanspolitiske forudsætninger

Finanspolitikken i prognosen afspejler finanslovsaftalen for 2009 samt den aftalte skattereform, de aftalte vækstinitiativer (forårspakke 2.0) og det indgåede transportforlig. Det reale offentlige forbrug ventes at stige med 2,4 pct. i 2009 og med 1,5 pct. i både 2010 og 2011. Den relativt høje forbrugsvækst i 2009 skal ses i sammenhæng med, at forbruget ifølge det foreløbige nationalregnskab kun steg med 0,6 pct. i 2008. I prognosen øges de offentlige investeringer også forholdsvis meget i 2009 og 2010 bl.a. som følge af den forventede fremrykning af kommunernes

anlægsinvesteringer og det indgåede transportforlig. Den lempelige finanspolitik ventes at stimulere den økonomiske aktivitet i alle årene.

PROGNOSE FOR DANSK ØKONOMI 2009-11

Produktion og beskæftigelse

Produktionen faldt med 1,3 pct. i 2008. Faldet i væksten siden 2007 kan ses som en naturlig reaktion på de store udvidelser af produktionen i perioden 2003-06, men skal også ses i lyset af finanskrisen, som blev yderligere forstærket i 2. halvår 2008. I prognosen tiltager produktionsvæksten, men grundet det markante fald i produktionen sidst i 2008 bliver væksten i 2009 negativ. I 2010 og 2011 ventes positive vækstrater på 1-2 pct.

Kapacitetspresset i økonomien er aftagende, efter at presset i takt med konjunkturopgangen blev meget stort. Produktionsgabets, som måler forskellen mellem faktisk og potentiel produktion, nåede et niveau på 2,5 pct. i 2007. Med markant faldende efterspørgsel fra både ind- og udland i 2008 og 2009 lukkes produktionsgabets i indværende år.

Den økonomiske afmatning har forplantet sig til arbejdsmarkedet. Arbejdsløsheden nåede et lavpunkt i sommeren 2008 på 1,7 pct. af arbejdsstyrken, hvorefter ledigheden er steget til 2,3 pct. i januar 2009 svarende til 64.200 personer. I prognosen stiger ledigheden yderligere, og sidst i 2009 eller i starten af 2010 når den det strukturelle niveau. Ledigheden ventes at toppe i begyndelsen af 2011 på omkring 155.000 personer, jf. tabel 4.

Arbejdsstyrken blev udvidet betragteligt under de seneste års fremgang med stor efterspørgsel efter arbejdskraft. Den økonomiske afmatning trækker arbejdsstyrken i nedadgående retning, og de senere års stigning i erhvervsfrekvenserne reverseres delvis i prognosen. Samtidig vil den underliggende demografiske udvikling også trække arbejdsstyrken ned, og samlet set mindskes arbejdsstyrken med gennemsnitligt 14.000 personer om året i 2009-11.

Produktiviteten er i de senere år faldet, da beskæftigelsen er vokset hurtigere end produktionen. I fremskrivningen genoprettes produktivtetsvæksten efterhånden.

ARBEJDSMARKEDET				Tabel 4
1.000 personer, årsgennemsnit	2008	2009	2010	2011
Beskæftigede i alt	2.876	2.812	2.753	2.734
Privat beskæftigede	2.057	1.982	1.920	1.899
Offentligt beskæftigede	819	830	832	835
Ledige	51	92	140	151
Arbejdsstyrke	2.927	2.904	2.892	2.885

Lønninger og priser

Efter en periode med stort pres på arbejdsmarkedet og høje lønstigninger er lønstigningstakten nu begyndt at aftage som følge af konjunkturaftmatningen. Denne tendens forventes at fortsætte i 2009, hvor de årlige lønstigninger i industrien ligger på 3,7 pct., jf. tabel 5. Mod slutningen af prognosen, hvor ledigheden når over sit strukturelle niveau, vil lønstigningstakten være aftaget yderligere.

Lønstigningerne har i en periode ligget højt i Danmark i forhold til vore samhandelspartnere. I fremskrivningen medvirker den økonomiske aftmatning til, at lønstigningstakten i euroområdet og vore handelspartnere under ét aftager. Der er dermed udsigt til, at timelønnen i industrien trods den stigende arbejdsløshed fortsat vil vokse hurtigere end i udlandet. Lønkonkurrenceevnen forværres derfor yderligere i prognoseperioden, og det følges af et moderat fald i den danske markedsandel på eksportmarkederne.

Lønoms-kostningerne pr. time udvikler sig fremadrettet på linje med lønnen i fravær af større ændringer i virksomhedernes øvrige arbejdsomkostninger. Efter en periode med negativ produktivitetsvækst udvikler timeproduktiviteten sig ganske pænt i fremskrivningen. Det afspejler en forventning om, at det i første omgang vil være den mindre produktive del af arbejdsstyrken, som bliver afskudiget. Dermed er lønoms-kostningerne pr. produceret enhed stort set uændrede efter i 2008 at være steget betydeligt. I takt med det aftagende pres på arbejdsmarkedet falder lønkvoten. En lønkvote på 67,1 pct., som er forventningen for 2011, er dog stadig relativt høj i et længere perspektiv.

Prisstigningerne er aftaget markant i løbet af efteråret og vinteren, og i februar 2009 var den årlige stigning i forbrugerpriserne 1,7 pct. målt ved HICP-indekset, jf. tabel 6. Den lavere prisstigningstakt kan især tilskrives et markant fald i energipriserne og en lavere prisstigningstakt på fødevarer. Samtidig er priserne på importerede varer faldet betydeligt. Kerneinflationen, som ekskluderer priserne på energi og fødevarer, var i februar 1,9 pct.

Den indenlandsk markedsbestemte inflation, IMI, er på det seneste steget betydeligt til omkring 4 pct. Det afspejler en sædvanlig tendens til, at IMI forøges, når import- og energipriserne falder, fordi virksom-

LØNNINGER MV. I BYERHVERV

Tabel 5

Pct., år-år	2008	2009	2010	2011
Timeløn	4,2	3,7	3,5	3,4
Lønoms-kostninger pr. time	4,4	4,2	3,4	3,3
Timeproduktivitet	-3,4	2,3	4,6	3,7
Lønkvote, pct. af bruttoværditilvækst	69,6	69,4	67,9	67,1

FORBRUGERPRISER

Tabel 6

Pct. år-år	Vægt ¹	2008	2009	2010	2011	2008 og 2009					
						4. kv.	1. kv.	2. kv.	feb.	mar.	apr.
HICP		3,6	1,0	1,5	1,6	3,0	1,6	1,0	1,7	1,5	1,3
Nettoprisindeks ...	100,0	3,7	1,7	1,4	1,5	3,1	2,3	1,7	2,6	2,2	2,1
Eksogene:											
Energi	7,1	11,5	-12,4	-0,7	1,0	3,7	-8,8	-13,9	-6,0	-9,2	-11,1
Fødevarer	13,1	8,0	2,1	0,5	1,5	6,1	4,1	2,2	4,1	3,6	2,6
Adm. priser	4,2	3,5	3,9	3,4	3,0	3,8	3,2	3,3	3,5	2,0	3,3
Husleje	23,6	2,9	4,3	1,9	1,4	2,8	4,0	4,4	4,6	4,5	4,4
Ekskl. eksogene ...	52,0	1,7	2,4	1,4	1,5	2,3	2,7	2,7	2,4	2,6	2,9
Import	15,6	3,1	-2,7	1,9	3,3	3,2	-1,2	-2,8	-1,8	-2,5	-2,7
IMI	36,4	1,1	4,6	1,2	0,7	1,8	4,4	5,1	4,4	4,8	5,4

Anm.: Seneste faktiske tal er februar 2009.

¹ Vægt i nettoprisindekset, procent.

hederne ikke fuldt ud sender prisfaldene videre til forbrugerne. De nærmeste måneder forventes en fortsat høj IMI som følge af de faldende importpriser. Herefter falder IMI noget tilbage, og i 2010 og 2011 vil den svage efterspørgsel og den vigende lønstigningstakt føre til, at IMI kommer relativt langt ned.

Det kraftige fald i råvarepriserne bevirker, at energiprisernes årsstigningstakt er negativ gennem hele 2009 og begyndelsen af 2010, hvorefter de stiger moderat. Fødevarerpriserne stigningstakt afdæmpes også i prognosen til niveauet fra før prisaccelerationen i 2006. De faldende energipriser fører sammen med den generelle afmatning til, at forbrugerprisinflationen aftager yderligere i 2009 og i løbet af sommeren når ned under 1 pct. målt med årsstigningstakten i HICP. I 2010 og 2011 forventes forbrugerprisstigningstakten fortsat at holde sig et pænt stykke under 2 pct. år-til-år, primært som følge af, at konjunkturafmatningen fører til et fald i det indenlandske inflationspres.

Den indenlandske efterspørgsel

Det private forbrug faldt gennem 2008 efter stærk fremgang fra 2003 til 2007. Den store forbrugsnedgang på knap 3 pct. i 4. kvartal 2008 vendes i løbet af 2009 atter til fremgang. Privatforbruget understøttes af de aftalte lempelser af finanspolitikken, men vokser dog langsommere end de disponible indkomster, så forbrugskvoten aftager yderligere i 2009 og 2010, jf. tabel 7. Faldet i forbrugskvoten afspejler bl.a. øget forsigtighed hos husholdningerne i en situation med usikkerhed om den økonomiske situation og de strammere kreditvilkår, efter at lavere boligpriser og aktiekurser har reduceret husholdningernes formue.

Aktiviteten på boligmarkedet er gået ned, og prisen på parcel- og rækkehuse faldt omkring 4 pct. i 2008. Presset på boligmarkedet viser

INDKOMST, FORMUE OG FORBRUG				Tabel 7
	2008	2009	2010	2011
Kontantpriser, pct. år-år	-3,7	-5,0	-1,0	1,2
Disp. realindkomst, privat sektor, pct. år-år ..	2,6	1,3	2,8	1,2
Forbrugskvote, pct. af den private sektors disponible indkomst	91,0	89,0	88,3	88,9
Fordringserhvervelse, privat sektor, mia.kr. ..	-11,8	38,6	79,3	64,6

sig også ved et fortsat højt antal boliger udbudt til salg og et stigende antal tvangsauktioner. I lyset heraf ventes kontantpriserne at falde omkring 5 pct. i 2009 og yderligere lidt i 2010 for derefter gradvis at nærme sig den almindelige prisudvikling.

Boliginvesteringerne er aftaget gennem 2008 efter at have ligget på et meget højt niveau i 2006-07. I fremskrivningen ventes fortsat faldende boliginvesteringer i takt med de lavere reale kontantpriser. Nedgangen i investeringerne i år modereres dog af den aftalte pulje til renovering af helårsbeboelse.

Faldet i erhvervsinvesteringerne i 2008 skyldes især en nedgang i byggeinvesteringerne. Med udsigt til lavere vækst i produktionen og vanskeligere finansieringsvilkår ventes erhvervsbyggeriet at falde yderligere i år og næste år. Investeringerne i maskiner, transportmidler og software blev løftet betydeligt i den seneste konjunkturopgang, hvor der var stort pres på kapaciteten. Siden slutningen af 2007 er materielinvesteringerne faldet, og det lavere niveau fra udgangen af 2008 ventes omtrent fastholdt indtil 2011. Dermed aftager investeringskvoten til et noget lavere niveau end i de seneste tre år.

Den samlede indenlandske efterspørgsel ekskl. lagerinvesteringer faldt 0,5 pct. i 2008. Lavere erhvervs- og boliginvesteringer samt nedgang i det private forbrug ventes at føre til et fortsat fald i efterspørgslen i indeværende år. Herefter går den indenlandske efterspørgsel langsomt frem igen, trukket af stigninger i privat og offentligt forbrug og senere også af højere investeringer.

Udenrigshandel og betalingsbalance

Eksporten i faste priser faldt 2,5 pct. fra 1. til 2. halvår 2008, hvor afsætningsmulighederne for den danske eksport blev forringet mærkbart. Vareeksporten blev hårdest ramt af det internationale tilbageslag, men tjenesteeksporten aftog også. Gennem 2009 ventes det danske eksportmarked fortsat at blive mindre, og eksporten i faste priser skønnes at aftage frem til årets udgang. Herefter stiger eksporten igen, efterhånden som efterspørgslen i udlandet begynder at tage til.

Industrieksporten i faste priser aftog 1,3 pct. fra 1. til 2. halvår 2008 på baggrund af svagere efterspørgsel fra udlandet og en forringet konkurrenceevne. I fremskrivningen ventes industrieksporten at fortsætte med at falde gennem 2009 for herefter langsomt at stige igen.

Energieksporten i faste priser er reduceret de seneste år. Olie- og gasproduktionen i Nordsøen vurderes at blive mindre de kommende år, så i prognosen fortsætter energieksposten med at falde.

Landbrugseksporten i faste priser faldt med knap 5 pct. fra 1. til 2. halvår 2008. I fremskrivningen fortsætter landbrugseksporten nedad i begyndelsen af 2009 trukket af et fald i eksporten af animalske produkter. Eksporten af korn og andre vegetabiliske produkter vokser langsomt i fremskrivningen, og den samlede landbrugseksport skønnes at stige med ca. 1,5 pct. om året fra 2010 og frem. Væksten i eksporten af tjenester, som hovedsageligt består af søtransport, ventes at blive reduceret i prognoseperioden som konsekvens af den svage udvikling i verdenshandlen.

Importen i faste priser faldt 1,7 pct. fra 1. til 2. halvår 2008. Faldet afspejler, at forbruget og investeringerne aftog, samt at eksporten, som også har et højt importindhold, blev reduceret. Importen faldt mere end efterspørgslen i 2. halvår 2008, så importkvoten blev mindre. Kvoten voksede hurtigt fra 2003-07, hvor presset på produktionskapaciteten i Danmark var stort. I fremskrivningen når importkvoten et lavpunkt i år for herefter at vokse beskedent.

Prisen på den danske eksport er i en længere årrække steget hurtigere end prisen på importen, så bytteforholdet er forbedret. Det afspejler, at danske virksomheder løbende har formået at specialisere sig i produkter, som kan sælges til relativt høje priser på verdensmarkedet. Ifølge det foreliggende nationalregnskab blev bytteforholdet forværret mod udgangen af 2008. I fremskrivningen genoprettes bytteforholdet gradvis igen, jf. tabel 8.

Overskuddet på betalingsbalancen steg fra ca. 12 mia.kr. i 2007 til ca. 35 mia.kr. i 2008 som følge af større overskud fra formueindkomst og

EKSPORT OG IMPORT				Tabel 8
Pct., år-år	2008	2009	2010	2011
Eksport, realt	1,9	-5,7	0,6	3,2
Import, realt	4,1	-6,3	1,1	2,8
Eksportpriser	5,7	-7,0	-2,0	1,2
Importpriser	4,4	-7,4	-2,5	0,7
Bytteforhold	1,3	0,4	0,6	0,4
Importkvote, varer ekskl. energi, standardberegnet, 2000 = 100	114,5	110,2	111,3	112,1

BETALINGSBALANCEN				Tabel 9
Mia.kr.	2008	2009	2010	2011
Varehandel	-22,8	-11,6	-8,5	-1,1
Tjenestehandel	54,5	47,3	43,7	44,9
Renter, transfereringer mv.	3,7	-10,7	-10,6	-10,8
Løbende poster, i alt	35,4	25,0	24,5	33,0

søtransport. Formueindkomsten i 2008 er behæftet med stor usikkerhed og kan meget vel blive revideret. I prognosen skønnes overskuddet på formueindkomst at aftage fra det høje niveau i 2008. Overskuddet på søtransport presses af lavere verdenshandel og øget konkurrence og ventes også at falde de nærmeste år. Den indenlandske efterspørgsel skønnes at vokse lidt langsommere end i udlandet, så overskuddet på varehandel med udlandet stiger gradvis frem mod udgangen af 2011. Det trækker det samlede betalingsbalanceoverskud svagt opad i prognosen, jf. tabel 9.

Pengemarkedet under den finansielle krise og pengeinstitutternes udlånsrenter

Steen Ejerskov, Statistisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Smidig finansiering mellem bankerne i pengemarkedet er en central forudsætning for et velfungerende finansielt system med udlån til kreditværdige virksomheder og husholdninger. Væsentlige friktioner i pengemarkederne globalt, også i Danmark, har ført til højere finansieringsrenter for bankerne, og dette slår igennem på udlånsrenterne over for kunderne.

Især små og mellemstore banker har været ramt af højere finansieringsrenter. De store banker har krævet en højere rente for udlån til mindre banker. Samtidig er spredningen mellem bankernes renter blevet større. Den væsentlige merrente for de små og mellemstore banker er bemærkelsesværdig set i lyset af garantien for bankindsud i Bankpakke I. En normalisering af markedsforholdene sker meget trægt til trods for ekstraordinære tiltag fra Nationalbanken og de omfattende redningspakker.

Kreditrammer, der blev strammet under forværringen af krisen i september 2008, er generelt ikke lempet efter garantien. Usikkerhed om kreditforholdene og egen likviditetssituation gør, at banker fortsat hamstrer likviditet. Kreditvurderingen af banker er påvirket af deres grundlæggende struktur og de langsigtede indtjeningsforventninger, mens kun nogle enkeltstående gældsudstedelser kan opnå en kreditvurdering svarende til statens, der står bag garantien. Yderligere kan juridisk risiko i tilfælde af konkurser have bidraget. Endelig kan nogle banker udnytte de svækkede konkurrenceforhold og mindre bankers afhængighed af pengemarkedet til at styrke deres position.

I første afsnit beskrives problemerne i det danske pengemarked. Afsnittet indledes med den internationale baggrund. Andet afsnit behandler forskelle mellem store og mindre banker, der er blevet forstærket af øget markedssegmentering under krisen. Konsekvenserne for udlånsrenterne over for virksomheder og husholdninger beskrives i tredje afsnit.

DET DANSKE PENGEMARKED UNDER KRISEN

En kraftig nedkøling af finansieringen mellem bankerne i pengemarkederne har spillet en central rolle under den finansielle krise.¹ Bankers eksponering over for det amerikanske marked for huslån (især den mindst kreditværdige del, subprime-markedet) begyndte i august 2007 at påvirke de snævert forbundne globale pengemarkeder, også det danske. En væsentlig usikkerhed om kvaliteten af bankernes udlån og andre aktiver resulterede i usikkerhed om kreditværdigheden mellem banker. Som modvægt til den forværrede kvalitet af aktiverne har bankerne reduceret deres kredit- og likviditetsrisiko og øget efterspørgslen efter likviditet (især kortfristede indskud mellem banker). Bl.a. er bankernes kreditrammer for usikrede indskud i andre banker generelt blevet reduceret for individuelle banker og grupper af modparter.

Situationen kan sidestilles med en hamstring, hvor efterspørgslen stiger voldsomt, og de, der har likviditet, holder fast i den. Markedskræfterne svækkes, og det er svært at finde en pris, der kan balancere udbud og efterspørgsel. Bekymringen for kreditforholdene har således ført til en dyb og vedholdende likviditetskrise. Det betød bl.a., at merrenten for usikret frem for sikret kortfristet finansiering mellem bankerne steg markant fra nogle få basispoint (hundrededele procent) til 50-100 basispoint i august 2007, jf. figur 1.

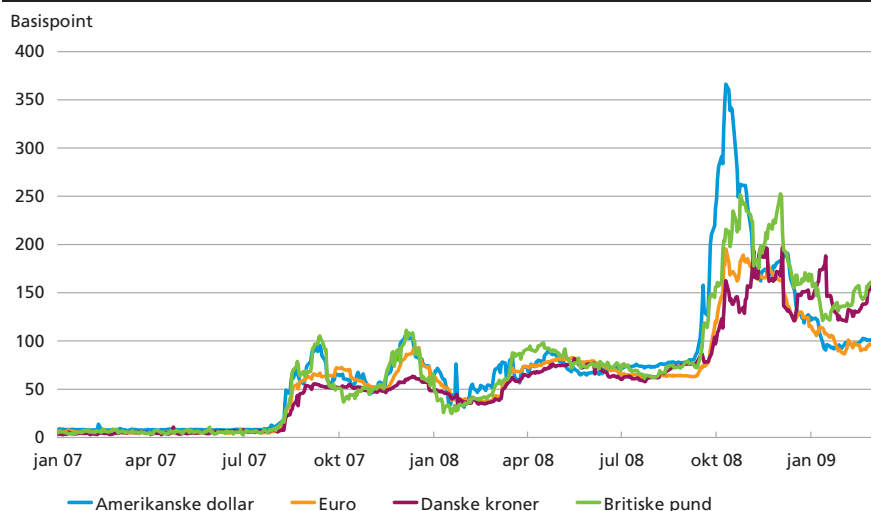
Uroen blev forværret fra midten af september 2008, efter at den amerikanske investeringsbank Lehman Brothers indgav konkursbegæring. Oplevelsen af, at en meget stor og forgrenet bank kan gå konkurs uden en afviklingsplan fra myndighederne, forstærkede bekymringen for modparternes kreditværdighed.

Det har ført til et pres på bankerne for at sikre finansiering med længere horisont og bedre modsvarer løbetiden på udlånene til virksomheder og husholdninger, men det er vanskeligt at realisere. Tidligere var usikret finansiering i det danske pengemarked på 2-3 måneders løbetid relativt udbredt, også for små og mellemstore banker. Nu er usikret finansiering over en uges løbetid vanskelig. Banker, der låner ud i pengemarkedet, ønsker en kort løbetid. Det slog igennem på omsætningen i helt korte dag-til-dag-lån, som steg fra 10-20 mia.kr. før krisen til 20-30 mia.kr. i 2. halvår 2007. Sikrede indskud, dvs. finansiering fra andre banker mod sikkerhed i værdipapirer, på løbetider længere end en måned sker fortsat, men der er ikke sket en mærkbar forøgelse af omsætningen i det sikrede frem for det usikrede pengemarked. De samlede indskud

¹ En generel gennemgang af den finansielle krises kronologi og redningspakker findes i Den internationale finansielle krise, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2008.

RENTEFORSKEL MELLEM USIKREDE OG SIKREDE 3-MÅNEDERS INDSKUD

Figur 1



Anm.: Renten på 3-måneders renteswap er anvendt som sikret rente. Dagsdata. Sidste observation er 3. marts 2009.
Kilde: Bloomberg.

mellem danske banker, både sikrede og usikrede, faldt omkring 10 pct. i 2008.

Pengemarkederne er blevet mere segmenterede under den finansielle krise, og det er blevet vanskeligere for danske banker at skaffe udenlandsk finansiering. Der er sket et fald i pengemarkedsforretninger på tværs af landegrænser, jf. ECBs Money Market Study 2008. Banker foretrækker at låne til hjemlige banker og angiver, at de har bedre information om deres finansielle styrke under de nuværende forhold. Nogle enheder med likviditetsoverskud i bankgrupper reducerer eksterne udlån væsentligt under den finansielle krise for at kunne levere likviditet til resten af gruppen. Bankerne angiver, at markedsefficiensen generelt er reduceret under krisen.

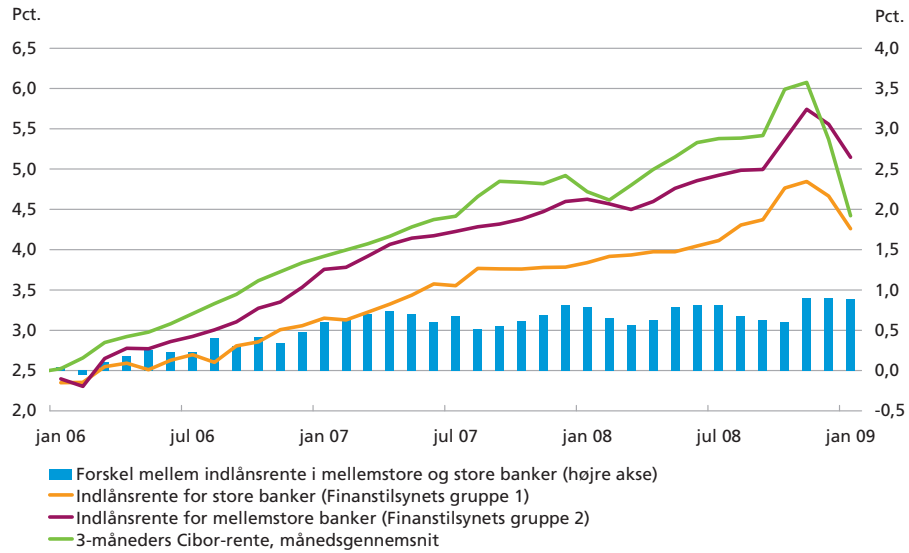
FINANSIERINGSRENTERNE ER STEGET MEST FOR DE MINDRE BANKER

De usædvanlige markeds- og konkurrenceforhold i pengemarkedet har især ramt små og mellemstore banker med finansieringsbehov i pengemarkedet. Mellemstore banker i Danmark har i de sidste to år betalt en højere pengemarkedsrente end de store banker, jf. figur 2. Efter konkursbegæringen fra Lehman Brothers og forværringen af krisen i september og oktober 2008 er denne merrente for de mellemstore banker steget yderligere.

Samtidig er volatiliteten i finansieringsrenterne steget markant, og spredningen mellem renterne for små og mellemstore banker er blevet

MERRENTE FOR MELLEMSTORE BANKER

Figur 2

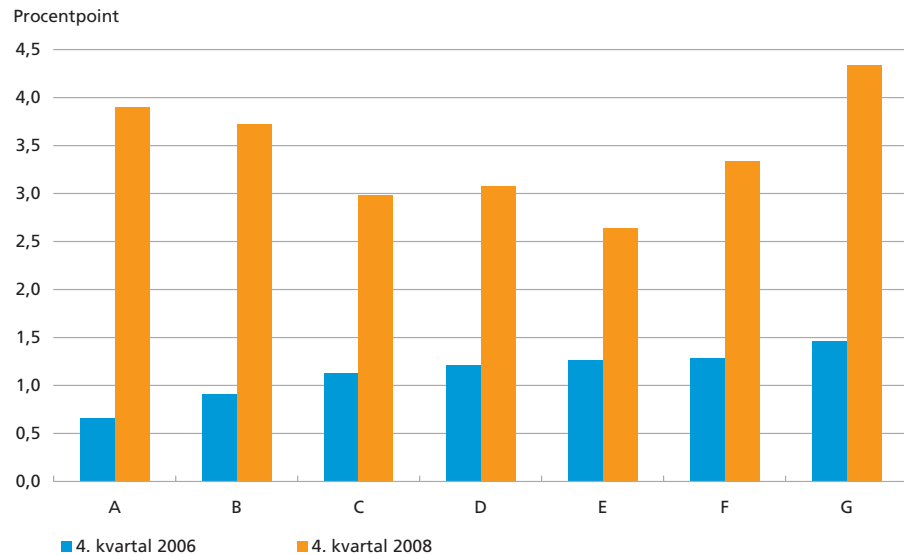


Anm.: Finanstilsynets gruppe 1 består af Danske Bank, Nordea, Jyske Bank, Sydbank og FIH Erhvervsbank, mens Finanstilsynets gruppe 2 dækker Amagerbanken, Arbejdernes Landsbank, Fionia Bank, Forstædernes Bank, Roskilde Bank, Ringkjøbing Landbobank, Alm. Brand Bank, Vestjysk Bank, Nykredit Bank, Sparbank Vest, Spar Nord og Sammenlutningen Danske Andelskasser. I 2008 kom Roskilde Bank under afvikling, og Forstædernes Bank blev købt af Nykredit. De er derfor udeladt. Nationalbankens rentestatistik dækker kun få banker i Finanstilsynets gruppe 3. Rentestatistikken dækker både sikrede og usikrede indskud på alle løbetider, mens CIBOR er en referencerente for usikrede indskud på en specifik løbetid. Månedssdata. Sidste observation er januar 2009.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

MERRENTE FOR UDVALGTE MELLEMSTORE BANKER I 2006 OG 2008

Figur 3



Anm. Indlånsrente for syv udvalgte banker fra Finanstilsynets gruppe 2 fratrukket gennemsnit i Finanstilsynets gruppe 1. Gennemsnit for 4. kvartal 2006 og 4. kvartal 2008. Bankerne vises i anonymiseret form.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

større. En række af disse, der har væsentlige finansieringsbehov i pengemarkedet, betaler nu op til 3-4 pct. mere for pengemarkedsindskud end gennemsnittet blandt de store banker, mens merrenten var under 1,5 pct. i slutningen af 2006, jf. figur 3. I begyndelsen af 2006 var merrenten for de mellemstore banker tæt på nul. For de fem største banker i Finanstilsynets gruppe 1 har spredningen mellem renterne ikke udvidet sig mærkbart under den finansielle krise.

Den fortsat betydelige merrente for de mindre banker er bemærkelsesværdig set i lyset af garantien for simple indskud i Bankpakke I, der blev vedtaget af Folketinget 10. oktober 2008. Langt størstedelen af indskuddene har udløb før garantiens ophør.

Til trods for de omfattende redningspakker og ekstraordinære tiltag fra Nationalbanken, jf. boks 1, sker fremskridt i pengemarkedet tilsyneladende trægt. Det kan der være flere årsager til.

Selv med statsgarantien for indskud udestår der en langvarig proces med at genskabe grundlæggende kreditværdighed og lavere risikopræmier. En markant forskel mellem usikrede og sikrede pengemarkedsrenter forventes ifølge de implicitte forwardrenter i pengemarkedet at strække sig ind i 2010. Kreditrammer, der blev strammet efter Lehman Brothers' konkursbegæring, er i mange tilfælde endnu ikke lempet efter indførelsen af garantien for indskud. Der er tilsyneladende fortsat frygt mellem bankerne for yderligere væsentlige konkurser med komplekse forgreninger. Usikkerhed om kreditforholdene og egen likviditetssituation gør, at bankerne fortsat hamstrer likviditet og kun udlåner på de korteste løbetider eller mod sikre værdipapirer. De banker, der kan rejse finansiering fra udenlandske banker, kan tage en merpris for at låne likviditet videre i det danske marked.

Flere effekter kan forstærke pengemarkedets problemer. Stigende usikkerhed om den finansielle styrke hos andre banker som følge af manglende indsigt i kvaliteten af aktiverne (asymmetrisk information) får finansieringsrenten til at stige for at opveje den højere risiko. Hvis finansieringsrenten bliver tilstrækkeligt høj, kan finansieringen af nogle sunde aktiver blive for dyr for ellers solide banker. Det kan få disse banker til at reducere deres finansieringsbehov i pengemarkedet og sælge aktiver. Banker med mere risikable aktiver vil typisk acceptere en højere rente, der matcher den højere risiko, og vil derfor fortsat deltage i pengemarkedet (adverse selection). Denne mekanisme resulterer i et yderligere fald i den gennemsnitlige kreditværdighed i pengemarkedet, jf. fx Heider, Hoerova og Holthausen (2009). Forstærkede effekter fra asymmetrisk information vil typisk betyde mest for lån fra udenlandske banker.

Desuden vejer den midlertidige garanti ikke tungt i bankers kreditvurdering hos bureauer som Standard & Poor's og Moody's, som ofte ligger

til grund for fastsættelse af kreditrammer. Vurderingen er påvirket af bankens grundlæggende struktur (fx balancestruktur, forretningsmodel, markedsposition osv.) og de langsigtede indtjeningsforventninger. Kun nogle enkeltstående gældsudstedelser kan opnå en kreditvurdering svarende til statens, der står bag garantien.

Yderligere kan tekniske årsager, som fx den på det tidspunkt forestående regnskabsopgørelse til årsafslutningen for 2008, have bidraget noget til de vedvarende høje risikopræmier.

Endelig kan nogle banker udnytte de svækkede konkurrenceforhold og mindre bankers afhængighed af pengemarkedet til at styrke deres position.

CENTRALBANKERNE HAR OVERTAGET EN DEL AF PENGEMARKEDETS FUNKTION

Boks 1

For at modgå nedkølingen i pengemarkedet har en række centralbanker reduceret nøglerenterne væsentligt og tilbyder betydeligt mere likviditet end normalt, både på de normale korte løbetider og ekstraordinær likviditet på længere løbetider.

I Danmark har bankerne øget låntagningen i Nationalbanken fra omkring 100 mia.kr., før uroen startede i sommeren 2007, til mellem 200 og 300 mia.kr. i 2008.¹ Desuden er antallet af deltagende banker i Nationalbankens udlån steget. Små og mellemstore banker, som under normale forhold udelukkende henter likviditet i pengemarkedet, har skaffet likviditet i Nationalbankens pengemarkedsoperationer i 2008.

Nationalbanken tilbyder desuden, ligesom centralbankerne i en række andre lande, ekstraordinært likviditet i dollar og euro. Det er globale reservevalutaer, som danske banker har brug for til daglige transaktioner med kunder og for egne formål. Strømmene i fx et dollarpengemarked, der normalt er meget likvidt, dybt og vidt forgrenet, er væsentligt hæmmede af den øgede markedssegmentering under krisen.

Nationalbanken har endvidere midlertidigt udvidet belåningsgrundlaget i pengemarkedsoperationerne. Dette er sket i flere lande for at udvide adgangen til likviditet og lette presset på at afhænde mindre likvide aktiver. I Danmark dækker udvidelsen særlige låneobligationer udstedt af banker, bankernes overskydende lovmæssige solvens samt aktier og andre typer værdipapirer.

Ud over centralbankernes tiltag har myndigheder i en lang række lande implementeret bankredningspakker med indskydergaranti, garanti af bankers gæld og rekapitalisering for at modgå usikkerhed om kreditværdighed i pengemarkedet og stimulere bankernes evne til at finansiere kreditværdige virksomheder og husholdninger.

Centralbankernes rolle må forventes at blive reduceret, når pengemarkederne begynder at fungere mere normalt. Et eksempel på, at disse overvejelser sker løbende, er ECBs genudvidelse af dag-til-dag-rentekorridoren til 2 procentpoint i januar 2009, der styrker bankernes incitament til at bruge markedet frem for centralbankens faciliteter.

¹ En del af den øgede låntagning skyldes dog øget statsobligationsudstedelse i 2008 og deraf følgende reduktion i penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken.

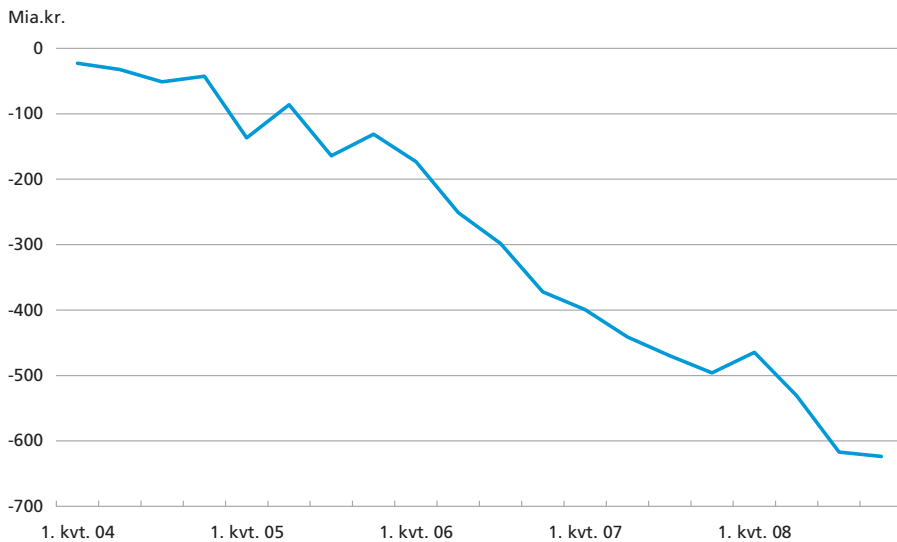
BETYDNING FOR BANKERNES UDLÅNSRENTER

Afhængigheden af finansiering i pengemarkedet, især fra udlandet, er steget markant for danske banker i de seneste år. Tidligere er danske bankers udlån i store træk blevet finansieret af indlån fra virksomheder og husholdninger. Siden slutningen af 2004 er udlånet imidlertid vokset væsentligt hurtigere end indlånet, jf. figur 4. Indlånsunderskuddet er dækket af øget finansiering i pengemarkedet og udstedelse af gældsinstrumenter. Afhængigheden af pengemarkedsfinansiering har gjort bankerne sårbare, især over for ændringer i udenlandske bankers evne og vilje til finansiering. I de seneste fire år er der sket en støt stigning i andelen af indskud fra udenlandske banker i mellemstore danske banker, fra ca. 30 pct. i begyndelsen af 2004 til omkring 50 pct. i begyndelsen af 2008, jf. figur 5. I 4. kvartal 2008 faldt den udenlandske andel markant til omkring 35 pct. Udenlandske bankers indskud er faldet i en række små og mellemstore banker. Roskilde Banks kollaps i juli-august 2008 gav danske banker negativ international opmærksomhed og bidrog til at gøre udenlandske banker mere tilbageholdende.

Likviditetskrisen påvirker bankernes evne til at yde lån til virksomheder og husholdninger og har en væsentlig effekt på renten og andre vilkår for lånene. Problemerne i pengemarkedet kan dermed forstærke konjunkturedgangen. De betyder desuden, at gennemslaget fra pen-

INDLÅNSOVERSKUD

Figur 4



Anm.: Forskellen mellem danske bankers samlede udlån og indlån fra virksomheder og husholdninger. Konsolideret for danske bankers udenlandske enheder. Kvartalsdata. Sidste observation er 4. kvartal 2008.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

ANDEL AF UDENLANDSKE PENGEMARKEDSLÅN I MELLEMSTORE BANKER

Figur 5



Anm.: Andel af indskud i banker i Finanstilsynets gruppe 2, der kommer fra udenlandske banker. Roskilde Bank og Forstædernes Bank er udeladt. Der er korrigeret for udenlandske filialer. Kvartalsdata. Sidste observation er 4. kvartal 2008.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

gepolitiske ændringer til virksomheder og husholdninger sker mindre effektivt.

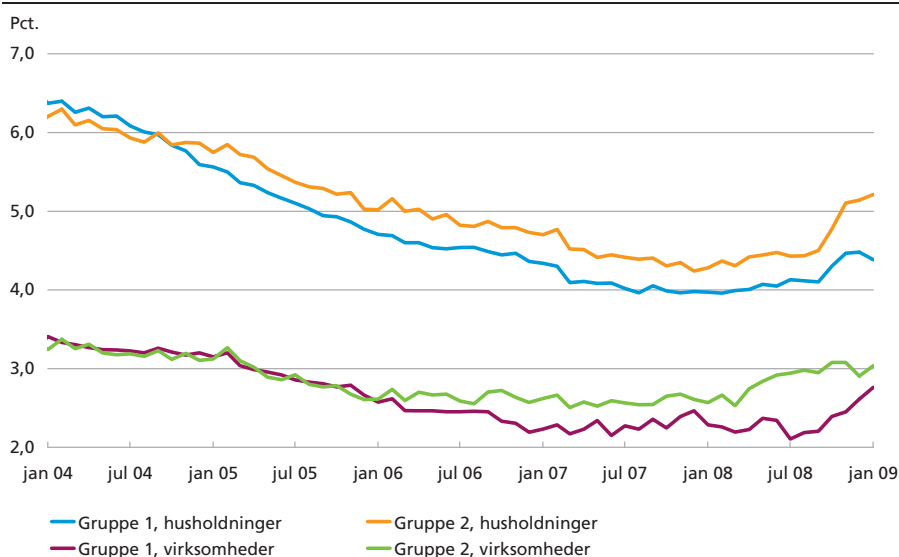
Bankernes rentemarginal over for virksomheder og husholdninger er steget i 2. halvår 2008. Den er steget mest i de mindre banker, der også har haft den største stigning i finansieringsomkostningerne i pengemarkedet. Sammenhængen blev også udtrykt af bankerne i Nationalbankens udlånsundersøgelse for 4. kvartal 2008, hvor de mellemstore banker indikerede en markant stramning af kreditpolitikken over for kunderne og angav, at finansieringsomkostningerne havde bidraget væsentligt.

Rentemarginalen over for husholdninger er steget omkring 0,7 pct. for mellemstore banker i 2. halvår 2008, mere end dobbelt så meget som for de store banker, jf. figur 6. Rentemarginalen over for virksomheder steg mest for de mellemstore banker i 1. halvår 2008, men samlet i 2008 er marginalen steget omtrent lige meget for store og mellemstore banker.

Finansieringsomkostningerne er imidlertid ikke eneste parameter bag prisen på lånet, også andre forhold som fx graden af sikkerhedsstillelse, kautionering og hæftelse i aftalerne med kunderne har betydning. Desuden kan stigningen i rentemarginalen ikke kun tilskrives krisen på pengemarkedet. I en normal konjunkturaftatning er der mekanismer, der typisk medfører en stigning i rentemarginalen, fx øget risikopræmie som

RENTEMARGINAL FOR HUSHOLDNINGER OG VIRKSOMHEDER

Figur 6



Anm.: Forskel mellem udlåns- og indlånsrenter fordelt på banker i Finanstilsynets gruppe 1 og 2. Månedssdata. Sidste observationer er januar 2009.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

modvægt mod højere sandsynlighed for tab på kunder i en lavkonjunktur.

AFSLUTNING

Pengemarkedet har spillet en central rolle under den finansielle krise. Usikkerhed om kreditværdigheden mellem banker og bankernes egen likviditetssituation har ført til øget efterspørgsel efter likviditet og stigende finansieringsomkostninger. De usædvanlige markeds- og konkurrenceforhold i pengemarkedet har især ramt de små og mellemstore banker. De store banker har krævet en højere rente for udlån til mindre banker.

Den væsentlige merrente for de små og mellemstore banker i de seneste tre måneder til trods for garantien for bankindsud i Bankpakke I er bemærkelsesværdig. Processen mod normalisering af pengemarkedet sker meget trægt til trods for de ekstraordinære tiltag.

Kreditrammer, der blev strammet under forværringen af krisen i september 2008, er generelt ikke lempet efter garantien. Kreditvurderingen af en bank er påvirket af dens grundlæggende struktur og de langsigtede indtjeningsforventninger. Desuden kan nogle banker udnytte de svækkede konkurrenceforhold og mindre bankers afhængighed af pengemarkedet.

LITTERATUR

Danmarks Nationalbank (2008), Den internationale finansielle krise, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Danmarks Nationalbank (2009), Udlånsundersøgelsen 4. kvartal 2008, januar.

Danmarks Nationalbank (2009), *Finansiel Stabilitet*, 2. halvår.

ECB (2008), *Financial Stability Review*, december.

ECB (2009), *Euro Money Market Study 2008*, februar.

Heider, Florian, Marie Hoerova og Cornelia Holthausen (2009), Liquidity hoarding and interbank market spreads: The role of counterparty risk, papir præsenteret på konferencen Central Bank Liquidity Tools i Federal Reserve Bank of New York, 19.-20. februar.

Lund, Jakob Windfeld (2007), Uro på de finansielle markeder, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

Automatiske stabilisatorer

Jan Overgaard Olesen og Ann-Louise Winther, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

I den nuværende situation, hvor mange lande er udsat for en stærk konjunkturedgang, er der stor opmærksomhed omkring betydningen af de automatiske stabilisatorer i det offentlige budget. Det skyldes grundlæggende to hensyn. For det første indebærer de automatiske stabilisatorer, at det offentlige budget forværres under en konjunkturedgang. Det kan begrænse det finanspolitiske råderum især i de lande, som i forvejen har et stort offentligt underskud eller en stor offentlig gæld. For det andet vil de automatiske stabilisatorer bidrage til at mildne konjunkturedgangen. Det skyldes, at der via forværringen af de offentlige finanser automatisk foretages en finanspolitisk lempelse i en situation, hvor der er mangel på efterspørgsel. Det kan mindske behovet for egentlige – diskretionære – finanspolitiske lempelser. I den sammenhæng er det vigtigt at kende styrken af de automatiske stabilisatorer og hastigheden, hvormed de virker.

Lidt forenklet består de automatiske stabilisatorer af de poster i det offentlige budget, som automatisk – dvs. uden ændringer i eksisterende love eller regler – reagerer på konjunkturudsving. Det drejer sig først og fremmest om indtægterne fra skatter og afgifter og udgifterne til indkomstoverførsler. I en konjunkturedgang med faldende produktion og indkomster samt stigende ledighed vil skatteindtægterne automatisk falde, mens udgifterne til arbejdsløshedsunderstøttelse automatisk vil stige. Det afbøder konjunkturedgangen ved at øge de private disponible indkomster i forhold til, hvad de ellers ville have været. Under et konjunkturopsving vil de automatiske stabilisatorer tilsvarende stabilisere den økonomiske aktivitet, fordi stigende skatteindtægter og faldende udgifter til indkomstoverførsler dæmper væksten i de private disponible indkomster. Det svarer til en automatisk stramning af finanspolitikken.

I artiklen undersøges betydningen af de automatiske stabilisatorer i forhold til dels konjunkturpåvirkningen af det offentlige budget, dels stabiliseringen af den økonomiske aktivitet over for konjunkturudsving. Der indledes med en generel beskrivelse af det offentlige budgets konjunkturfølsomhed, herunder en sammenligning med andre OECD-lande. Konklusionen er, at det offentlige budget i Danmark er meget konjunkt-

turfølsomt og også mere konjunkturfølsomt end i andre lande. Det afspejler det høje skattetryk og den høje kompensationsgrad for overførselsindkomster, som bevirker, at de automatiske stabilisatorer virker forholdsvis stærkt i Danmark. En del af forklaringen er dog også, at den diskretionære eller aktive del af finanspolitikken i høj grad har tilpasset sig den aktuelle konjunktursituation, idet finanspolitikken typisk har været lempelig i en konjunkturedgang og stram i en konjunkturopgang. Det har været med til at øge det offentlige budgets konjunkturfølsomhed.

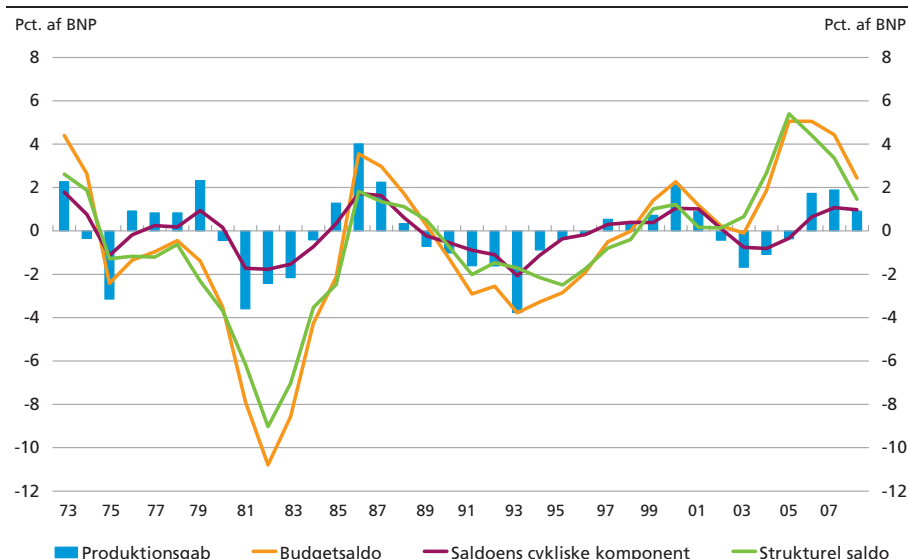
I den resterende del af artiklen fokuseres på betydningen af de automatiske stabilisatorer. Det sker ved inden for rammerne af Nationalbankens makroøkonometriske model MONA at analysere budget- og aktivitetseffekterne af stød til det private forbrug, eksporten og erhvervsinvesteringerne i en situation, hvor den diskretionære finanspolitik fastholdes. Først beregnes effekterne på det offentlige budget af de tre typer af efterspørgselsstød. Herefter analyseres det, i hvor høj grad stødenes påvirkning af den økonomiske aktivitet dæmpes af de automatiske stabilisatorer. Resultaterne viser, at de automatiske stabilisatorer har potentielt stærke og hurtigtvirkende effekter på både det offentlige budget og den økonomiske aktivitet målt ved privat produktion og beskæftigelse. Virkningen afhænger dog afgørende af det underliggende stød til økonomien, idet budget- og aktivitetseffekterne af de automatiske stabilisatorer er betydeligt stærkere og indtræder hurtigere ved ændringer i det private forbrug end ved ændringer i eksporten og investeringerne. Det afspejler, at det private forbrug har et højt indhold af indirekte skatter som moms og punktafgifter, og at de indirekte skatter har stor betydning for styrken af de automatiske stabilisatorer. Resultaterne viser også, at der generelt er stor forskel på effekterne på BNP og effekterne på privat produktion og beskæftigelse. Effekterne på BNP, der normalt anvendes som mål for den økonomiske aktivitet, er typisk små, fordi BNP indregner de indirekte skatter.

DET OFFENTLIGE BUDGETS KONJUNKTURFØLSOMHED

De automatiske stabilisatorer afspejles i det offentlige budgets konjunkturfølsomhed. Under en højkonjunktur bliver de offentlige finanser påvirket positivt af stigende omsætning, beskæftigelse og indkomster i takt med, at skatteindtægterne stiger, og udgifterne til indkomstoverførsler reduceres. Omvendt forværres de offentlige finanser under en lavkonjunktur. Den positive sammenhæng mellem saldoen på de offentlige finanser og konjunktursituationen som målt ved produktionsgabets er tydelig, jf. figur 1.

DEN OFFENTLIGE BUDGETSALDOS KONJUNKTURFØLSOMHED

Figur 1



Anm.: Produktionsgab angiver forskellen mellem faktisk og potentielt BNP og er opgjort i procent af potentielt BNP. Et positivt (negativt) produktionsgab er udtryk for en højkonjunktur (lavkonjunktur). Budgetsaldoens cykliske komponent angiver forskellen mellem den faktiske og den strukturelle budgetsaldo. 2008 er delvis skøn.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, nr. 84, november 2008.

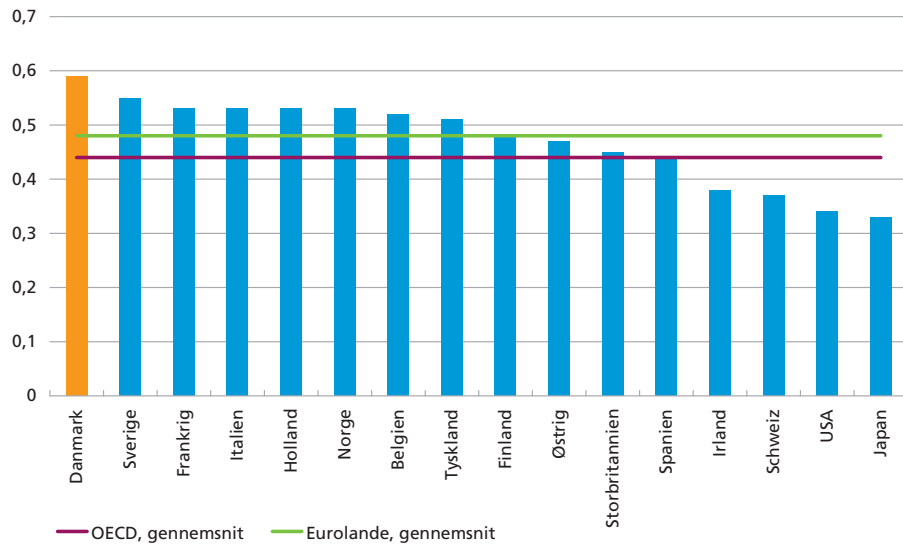
Sammenhængen mellem budgetsaldo og konjunktursituationen kan dog ikke kun henføres til de automatiske stabilisatorer, men hænger også sammen med, at den diskretionære del af finanspolitikken påvirkes af konjunktursituationen. Den diskretionære finanspolitik kan måles ved udviklingen i den såkaldte strukturelle budgetsaldo, jf. Hansen og Knudsen (1999). Den strukturelle eller cyklisk korrigerede budgetsaldo kan lidt forenklet tolkes som saldoen på de offentlige finanser i en situation med et holdbart ledighedsniveau og beregnes konkret ved at korrigere den faktiske budgetsaldo for påvirkningen fra konjunkturudsving samt eventuelle ekstraordinære poster¹. Bortset fra de seneste år har der været en tydelig tendens til, at den diskretionære del af finanspolitikken har været lempelig i en lavkonjunktur og stram i en højkonjunktur, og det har været med til at øge det offentlige budgets konjunkturfølsomhed.

I Danmark reagerer det offentlige budget forholdsvis kraftigt på konjunkturudsving. Det fremgår bl.a. af OECD (2005), der har undersøgt det offentlige budgets konjunkturfølsomhed for en række OECD-lande. De estimerer for hvert land en budgetelasticitet defineret som ændringen i den offentlige budgetsaldo i procent af BNP ved en ændring i produktionsgabet på 1 pct. af BNP, jf. figur 2. For Danmark estimeres en bud-

¹ Fx ekstraordinært store eller midlertidige indtægter fra pensionsafkastbeskatningen eller beskatningen af olie- og gasproduktionen i Nordsøen.

OFFENTLIGE BUDGETELASTICITETER FOR UDVALGTE OECD-LANDE

Figur 2



Anm.: Budgetelasticiteten angiver ændringen i den offentlige budgetsaldo (i procent af BNP) ved en ændring i produktionsgabet på 1 pct. af potentielt BNP.

Kilde: OECD (2005).

getelasticitet på knap 0,6. Det er den største elasticitet blandt OECD-landene og ligger klart over gennemsnittet for såvel OECD-landene som euro-landene. Den stærke konjunkturfølsomhed i Danmark skal ses i lyset af den høje og progressive indkomstbeskatning samt det høje niveau for arbejdsløshedsdagpenge.

OECDs resultater bekræftes bl.a. af en nylig undersøgelse af Blix (2009), som også finder, at det offentlige budget er mere konjunkturfølsomt i Danmark end i andre OECD-lande. Blix (2009) tester endvidere en række hypoteser i forhold til sammenhængen mellem budgetsaldo og konjunktursituationen, herunder om den offentlige saldo reagerer forskelligt på konjunkturopgange og -nedgange. Sidstnævnte synes dog ikke at være tilfældet for Danmark. Til gengæld er der tegn på, at det offentlige budget er mindre konjunkturfølsomt nu end i 1970'erne og første halvdel af 1980'erne, hvilket kan hænge sammen med, at løbende skattereformer har reduceret de marginale indkomstskatter.¹ Budgettets konjunkturfølsomhed kan variere over tid i takt med, at skattesystemet og regler for indkomstoverførsler ændres. Et eksempel i nyere tid er fastfrysningen af ejendomsværdiskatten, som har reduceret den effektive ejendomsværdibeskatning siden 2001, jf. Olesen og Pedersen (2006). Det har mindsket gennemslaget fra boligpriserne på skatteindtægterne.

¹ Resultatet kan ifølge Blix (2009) henføres til en svagere konjunkturfølsomhed i de offentlige indtægter, og ændringen (et strukturelt brud) kan dateres til omkring 1987. Der er ikke stærke tegn på en ændret konjunkturfølsomhed i de offentlige udgifter over perioden 1970-2007.

Ovennævnte studier betragter det offentlige budgets samlede konjunkturfølsomhed, hvor der ikke sondres mellem effekterne fra de automatiske stabilisatorer og effekterne fra en eventuelt konjunkturafhængig diskretionær finanspolitik. Det afspejler, at det i praksis kan være svært at identificere det særskilte bidrag fra de automatiske stabilisatorer til udviklingen i budgetsaldoen, jf. fx Blix (2009) og Caldara og Kamps (2008). I de følgende afsnit fokuseres på effekterne af de automatiske stabilisatorer isoleret set. Det sker ved inden for rammerne af MONA-modellen at analysere budget- og aktivitetseffekterne af tre typer af efterspørgselsstød i en situation, hvor den diskretionære finanspolitik fastholdes. Sådanne beregninger er udtryk for stiliserede eksperimenter, men de gør det muligt at undersøge betydningen af de automatiske stabilisatorer særskilt.

MONA-eksperimenter: budgeteffekterne af konjunkturudsving

I dette afsnit beregnes effekterne på den offentlige budgetsaldo af tre typer af efterspørgselsstød, nemlig et fald i det private forbrug, et fald i eksporten og et fald i erhvervsinvesteringerne. I alle tre eksperimenter rammes efterspørgslen af et eksogent negativt stød i år 1, som har permanente effekter. Tilpasningen i de offentlige indtægter og udgifter over en 5-årig periode beregnes, og resultaterne præsenteres som afvigelser i forhold til et stiliseret grundforløb, der afspejler de aktuelle skatte- og afgiftssatser samt de aktuelle niveauer for overførselsindkomsterne. Størrelsen af efterspørgselsstødet er normaliseret, så den private produktion målt ved bruttoværditilvæksten (BVT) i den private sektor reduceres med 1 pct. i gennemsnit i år 2 og 3. Normaliseringen indebærer, at de tre stød har samme styrke, hvilket gør det muligt at sammenligne påvirkningerne af det offentlige budget. Gennemgangen vil fokusere på forbrugseksperimentet, mens de to øvrige eksperimenter behandles mere summarisk.

Resultaterne for det offentlige budget samt nogle centrale nøgletal fremgår af tabel 1. Det offentlige budget påvirkes meget forskelligt på tværs af de tre eksperimenter, idet effekterne på den offentlige budgetsaldo er klart størst i forbrugseksperimentet. I sidstnævnte tilfælde falder det private forbrug det første år i gennemsnit med lidt over 2,5 pct. i forhold til grundforløbet. Bilkøbet falder noget mindre det første år, men ellers er nedgangen i det private forbrug bredt fordelt på vare- og tjenestegrupper. Forbruget ligger på et permanent lavere niveau i de efterfølgende år. Det lavere forbrug reducerer umiddelbart indtægterne fra de indirekte skatter som fx moms, punktafgifter og registreringsafgiften. Den lavere efterspørgsel fører til et fald i den indenlandske produktion og dermed i indkomsterne, og det får også indtægterne fra de direkte skatter til at falde. Samtidig resulterer den lavere produktion i en lavere beskæftigelse og flere ledige, hvilket øger udgifterne til

EFFEKTER PÅ DET OFFENTLIGE BUDGET AF EFTERSPØRGSELSSTØD FOR ÅR 1-5

Tabel 1

Afvigelse fra grundforløb (promille af BNP)	Forbrugsstød			Eksportstød			Investeringsstød		
	1	2-3	4-5	1	2-3	4-5	1	2-3	4-5
Budgetsaldo	-4,1	-10,1	-11,0	-0,6	-3,2	-4,6	-0,7	-2,1	-2,2
Driftsindtægter	-3,9	-9,0	-10,0	-0,5	-2,6	-4,2	-0,6	-1,6	-1,4
Direkte skatter	-0,6	-1,7	-2,4	-0,3	-1,5	-2,5	-0,2	-0,8	-0,9
Personskatter	-0,4	-1,4	-2,3	-0,2	-1,2	-2,6	-0,1	-0,6	-0,9
Selskabsskat	-0,3	-0,3	-0,1	-0,2	-0,3	0,1	-0,1	-0,2	0,0
Indirekte skatter	-3,3	-7,2	-7,5	-0,2	-1,1	-1,6	-0,4	-0,8	-0,6
Moms	-2,1	-4,5	-4,6	-0,1	-0,7	-1,0	-0,2	-0,4	-0,2
Registreringsafgift	-0,2	-0,8	-0,9	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Punktafgifter	-1,0	-2,0	-1,9	-0,1	-0,3	-0,3	0,0	-0,2	-0,2
Driftsudgifter	0,1	0,5	-0,8	0,1	0,5	-0,2	0,1	0,5	0,4
Overførsler	0,3	1,0	0,7	0,1	0,9	1,2	0,1	0,4	0,4
Dagpenge	0,3	1,1	1,2	0,1	0,9	1,6	0,1	0,5	0,6
Pensioner	0,0	-0,1	-0,5	0,0	-0,1	-0,5	0,0	0,0	-0,2
Subsidier	-0,1	-0,3	-0,4	-0,1	-0,3	-0,4	0,0	-0,1	-0,1
Forbrug, investeringer	0,0	-0,2	-1,1	0,0	-0,1	-1,0	0,0	0,1	0,2
Nettorenteindtægter	-0,0	-0,6	-1,8	-0,0	-0,2	-0,6	-0,0	-0,1	-0,4
Memo:									
BNP	-0,6	-1,3	-1,1	-0,2	-0,6	-0,7	0,2	-0,6	-0,8
BVT i privat sektor	-0,5	-1,0	-0,8	-0,3	-1,0	-1,2	-0,3	-1,0	-1,3
Privat beskæftigelse	-4,7	-17,4	-18,1	-2,3	-15,2	-24,3	-1,7	-7,8	-8,3
Privat timeløn	0,0	-0,3	-0,8	0,0	-0,2	-0,8	0,0	-0,1	-0,3
Forbrugerpriser	0,0	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,2

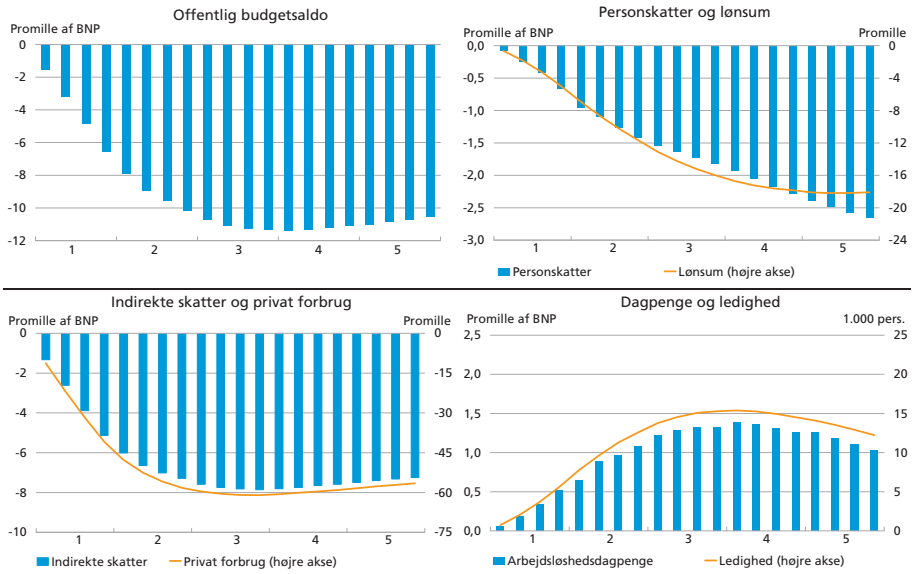
Anm.: For hvert stød viser den første kolonne effekten af eksperimentet det første år, anden kolonne den gennemsnitlige effekt de efterfølgende 2 år, og sidste kolonne den gennemsnitlige effekt i årene 4 og 5. Tabellen viser kun de mest konjunkturfølsomme budgetposter. Memoposter er angivet i afvigelser fra grundforløb i procent, bortset fra beskæftigelsen, som er afvigelse i 1.000 personer.

arbejdsløshedsdagpenge. I det første år forværres budgetsaldoen med omtrent 4 promille af BNP svarende til ca. 7 mia.kr. i 2008-niveau. Budgeteffekterne øges i de efterfølgende år i takt med den gradvise tilpasning i produktion, indkomster og beskæftigelse, og i år 4 og 5 er budgetsaldoen forværret med 11 promille af BNP eller ca. 20 mia.kr. i forhold til grundforløbet. Den betydelige og hurtigtvirkende effekt af et fald i det private forbrug skyldes, at forbrugsvarer typisk er belagt med høje indirekte skatter. Den klart største andel af budgetforværringen kan således henføres til et lavere provenu fra de indirekte skatter, jf. også sammenhængen mellem det private forbrug og de indirekte skatter i figur 3. Nedgangen i provenuet fra de indirekte skatter svarer rundt regnet til tre fjerdedele af den samlede budgetforværring i alle årene.

Provenuet fra de direkte skatter reagerer noget mindre og noget langsommere end provenuet fra de indirekte skatter. Effekten er lille det første år, men øges gradvis, således at provenuet falder med lidt over 2 promille af BNP i år 4 og 5. Det direkte skatteprovenu reduceres i takt

BUDGETEFFEKTER VED ET PERMANENT FALD I DET PRIVATE FORBRUG

Figur 3



Anm.: Afvigelse fra grundforløb. Budgetposter er i promille af BNP i grundforløbet. Privat forbrug og lønsum er i promille af værdien i grundforløbet. Ledighed er afvigelse i 1.000 personer. Figureerne viser det kvartalsvise forløb for årene 1-5.

med, at lavere produktion fører til lavere indkomster, hvilket afspejles i lønsummen, der aftager i takt med den lavere beskæftigelse og den svagere lønudvikling, jf. figur 3.

På udgiftssiden øges de offentlige udgifter til arbejdsløshedsunderstøttelse i takt med den stigende ledighed. Effekten på ledigheden er relativt beskeden det første år, men øges gradvis, og i år 4 og 5 er ledigheden 14.000 personer højere end i grundforløbet. Det er lidt mindre end faldet i beskæftigelsen, hvilket skyldes, at den højere ledighed ledsages af en reduktion i arbejdsstyrken. Stigningen i ledigheden øger i år 4 og 5 udgifterne til arbejdsløshedsunderstøttelse med lidt over 1 promille af BNP eller ca. 2 mia.kr. Det er umiddelbart en lille effekt, når der sammenlignes med påvirkningen af de offentlige indtægter.

Til gengæld reduceres nogle af de øvrige udgiftsposter. Subsidier, der bl.a. omfatter varesubsidier og driftstilskud, vil aftage i takt med den lavere aktivitet. Samtidig vil udgifterne til pensioner og andre typer af overførselsindkomster reduceres. Det skyldes primært, at den svagere lønudvikling mindsker de offentlige overførselsindkomster via satsreguleringsordningen, som regulerer overførslerne i forhold til lønudviklingen på det private arbejdsmarked. Udgifterne til det offentlige forbrug og de offentlige investeringer falder også. Det skyldes en ren pris- og løneffekt, idet forbruget og investeringerne er antaget faste opgjort i mængder. Et fald i det generelle prisniveau betyder imidlertid en lavere

pris på det offentlige køb af varer og tjenester, ligesom den svagere lønudvikling på det private arbejdsmarked smitter af på de offentlige lønninger. Effekterne er tydeligst på længere sigt, hvor nedgangen i den økonomiske aktivitet har haft tid til at påvirke løn- og prisdannelsen.

Faldet i de nævnte udgiftsposter er mærkbart og indebærer, at driftsudgifterne samlet set reduceres lidt i forhold til grundforløbet i år 4 og 5. Effekten fra disse udgiftsposter, som primært kan henføres til indekseringen i forhold til den generelle pris- og lønudvikling, trækker i retning af en forbedring af de offentlige finanser under en lavkonjunktur henholdsvis en forværring af de offentlige finanser under en højkonjunktur. Det dæmper effekterne fra de automatiske stabilisatorer, men i sammenligning med de samlede budgeteffekter er virkningen lille.¹

Hvis efterspørgselsstødet i stedet sker gennem et fald i eksporten, er forværringen af det offentlige budget betydeligt mindre, jf. tabel 1. Det negative stød til eksporten er modelleret som et permanent fald i efterspørgslen på vore eksportmarkeder. Det påvirker især industrieksporten, som i år 1 falder med lidt over 1 pct., mens andre eksportkomponenter falder med 0,5 pct.² Påvirkningen af det offentlige budget er relativt beskeden det første år, men effekten øges gradvis i de efterfølgende år, og i år 4 og 5 er budgetsaldoen forværret med knap 5 promille af BNP i forhold til grundforløbet. Det er under halvdelen af budgeteffekten i forbrugseksperimentet. Den store forskel skyldes, at den indirekte beskatning af eksporten er relativt lav, hvorfor effekten på provenuet fra de indirekte skatter er væsentligt mindre. Påvirkningen af de direkte skatter og arbejdsløshedsunderstøttelsen er omtrent den samme, idet produktion og beskæftigelse påvirkes i nogenlunde samme størrelsesorden som ved et fald i det private forbrug.

I investeringseksperimentet undersøges effekterne af et fald i erhvervenes materielinvesteringer, som det første år falder med lidt over 5 pct. i forhold til grundforløbet. Stødet indebærer, at investeringer og kapitalapparat ligger varigt lavere. Faldet i investeringerne har den mindste effekt på det offentlige budget af de tre eksperimenter, jf. tabel 1. Fra år 2 forringes budgetsaldoen med ca. 2 promille af BNP i forhold til grundforløbet. Den lille effekt skyldes for det første, at den indirekte beskatning af investeringsgoder er relativt lav. For det andet er effekten på

¹ Det er muligt at kvantificere effekterne af pris- og lønindekseringen ved at gentage forbrugseksperimentet med pris- og lønindekseringen i MONA sat ud af kraft. Indekseringen indebærer i år 4 og 5 et fald i de samlede driftsudgifter på 1,6 promille af BNP, svarende til 3 mia.kr. Der vil være en afledt effekt på de offentlige indtægter, som også falder som følge af pris- og lønindekseringen af de offentlige udgifter. Det skyldes fx faldende indtægter fra beskatning af de lavere pensioner. De offentlige indtægter falder med ca. 1,5 mia.kr., således at pris- og lønindekseringen netto forbedrer den offentlige budgetsaldo med 1,5 mia.kr.

² Der ses bort fra eventuelle effekter af en international afmatning på oliepris og renteniveau, som er faste (eksogene) i eksperimentet.

beskæftigelse og ledighed betydeligt mindre end i de andre eksperimenter, hvilket giver et mindre fald i de direkte skatter samt en mindre stigning i udgifterne til indkomstoverførsler. Den svagere effekt på arbejdsmarkedet hænger sammen med, at det eksogent fastlagte fald i materielinvesteringerne mindsker kapitalapparatet, hvilket i sig selv trækker i retning af en lavere produktion. Virksomhederne vil derfor fastholde en større andel af beskæftigelsen som reaktion på faldet i efterspørgslen end i de andre eksperimenter. Det bemærkes i øvrigt, at det offentlige forbrug og de offentlige investeringer i dette eksperiment stiger lidt. Det afspejler, at det lavere kapitalapparat mindsker arbejdskraftproduktiviteten og øger enhedslønomkostningerne trods lavere timelønninger. Denne udbudseffekt øger det generelle prisniveau og dermed også priserne på de varer og tjenester, som den offentlige sektor køber.

AKTIVITETSEFFEKTERNE AF DE AUTOMATISKE STABILISATORER

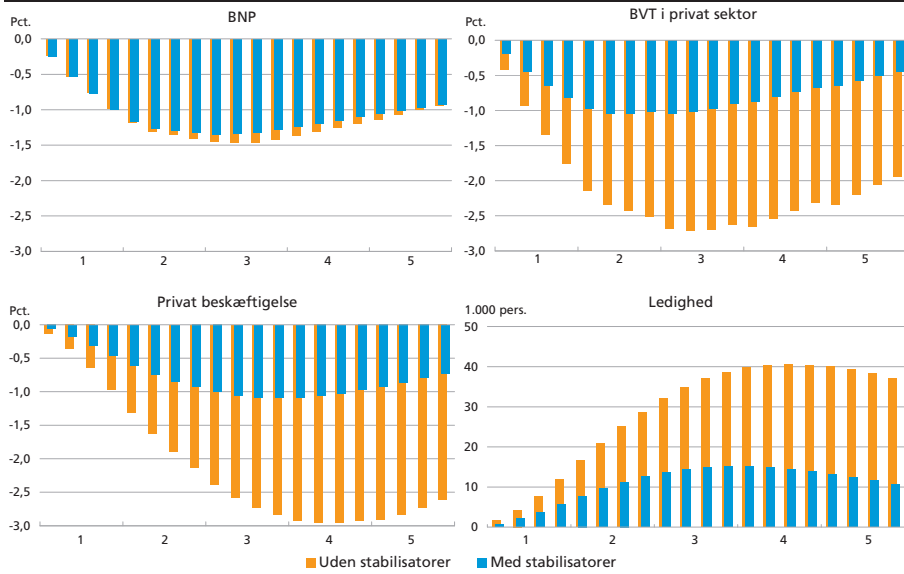
Aktivitetseffekterne af de automatiske stabilisatorer afhænger grundlæggende af, hvor meget de offentlige budgetposter påvirkes, og hvor meget de forskellige budgetposter påvirker den økonomiske aktivitet. Aktivitetseffekterne kan anskueliggøres ved hjælp af MONA-eksperimenter, der tager afsæt i de tidligere resultater. Eksperimenterne i forrige afsnit viste budget- og aktivitetseffekterne af tre typer af efterspørgselsstød i en situation, hvor de automatiske stabilisatorer fik lov til at virke fuldt ud. I dette afsnit suppleres eksperimenterne med en modelberegning af aktivitetseffekterne af de samme stød i en situation, hvor de automatiske stabilisatorer er sat ud af kraft. Forskellen mellem de to scenarier viser effekterne af de automatiske stabilisatorer.

Betragt først eksperimentet, hvor det private forbrug falder. De automatiske stabilisatorer har i dette tilfælde store og umiddelbare effekter på privat produktion, beskæftigelse og ledighed, jf. figur 4 og tabel 2. I år 1, hvor stødet til forbruget indtræffer, bidrager stabilisatorerne isoleret set med et løft i den private produktion på 0,6 pct.¹ I de efterfølgende år øges bidraget fra de automatiske stabilisatorer til omkring 1,5 pct., hvilket skal sammenholdes med, at den private produktion i situationen uden aktive stabilisatorer falder med ca. 2,5 pct. Afdæmpningen af reaktionen i den private produktion mindsker nedgangen i virksomhedernes efterspørgsel efter arbejdskraft, og det stabiliserer samtidig udviklingen i beskæftigelse og ledighed. Fx stiger ledigheden i år 2 og 3 med 12.000 personer, når de automatiske stabilisatorer er aktive, mod en stigning på

¹ Svarende til forskellen mellem faldet i produktionen uden automatiske stabilisatorer (1,1 pct. i forhold til grundforløbet) og faldet i produktionen med stabilisatorer (0,5 pct.), jf. tabel 2.

AKTIVITETSEFFEKTERNE VED ET PERMANENT FALD I DET PRIVATE FORBRUG

Figur 4



Anm.: Afvigelse fra grundforløb. Eksogent og negativt permanent stød til det private forbrug fra år 1. Figurerne viser det kvartalsvise forløb for årene 1-5. Delvis overlappende søjler. De blå søjler viser forløbet med automatiske stabilisatorer, og de gule søjler viser forløbet uden aktive stabilisatorer. Forskellen mellem de gule og de blå søjler viser bidraget fra de automatiske stabilisatorer.

29.000 personer i situationen uden stabilisatorer. Aktivitetsbidragene fra de automatiske stabilisatorer svarer rundt regnet til, at halvdelen af forbrugsstødet elimineres eller opvejes af stabilisatorerne det første år, mens næsten tre fjerdedele af forbrugsstødet opvejes i år 4 og 5.

De automatiske stabilisatorers bidrag til BNP, som ofte anvendes som mål for den økonomiske aktivitet, er derimod beskedne. Årsagen er, at de har to modsatrettede effekter på BNP. På den ene side trækker stabiliseringen af den private produktion i retning af en mindre reaktion i BNP. På den anden side betyder de automatiske stabilisatorer, at provenuet fra de indirekte skatter falder. Da de indirekte skatter indgår i BNP-opgørelsen¹, vil det isoleret set trække i retning af en større reaktion, dvs. et større fald, i BNP. Det er sidstnævnte lidt tekniske effekt, som ikke umiddelbart er relateret til beskæftigelse og produktion, der bevirker, at de automatiske stabilisatorers BNP-bidrag samlet set bliver lille.

Stabilisatorernes stærke og hurtige effekter på aktiviteten i den private sektor kan først og fremmest henføres til bidraget fra de indirekte skatter, jf. boks 1. Det private forbrug beskattes relativt hårdt via moms og punktafgifter, og det indirekte skatteprovenu vil derfor reagere hur-

¹ BNP er en opgørelse af den samlede produktion til markedsværdi, dvs. til markedspriser, der inkluderer indirekte skatter som moms og punktafgifter. BNP fremkommer som bruttoværditilvæksten (BVT) tillagt vare-tilknyttede indirekte skatter og fratrasket vare-tilknyttede subsidier.

DE AUTOMATISKE STABILISATORERS AKTIVITETSEFFEKTER FOR ÅR 1-5

Tabel 2

Afvigelse fra grundforløb (pct.)	Forbrugsstød			Eksportstød			Investeringsstød		
	1	2-3	4-5	1	2-3	4-5	1	2-3	4-5
BNP									
Med stabilisatorer	-0,6	-1,3	-1,1	-0,2	-0,6	-0,7	-0,2	-0,6	-0,7
Uden stabilisatorer	-0,6	-1,4	-1,2	-0,2	-0,7	-0,8	-0,2	-0,7	-0,8
Bidrag	-0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
BVT i privat sektor									
Med stabilisatorer	-0,5	-1,0	-0,7	-0,3	-1,0	-1,1	-0,3	-1,0	-1,3
Uden stabilisatorer	-1,1	-2,5	-2,3	-0,3	-1,3	-1,6	-0,3	-1,2	-1,5
Bidrag	0,6	1,5	1,6	0,0	0,3	0,5	0,0	0,2	0,2
Privat beskæftigelse									
Med stabilisatorer	-0,3	-0,9	-0,9	-0,1	-0,8	-1,3	-0,1	-0,4	-0,4
Uden stabilisatorer	-0,5	-2,2	-2,9	-0,1	-1,0	-1,7	-0,1	-0,5	-0,7
Bidrag	0,3	1,3	1,9	0,0	0,2	0,4	0,0	0,1	0,3
Ledighed (1.000 pers.)									
Med stabilisatorer	3	12	13	2	11	18	1	6	6
Uden stabilisatorer	6	29	39	2	13	23	1	7	10
Bidrag	-3	-17	-26	-0	-2	-5	-0	-2	-4
Aktivitetsmultiplikator									
BNP	-0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	0,2	0,3
BVT i privat sektor	1,4	1,5	1,5	0,5	0,7	1,0	0,4	0,8	1,2
Privat beskæftigelse	0,7	1,2	1,8	0,2	0,5	1,0	0,2	0,6	1,2

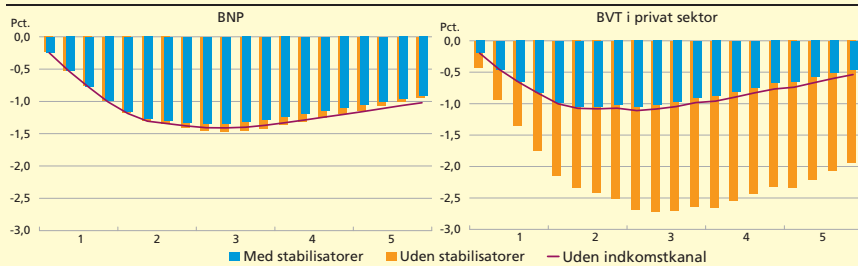
Anm.: Afvigelse fra grundforløb. Gennemsnit for år 2 og 3 samt gennemsnit for år 4 og 5. Afvigelserne er i procent af værdien i grundforløbet for alle variable bortset fra ledigheden (afvigelse i 1.000 personer). "Med stabilisatorer" viser aktivitetseffekterne, når de automatiske stabilisatorer er aktive. "Uden stabilisatorer" viser tilsvarende effekterne, når de automatiske stabilisatorer er sat ud af kraft. "Bidrag" angiver de automatiske stabilisatorers aktivitetseffekt beregnet som effekten med stabilisatorer fratrasket effekten uden stabilisatorer. Aktivitetsmultiplikatoren er beregnet som forholdet (med modsat fortegn) mellem stabilisatorernes bidrag til de anførte variable (målt som afvigelse i procent) og stabilisatorernes budgeteffekt i samme år (ændring i offentlig saldo i pct. af BNP, jf. tabel 1).

tigt og kraftigt på en forbrugsnedgang. Det dæmper påvirkningen af den private produktion. Det lavere provenu fra de direkte skatter samt de større udgifter til indkomstoverførsler bidrager til at stabilisere aktiviteten, men effekten herfra er betydeligt mindre og virker væsentligt langsommere. Det afspejler, at de direkte skatter og indkomstoverførslerne påvirker aktiviteten via de private disponible indkomster og det private forbrug. Denne effekt er træg, dels fordi der går tid, før efterspørgselsændringer slår igennem på de nævnte offentlige budgetposter, dels fordi de disponible indkomster påvirker forbruget med en vis forsinkelse. Samtidig reagerer forbruget ikke fuldt ud på en stigning i de disponible indkomster, fordi en vis andel af indkomststigningen går til øget opsparing. Den forholdsvis beskedne effekt fra de direkte skatter og indkomstoverførslerne viser sig også ved, at budgeteffekterne i forbrugseksperimentet primært stammer fra ændringerne i det indirekte skatteprovenu, jf. forrige afsnit.

STABILISATORERNES AKTIVITETSEFFEKTER I FORBRUGSEKSPERIMENTET

Boks 1

I MONA-modellen påvirker de automatiske stabilisatorer aktiviteten igennem to kanaler, nemlig (1) de indirekte skatter, og (2) de direkte skatter og indkomstoverførslerne, i det følgende betegnet indkomstkanalen. Det er muligt at dekomponere det samlede aktivitetsbidrag fra de automatiske stabilisatorer i effekterne fra de to kanaler ved at supplere med en modelberegning, der viser aktivitetspåvirkningen af et givet efterspørgselsstød i en situation, hvor indkomstkanalen er sat ud af kraft, mens provenuet fra de indirekte skatter tilpasses endogent.

DEKOMPONERING AF AKTIVITETSEFFEKTER – FALD I DET PRIVATE FORBRUG Figur 5

Anm.: Afvigelse fra grundforløb. De blå og gule søjler er som i figur 4. Den røde kurve viser effekterne af et permanent fald i det private forbrug (samme stød som før), når de direkte skatter og indkomstoverførslerne fastholdes, dvs. indkomstkanalen er sat ud af kraft. Forskellen mellem de gule søjler og den røde kurve viser bidraget fra de indirekte skatter, mens forskellen mellem den røde kurve og de blå søjler viser bidraget fra indkomstkanalen.

De automatiske stabilisatorers bidrag til at mindske udsvingene i den private produktion domineres klart af effekterne via de indirekte skatter, jf. figur 5 (højre). På 2-3 års sigt, hvor stabilisatorerne sætter produktionen med i alt 1,5 pct., jf. tabel 2, bidrager de indirekte skatter stort set med hele effekten. Det er først i år 4 og 5, at indkomstkanalen kan anes i tallene. Her bidrager den med et løft i den private produktion på 0,1 pct. ud af en samlet effekt fra de automatiske stabilisatorer på 1,6 pct. Til gengæld kan effekterne på BNP, som dog generelt er små, primært henføres til indkomstkanalen, jf. figur 5 (venstre).

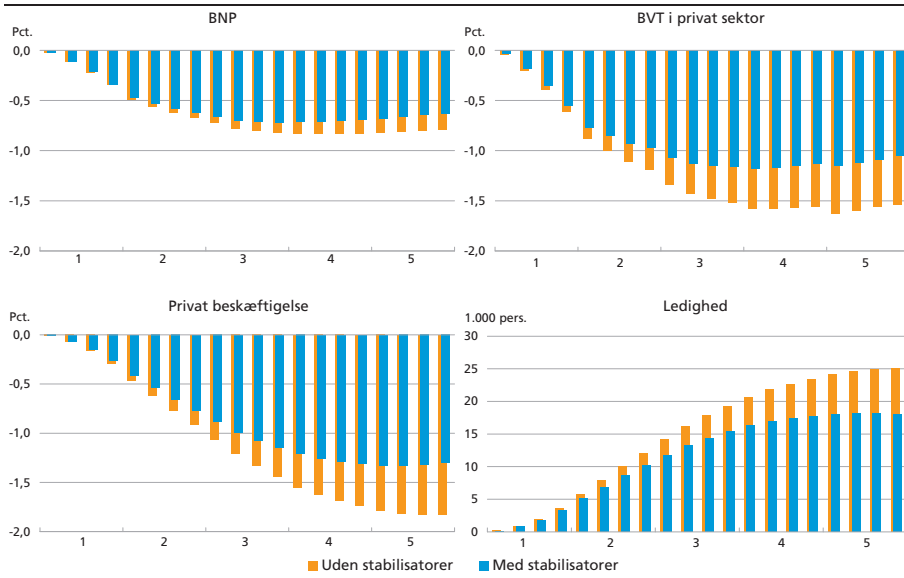
Indkomstkanalen bidrager generelt til at stabilisere aktiviteten, fordi den automatiske tilpasning i de direkte skatter og indkomstoverførslerne dæmper udsvingene i de private disponible indkomster. Den relativt beskedne aktivitetspåvirkning via indkomstkanalen afspejler, dels at effekterne på de nævnte offentlige budgetposter er små, dels at indkomstkanalen virker indirekte på aktiviteten via indkomsteffekter i det private forbrug. Det både dæmper og forsinker aktivitetseffekterne. Den svage aktivitetspåvirkning kan illustreres med et lille regneeksempel. Betragt fx indkomstkanalens effekter i år 2 og 3. I forbrugseksperimentet reduceres de direkte skatter med 0,17 pct. af BNP, mens udgifterne til indkomstoverførsler øges med 0,10 pct. af BNP, jf. tabel 1. Det øger alt andet lige de private disponible indkomster med samlet 0,27 pct. af BNP. I MONA er husholdningernes forbrugstilbøjelighed ud af indkomst omkring 0,1 på kort sigt og 0,4 på langt sigt. Indkomstfordelingen via det offentlige budget øger dermed alt i alt det private forbrug med 0,03-0,11 pct. af BNP, hvoraf effekten er mindst på kort sigt. Det stemmer meget godt overens med det beregnede BNP-bidrag fra de automatiske stabilisatorer (der som nævnt domineres af indkomstkanalen), jf. tabel 2. Med en indirekte beskætnings af det private forbrug på ca. 25 pct. på marginen er effekten på den private produktion (som er ca. halvt så stor som BNP) i omtrent samme størrelsesorden.

FORTSAT	Boks 1
De indirekte skatter stabiliserer aktiviteten ved at mindske gennemslaget på produktion og indkomster af ændringer i efterspørgslen. Effekten er særlig stor i forbrugs-eksperimentet, fordi det private forbrug er belagt med høje indirekte skatter. Dette kan ligeledes illustreres med et lille regneeksempel. Betragt igen effekterne på 2-3 års sigt. Modelberegningerne viser, at når de automatiske stabilisatorer <i>er sat ud af kraft</i>, falder det private forbrug med omtrent 6,5 pct. eller 50 mia.kr. i forhold til grundforløbet (opgjort i mængder). Det påvirker BNP, som er ca. 20 mia.kr. lavere end i grundforløbet, idet en lavere import forklarer forskellen i forhold til faldet i forbruget. Uden automatiske stabilisatorer afspejles BNP-ændringen fuldt ud i den private produktion, som også falder med 20 mia.kr. <i>Betragt nu tilfældet, hvor de indirekte skatter reagerer på forbrugsnedgangen.</i> Ved samme fald i forbruget som ovenfor vil BNP-effekten som udgangspunkt være den samme. Med en indirekte beskatning af det private forbrug på 25 pct. vil provenuet fra de indirekte skatter (opgjort i mængder) nu umiddelbart falde med 12,5 mia.kr. (25 pct. af de 50 mia.kr.) i forhold til grundforløbet. Det dæmper gennemslaget på den private produktion, som i dette tilfælde kun falder med 8,5 mia.kr. (20-12,5). Tilpasningen i de indirekte skatter øger med andre ord den private produktion med 12,5 mia.kr. i forhold til situationen, hvor de automatiske stabilisatorer <i>ikke</i> var aktive. Det svarer rundt regnet til et løft i den private produktion med 1,5 pct., hvilket stemmer meget godt med det beregnede aktivitetsbidrag fra de indirekte skatter, jf. ovenfor. Den begrænsede BNP-effekt via denne kanal illustreres ved, at reduktionen af det indirekte skatteprovenu på 12,5 mia.kr. (som mindsker BNP) modsvarer stigningen i den private produktion (som øger BNP), således at nettoeffekten i dette stiliserede eksempel er nul.	

Den indirekte beskatning af eksporten er forholdsvis begrænset, hvorfor de automatiske stabilisatorer i eksporteksperimentet har en betydeligt mindre og trægere effekt på aktiviteten, jf. tabel 2 og figur 6. Stabilisatorernes effekter på privat produktion og beskæftigelse er svage det første år, men øges gradvis i takt med, at eksportstødet generelt får større effekt, og i årene 4 og 5 løfter de automatiske stabilisatorer den private produktion med 0,5 pct. Det skal sammenholdes med et fald i produktionen på 1,6 pct. i forhold til grundforløbet, når stabilisatorerne er sat ud af kraft. De beregnede aktivitetseffekter svarer til, at stabilisatorerne opvejer fra 10 pct. af eksportnedgangen det første år til knap 30 pct. i år 4 og 5. Dvs. en mærkbar effekt, men først på længere sigt. Lignende resultater fås for beskæftigelse og ledighed. Beregninger viser, at selv om eksporten ikke er belagt med høje afgifter, er det alligevel ændringerne i de indirekte skatter, som har den største aktivitetseffekt. Det hænger sammen med, at nedgangen i eksporten afføder et fald i forbruget via lavere produktion og indkomster, og et lavere indirekte skatteprovenu herfra mindsker – helt analogt til analysen i boks 1 – forbrugets gennemslag på den private produktion. Ligesom i forbrugseksperimentet har de automatiske stabilisatorer små effekter på BNP.

AKTIVITETSEFFEKTERNE VED ET PERMANENT FALD I EKSPORTEN

Figur 6



Anm.: Afvigelse fra grundforløb. Eksogent og negativt permanent stød til efterspørgslen på eksportmarkederne fra år 1. Figurene viser det kvartalsvise forløb for årene 1-5. Delvis overlappende søjler. De blå søjler viser forløbet med automatiske stabilisatorer, og de gule søjler viser forløbet uden aktive stabilisatorer. Forskellen mellem de gule og de blå søjler viser bidraget fra de automatiske stabilisatorer.

Investeringerne har også et relativt lavt indhold af indirekte skatter, og de beregnede aktivitetsbidrag fra de automatiske stabilisatorer minder i det store og hele meget om dem for eksporteksperimentet, jf. tabel 2. Aktivitetseffekterne er en smule mindre i investeringseksperimentet, hvilket afspejler, at effekterne på arbejdsmarkedet i dette tilfælde er mere afdæmpede. Det giver en mindre påvirkning af de direkte skatter og indkomstoverførslerne, hvorfor den stabiliserende effekt på de private disponible indkomster og det private forbrug er mindre.

Lidt mere om opgørelse af aktivitetseffekter

Det forværrede konjunkturbillede både herhjemme og internationalt har øget fokus på effekterne af de automatiske stabilisatorer. Som mål for størrelsen af stabilisatorerne anvendes ofte de estimerede budgeteffekter af forventede konjunkturudsving. Dette giver et bud på de forventede udsving i den offentlige budgetsaldo, men er kun et groft mål for aktivitetseffekterne af de automatiske stabilisatorer. Lidt forenklet kan budgeteffekterne kun bruges som et umiddelbart mål for aktivitetseffekterne, hvis ændringer i den offentlige budgetsaldo har en én-til-én-effekt på den økonomiske aktivitet.

For at illustrere overgangen fra budget- til aktivitetseffekter er der ud fra de analyserede eksperimenter beregnet en række multiplikatorer,

der viser effekterne på BNP, privat produktion og beskæftigelse over forskellige tidshorisonter af en given ændring i den offentlige saldo, jf. tabel 2 nederst. Multiplikatorerne er konkret beregnet som forholdet mellem stabilisatorernes aktivitetsbidrag i et givet år og effekten på den offentlige budgetsaldo i samme år. For et *givet* stød til efterspørgslen kan multiplikatorerne tolkes som aktivitetseffekten fra de automatiske stabilisatorer ved en konjunkturbestemt ændring i den offentlige budgetsaldo på 1 pct. af BNP. Fx vil en konjunkturbestemt forværring af den offentlige budgetsaldo på 1 pct. af BNP, som kan henføres til et fald i forbruget, alt andet lige løfte den private produktion med 1,4 pct. i samme år, som stødet indtræffer.

Det fremgår, at multiplikatorerne typisk er noget forskellige fra 1, og at der er betydelige forskelle bl.a. på tværs af eksperimenter og aktivitetsmål. BNP-multiplikatorerne er generelt meget små. Det illustrerer, at budgeteffekterne kan afvige betydeligt fra aktivitetseffekterne af de automatiske stabilisatorer. Det er endvidere vigtigt at sondre mellem de underliggende årsager til en konjunkturedgang, herunder de underliggende stød til efterspørgslen, i en vurdering af den stabiliserende effekt på aktiviteten fra de automatiske stabilisatorer.

LITTERATUR

Blix, Mårten (2009), Are automatic stabilisers immune from asymmetries and extreme events?, ECB, mimeo.

Caldara, D. og C. Kamps (2008), What are the effects of fiscal policy shocks? A VAR-based comparative analysis, ECB, *Working Paper*, nr. 877.

Hansen, Niels Lynggård (1999), Cyclicalities of the Danish Government Budget, Banca d'Italia, Proceedings from a workshop on Indicators of structural budget balances.

Hansen, Niels Lynggård og Dan Knudsen (1999), Måling af finanspolitikken, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

OECD (2005), Measuring cyclically-adjusted budget balances for OECD countries, *Working Paper*, nr. 434.

Olesen, Jan Overgaard og Erik Haller Pedersen (2006), Boligmasse og boligskat – et regionalt perspektiv, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

Udviklingen i europæisk værdipapirafvikling

Nikolaj Hesselholt Munck, Betalingsformidlingskontoret

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

I Europa foregår afvikling af indenlandske værdipapirhandler billigt og effektivt gennem nationale systemer. Derimod er det væsentligt dyrere og besværligere at afvikle grænseoverskridende handler. Det hæmmer den udvikling af et indre kapitalmarked i EU, der var forventet i forbindelse med introduktionen af euroen. I takt med stigende grænseoverskridende finansiel aktivitet i Europa er den manglende effektivitet blevet tydeliggjort, og der er derfor iværksat flere initiativer for at forbedre mulighederne for integration inden for værdipapirafvikling i Europa. Eurosystemet arbejder på en række tiltag, herunder etableringen af et fælleseuropæisk afviklingssystem for værdipapirer, Target2-Securities, T2S.

Artiklen beskriver T2S-projektet og den betydning, denne fælles afviklingsplatform kan få for de danske deltagere. Med udgangspunkt i det generelle arbejde på området i EU beskrives baggrunden og de økonomiske perspektiver bag T2S. Herefter gives en overordnet teknisk gennemgang af T2S og det videre forløb af projektet.

OMKOSTNINGER VED VÆRDIPAPIRAFVIKLING I EUROPA

Omkostningerne forbundet med afvikling af en værdipapirhandel er ofte vanskelige at opgøre præcist og dermed også svære at sammenligne på tværs af de enkelte værdipapircentraler i Europa. Flere studier har forsøgt at måle disse omkostninger, dels i et forsøg på at sammenligne niveauet lande imellem, dels med det formål at kvantificere omkostningerne ved afviklingen af grænseoverskridende handler. De enkelte studier anvender forskellige metoder, men de viser alle, at de direkte omkostninger forbundet med afviklingen af nationale værdipapirhandler i EU er på niveau med fx USA, mens de direkte afviklingsomkostninger for grænseoverskridende handler i gennemsnit er 11 gange højere end for de nationale værdipapirhandler. Det er også tilfældet i Danmark, hvor afvikling af en national handel i Værdipapircentralen, VP, er væsentligt billigere end en tilsvarende grænseoverskridende handel gennem VPs

forbindelse til den internationale værdipapircentral Euroclear. En af hovedforklaringerne på denne forskel er, at afviklingen af værdipapirhandler stadig er meget fragmenteret i Europa med forskellige nationale tekniske standarder, juridiske forhold mv. I både privat og offentligt regi arbejdes der derfor på tiltag, som skal reducere disse omkostninger.

EU-INITIATIVER INDEN FOR VÆRDIPAPIRAFVIKLING

I forbindelse med indførelsen af euroen nedsatte Europa-Kommissionen en gruppe bestående af eksperter fra den finansielle sektor, kaldet Giovannini-gruppen. Gruppen har siden lanceringen af euroen analyseret fragmenteringen af de europæiske kapitalmarkeder, hvilket har ført til to rapporter om værdipapirafvikling i henholdsvis 2001 og 2003, der begge har dannet baggrund for Kommissionens initiativer på området.

Giovannini-gruppen identificerede i sin rapport fra 2001 15 barrierer for et effektivt marked for afvikling af grænseoverskridende værdipapirhandler. Barriererne blev inddelt i tre hovedområder: Tekniske barrierer og markedspraksis, skattemæssige barrierer samt juridiske barrierer. Disse barrierer modvirker ifølge rapporten dannelsen af et indre marked for værdipapirafvikling i EU. I gruppens anden rapport fremsættes forslag til, hvordan barriererne kan fjernes, således at der indføres ensartede tekniske standarder, markedskonventioner, etc. Harmoniseringen af lov- og skattemæssige barrierer er de nationale regeringers og Kommissionens ansvar, mens harmoniseringen af tekniske standarder, markedskonventioner mv. er den finansielle sektors ansvar.

Kommissionen har på baggrund af en offentlig høring om de identificerede barrierer nedsat tre ekspertgrupper: En overordnet gruppe, der skal overvåge fremskridtene med fjernelsen af barriererne, Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts, CESAME, og to undergrupper, der skal behandle de juridiske og skattemæssige problemer.

CESAME ledes af Kommissionen og består overvejende af repræsentanter fra den private finansielle sektor herunder værdipapircentraler. Ud over at overvåge de generelle fremskridt i fjernelsen af barriererne og rådgive Kommissionen herom fik CESAME også mandat til at organisere indsatsen for fjernelsen af barriererne i privat regi. Arbejdet med fjernelsen af de tekniske barrierer for markedspraksis går fremad, jf. boks 1, mens fjernelsen af de skattemæssige og juridiske barrierer fortsat kun er på et indledende stadie.

I erkendelse af at harmonisering af værdipapirafvikling i EU havde længere udsigter end først anslået, vedtog Kommissionen i sommeren 2006 at lave en aftale med deltagerne i infrastrukturen, Code of Conduct, CoC, som beskrevet i boks 2.

PRIVATE INITIATIVER PÅ VÆRDIPAPIRAFVIKLINGSOMRÅDET	Boks 1
Ud over Kommissionens og eurosystemets initiativer på værdipapirafviklingsområdet arbejder det internationale kommunikationsnetværk SWIFT, den europæiske forening for værdipapircentraler ECSDA, den europæiske bankforening FBE og de to europæiske internationale værdipapircentraler Euroclear og Clearstream med integrationen. Euroclear konsoliderer afviklingen gennem fusioner med de nationale værdipapircentraler fra Storbritannien, Frankrig, Holland, Belgien, Sverige og Finland. Euroclear anvender en fælles platform for værdipapirafvikling, Single Settlement Engine, SSE. SSE startede i produktion i Frankrig i 2006, og ifølge Euroclear vil alle gruppens værdipapircentraler benytte SSE i 2010. Clearstream, der består af værdipapircentralerne i Tyskland og Luxembourg, har taget initiativ til Link Up Markets, hvor otte værdipapircentraler i Europa samarbejder om grænseoverskridende afvikling af værdipapirhandler. Link Up Markets vil gøre det muligt for hver af de deltagende værdipapircentraler at registrere og afvikle samtlige værdipapirer udstedt i alle centralerne i samarbejdet, og i henhold til Link Up Markets' beregninger vil det blive muligt at tilbyde grænseoverskridende afvikling op til 80 pct. billigere end i dag. Ud over Clearstream omfatter samarbejdet værdipapircentralerne i Danmark, Schweiz, Grækenland, Spanien, Østrig, Cypern og Norge.	

Et væsentligt skridt i retning af harmonisering af værdipapirhandel i Europa tog Den Europæiske Centralbank, ECB, i sommeren 2006, da planerne om at etablere et fælleseuropæisk system til afvikling af værdipapirhandler, T2S, blev annonceret. I det følgende gives en overordnet teknisk beskrivelse af T2S og en vurdering af den betydning, T2S vil få for danske deltagere.

CODE OF CONDUCT	Boks 2
Kommissionen foreslog oprindeligt, at der skulle udarbejdes et rammedirektiv for værdipapirafvikling i EU, hvilket mødte en del modstand blandt markedsdeltagerne. Kommissionen besluttede i stedet at udarbejde en CoC, som bl.a. værdipapircentralerne skulle tilslutte sig. CoC opstiller betingelser med hensyn til gennemsigtighed vedrørende priser og serviceydelser, fælles standarder, fair adgangskrav, opdeling af serviceydelser og regnskabsmæssig separation. Aftalen skal sammen med reglerne i MiFID direktivet, der liberaliserer børsområdet, være med til at sikre en bedre konkurrence og nemmere adgang på tværs af de forskellige systemer. Aftalen trådte i kraft ved udgangen af 2006. I 2007 blev der udarbejdet en strategi for opnåelse af fælles standarder, og opdelingen af serviceydelser og regnskabsmæssig separation blev implementeret ved udgangen af 2007. Generelt anses CoC at have virket efter hensigten. Det er dog fortsat vanskeligt at sammenligne priser på tværs af værdipapircentraler som følge af deres forskellige prisstruktur, til trods for at deres brancheorganisation ECSDA har forsøgt at gøre det.	

TARGET2-SECURITIES

Ideen bag T2S er opstået i forbindelse med, at eurosystemet analyserede to mulige modeller for en fælleseuropæisk afvikling af værdipapirhandlery. For det første den integrerede model, som anses for den mest effektive til håndtering af penge- og værdipapirafvikling, idet hele afviklingen sker på én og samme platform, integreret i samme system. For det andet den såkaldte interface-model, hvor afviklingen af værdipapirdelen af handlen foregår i en værdipapircentral, mens pengedelen afvikles i centralbanken, hvilket kan være mindre effektivt, særligt ved grænseoverskridende værdipapirhandel.

Anvendelse af en integreret model er ensbetydende med outsourcing af håndteringen af centralbankpenge til værdipapircentralerne, hvilket flere centralbanker i euroområdet havde betænkeligheder ved. Afvikling i centralbankpenge er beskrevet i boks 3. Løsningsforslaget blev derfor at insource værdipapirafviklingen i et fælles system, T2S, med eurosystemet som ejer. Centralbankerne i Tyskland, Italien, Frankrig og Spanien er i fællesskab blevet udpeget til at stå for den tekniske udvikling og efterfølgende drift af T2S.

Etableringen af T2S forventes på mange måder at komme til at virke som en katalysator for harmoniseringen af værdipapirafvikling inden for EU, idet den betyder ét fælleseuropæisk system til afvikling af værdipapirer. Endvidere vil det fulde udbytte af T2S kræve standardisering og selv være med til at skabe det, idet T2S vil udstille forskelle i de nationale lovgivninger på området.

Det er frivilligt for værdipapircentralerne, om de vil deltage i T2S. T2S er ikke en egentlig værdipapircentral, og de eksisterende nationale værdipapircentraler skal virke som indgang for markedsdeltagerne. Der er tale om en teknisk platform for værdipapircentraler, der yder afviklingsservice, og hvor potentielt alle værdipapirer udstedt inden for EU kan blive afviklet. Det er forventningen, at T2S går i luften i 2013.

AFVIKLING I CENTRALBANKPENGE

Boks 3

Ved afvikling af betalinger i centralbankpenge menes, at betalinger afvikles på konti i centralbanken, hvor modtager af betalinger har en fordring på centralbanken, og afsender har enten et indskud i centralbanken eller mulighed for at låne i centralbanken mod sikkerhed. Ved at anvende centralbankpenge reduceres kredit- og likviditetsrisici væsentligt i betalings- og afviklingssystemer, og internationale standarder anbefaler, at systemisk vigtige betalings- og værdipapirafviklingssystemer afvikler i centralbankpenge, eller i noget, der er lige så sikkert.

Afvikling på Target2-Securities

Siden ECB annoncerede etableringen af T2S, har ECB drøftet udformningen med repræsentanter for værdipapircentraler og deres deltagere, hovedsageligt større banker og centralbanker. Med udgangspunkt i disse drøftelser er der udarbejdet et sæt grundprincipper og brugerspecifikationer for T2S, som vil udgøre hjørnestenene i den videre udvikling af platformen.

Princippet bag afviklingen i T2S er, at hver værdipapircentral outsourcer væsentlige dele af administrationen af sine deltageres værdipapirdepoter til T2S-platformen. Dog med undtagelse af landespecifikke detailinformationer og corporate actions, såsom rente- og udbyttebetalinger, der fortsat vil blive håndteret nationalt. Der er forskel på detaljeringsgraden af kundeinformationer i de enkelte værdipapircentraler, herunder hvorvidt de opererer med enkeltinvestorkonti, som den danske værdipapircentral, eller samler investorernes beholdninger på samlekonti, således at enkeltinvestorernes depoter ikke er registreret i en værdipapircentral, men hos depotbanker. Ligeledes er der forskel på, hvilke ekstra serviceydelser den enkelte værdipapircentral tilbyder. De nationale værdipapircentraler vil stadig beholde de juridiske relationer til deres deltagere. På samme måde vil værdipapirerne stadig være underlagt den nationale lovgivning gældende for den værdipapircentral, hvorigennem de er udstedt.

Systemet vil bygge på principperne bag infrastrukturen fra det fælles-europæiske betalingssystem i euro Target2, og på at penge og værdipapirer bliver afviklet på samme tekniske platform. T2S vil også kunne håndtere afvikling i andre valutaer end euro. Opbygningen af T2S er illustreret i boks 4, der viser afviklings- og informationsflow mellem de involverede parter og platformen.

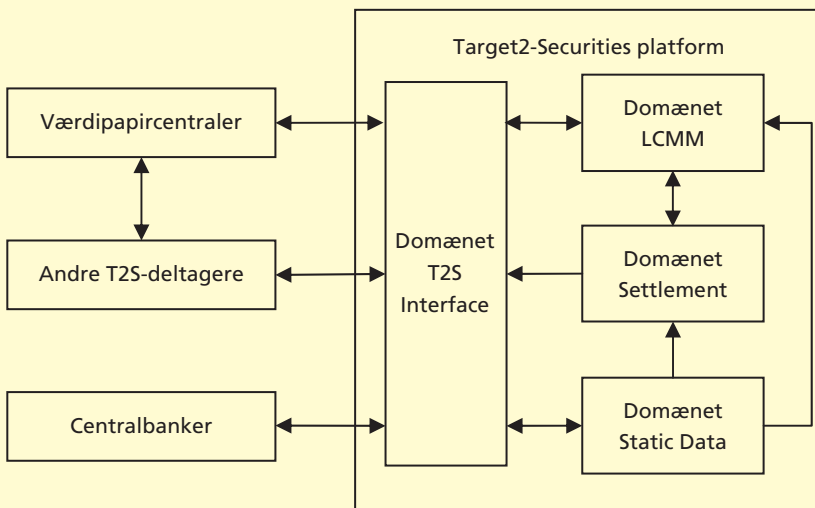
Hovedparten af deltagernes handelstransaktioner vil blive forsøgt afviklet gennem fuld multilateral nettoafvikling i natlige afviklingskørsler aftenen før valørdag. I dagtimerne får deltagerne desuden mulighed for at afvikle handler enkeltvis i realtid, såkaldt realtidsbruttoafvikling. Denne afviklingsform er mere likviditetskrævende end nettoafvikling, og for at mindske likviditetsbehovet opererer T2S derfor med en række likviditetsbesparende funktionaliteter. Disse optimeringsfaciliteter søger kontinuerligt at forbedre afviklingen fx ved at afvikle flere handler samlet, som ikke kan afvikles enkeltvis.

Det er forventningen, at T2S vil skabe mulighed for en betydelig netting af eurobetalinger på pengesiden af afviklingen, såfremt deltagere har store eurodebiteringer fra én værdipapircentral og store eurokrediteringer fra en anden på samme tidspunkt. Hvis en deltager ligeledes afvikler det samme værdipapir gennem flere værdipapircentraler med

OPBYGNINGEN AF T2S

Boks 4

I T2S betegnes de centrale funktionaliteter domæner. Domænet T2S Interface er det centrale kontakttled mellem værdipapircentralerne og andre deltagere og selve platformen. Det er her alle informationer og instruktioner fra og til T2S passerer. Domænet Static Data indeholder alle nødvendige stamdata på aktiver til afvikling på T2S. Opdateringen af disse stamdata bliver varetaget af den værdipapircentral, det pågældende aktiv er udstedt gennem. Herudover opretter de enkelte centralbanker pengekonti på T2S-platformen til deres deltagere til brug for afviklingen. Afviklingsforløbet af en instruktion bliver varetaget i domænet Life Cycle Management and Matching, LCMM, der styrer hele processen, fra en instruktion indgår til T2S, og til den er afviklet. Afviklingen sker i domænet Settlement. Her bliver indestående på afviklingskonti og depoter kontrolleret og opdateret.



Selve afviklingen foregår ved, at værdipapircentralen eller en anden T2S-deltager instruerer T2S om detaljerne for en afvikling. Der kan være tale om en handel, en depotflytning, corporate action som udbetaling af udbytte, et aktielån osv. Instruktionen sendes til LCMM via T2S Interface. Her bliver informationerne valideret i forhold til stamdata, og ved handel bliver instruktionen matchet med den modgående instruktion, og overensstemmelse mellem købers og sælgers oplysninger kontrolleres. LCMM sender derefter den konsoliderede afvikling videre til Settlement. Her foregår opdateringen af de pågældende værdipapirdepoter og selve afregningen på modparternes pengekonti. Efter at afviklingen er afsluttet, afsender Settlement en status til T2S Interface, som giver T2S-platformens endelige opdateringer videre til de relevante værdipapircentraler, centralbanker og evt. andre T2S-deltagere for videre behandling.

forbindelser til hinanden, såsom de danske papirer i Euroclear, vil T2S også føre til en større nettingeffekt i afviklingen end de enkelte nationale systemer isoleret set.

I T2S bliver det muligt at stille værdipapirer til sikkerhed for likviditet i afviklingen på tilsvarende vis, som det kendes fra sikkerhedsretten i

Danmark. Dette inkluderer både værdipapirer, som deltageren allerede har i sit depot, og den automatiske sikkerhedsstillelse, der giver deltagerne mulighed for at stille værdipapirer til sikkerhed allerede i den afviklingsblok, hvor værdipapirerne modtages.

Afviklingen vil understøtte straight-through-processing (STP), hvilket følger gældende internationale standarder. Ligeledes vil afviklingen sikre samtidig udveksling af værdipapirer og penge, såkaldt delivery-versus-payment (DvP).

Lavere priser for grænseoverskridende afvikling

Et af eurosystemets mål med T2S er, at det skal være muligt at gennemføre grænseoverskridende afvikling lige så billigt og effektivt som indenlandsk afvikling. Dette forudsætter, at hver værdipapircentral etablerer såkaldte links ved at oprette konti hos de øvrige deltagende centraler. Det vil samtidig gøre det muligt for værdipapircentralernes kunder at samle alle deres værdipapirer på ét depot hos én værdipapircentral efter deres valg og dermed effektivisere deres værdipapirhåndtering og likviditetsstyring.

Ifølge eurosystemets beregninger vil de direkte omkostninger pr. afviklingsinstruktion blive i omegnen af 10 eurocent. Et mere forsigtigt estimat er 15 eurocent, hvilket eurosystemet i øjeblikket forventer at kunne garantere de værdipapircentraler, som tilslutter sig tidligt. Disse estimater afhænger af, hvor meget afvikling der kommer til at ske igennem T2S, herunder hvordan omfanget af værdipapirhandlen vil udvikle sig, og i hvor høj grad værdipapircentralerne vælger at tilslutte sig T2S.

VP har efter ønske fra de danske markedsdeltagere givet tilsagn om at ville deltage med euro såvel som kroner og forventer at afvikle på T2S-plattformen gennem samlekonti, mens de danske enkeltinvestorkonti opretholdes i VP. Nationalbanken har i forbindelse med en eventuel flytning af kroneafviklingen til T2S tilkendegivet at være villig til at outsource håndteringen af centralbankkonti i kroner til T2S, således at kroneafviklingen fortsat sker i centralbankpenge.

Betydningen af Target2-Securities for danske deltagere

Når T2S realiseres, vil det medføre en lettelse af handlen med danske værdipapirer på det europæiske marked. T2S vil reducere fragmenteringen af afviklingsleddet og derigennem øge effektiviteten og sikkerheden i afviklingen, samt fremme integrationen af de europæiske kapitalmarkeder. Herudover kan T2S lette mobiliseringen af udstedernes værdipapirer som sikkerhed for lån i eurosystemets centralbanker, hvilket vil have en positiv effekt på omsætteligheden. Det vil samtidig blive nemmere for nogle deltagere at håndtere sikkerhedsstillelsen i T2S, idet kon-

solideringen af sikkerhedsgrundlaget potentielt vil binde en mindre mængde værdipapirer.

Under de forudsætninger, som ECB har lagt frem, vil afviklingen som nævnt kunne ske til priser, der er på niveau med dagens indenlandske priser. Ud over at T2S dermed vil føre til lavere direkte omkostninger for danske investorer og pengeinstitutter, vil den mindre fragmentering af afviklingen også betyde reducerede indirekte omkostninger. Dog indebærer tilslutningen til T2S også en række omkostninger for deltagerne.

Ved at reducere omkostningerne for afvikling og strømline afviklingskæden er det hensigten, at T2S på sigt kan være med til at øge den generelle omsættelighed af de europæiske værdipapirer. En øget likviditet vil føre til en skarpere prisdannelse på værdipapirerne og reducerede kapitalomkostninger for udstederne. En øget omsætning vil ligeledes mindske de variable omkostninger og forbedre nettingeffekten i afviklingen.

VP vil via links i T2S kunne registrere værdipapirer fra alle øvrige deltagende centraler, som beskrevet ovenfor. Det vil således være muligt at holde beholdninger fra hele Europa på investorkonti i VP. Kombineret med de lavere omkostninger forbundet med afviklingen af grænseoverskridende handler vil det kunne medføre en reduktion af de danske investors omkostninger ved aktiv håndtering af internationale værdipapirporteføljer, samtidig med at håndteringen lettes.

I Danmark er der på lige fod med andre lande, der deltager i udviklingen af T2S, etableret en national brugergruppe. Gruppen består af de danske markedsdeltagere, VP og Nationalbanken, og varetager de danske interesser i udviklingen af T2S.

Udviklingstendenser

T2S forventes således at have klare fordele for afvikling af danske værdipapirer. Etableringen af T2S og tilpasningen af infrastrukturen vil dog medføre væsentlige udviklingsomkostninger for de danske interessenter. VP og de danske pengeinstitutter vil fx skulle indrette de enkelte systemer og tilpasse procedurer, så de stemmer overens med T2S.

På europæisk niveau er det usikkert, hvordan udviklingen på værdipapirafviklingsområdet frem mod 2013 vil påvirke T2S. Euroclear har annonceret, at de vil tilbyde en User Choice Model, hvor deres deltagere kan vælge, hvorvidt en given handel skal afvikles via T2S eller Euroclears interne Single Settlement Engine, SSE. SSE er beskrevet i boks 1. På tilsvarende måde er en række centrale modparter, CCP'er, i færd med at udbygge deres forretninger, således at et stigende antal regulerede markedspladser og multilaterale handelsplatforme er omfattet af deres ydelser. Disse initiativer indebærer netting af værdipapirhandler og/eller

afvikling uden for T2S og kan derfor føre til en reduktion i antallet af afviklingsinstruktioner, der vil blive sendt til T2S. Dette kan medføre en udhuling af de forventede omkostningsreduktioner i T2S.

LITTERATUR

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

ECB (2008a), Target2-Securities User Requirements.

ECB (2008b), A single currency – An integrated market infrastructure.

ECB (2009), Target2-Securities Functional Design, General Functional Specification.

Europa-Kommissionen (2001), Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union.

Europa-Kommissionen (2003), Second report on EU clearing and settlement arrangements.

Europa-Kommissionen (2008), CESAME Report: The work of the Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts' Group.

Lannoo, K. og Mattias Levin (2001), *The securities settlement industry in the EU – Structure, costs and the way forward*, Centre for European Policy Studies.

Munck, Nikolaj Hesselholt (2009), Europæisk betalings- og værdipapirafvikling, *Finans/Invest*, nr. 1, s. 24-27.

Nera Economic Consulting (2004), The direct costs of clearing and settlement: An EU-US comparison, *City Research Series*, Corporation of London, juni.

Restelli-Nielsen, Peter (2008), VP-afviklingen – det danske system for afvikling af værdipapirhandler, *Finans/Invest*, nr. 8, s. 24-27.

Økonomi- og Erhvervsministeriet og Danmarks Nationalbank (2006), *Aktiemarkedet og globaliseringen*.

Nationalbankens udlånsundersøgelse – Ny statistik over ændringer i penge- og realkreditinstitutternes kreditpolitik

Carina Moselund Jensen og Tania Al-Zagheer Sass, Statistisk Afdeling

INDLEDNING

Nationalbanken offentliggjorde i januar 2009 for første gang resultaterne af en dansk udlånsundersøgelse. Undersøgelsen er en kvalitativ statistik, hvor kreditchefene i en række penge- og realkreditinstitutter vurderer ændringer i låneudbud og -efterspørgsel over det seneste kvartal samt forventede ændringer i det kommende kvartal.

Resultaterne skal ses som et supplement til eksisterende kvantitative statistikker for kreditinstitutternes udlån og renter. Undersøgelsen belyser bl.a. ændringer i institutternes kreditpolitik, dvs. hvorvidt det som låntager er blevet nemmere eller sværere at opnå lån. Den blotlægger ligeledes institutternes begrundelser for at ændre kreditpolitikken og deres forventninger til den fremtidige udvikling på kreditmarkedet.

Artiklen beskriver kort informationsindholdet og anvendelsen af udlånsundersøgelser.

INDFORMATIONSINDHOLDET I UDLÅNSUNDERSØGELSER OG ANDRE LANDES ERFARINGER

Nationalbankens udlånsundersøgelse er inspireret af tilsvarende udenlandske undersøgelser. Den amerikanske centralbank, Federal Reserve, indførte som de første en "Senior Loan Officer Opinion Survey" i 1967. Inden for de seneste 10 år har flere andre centralbanker indført lignende undersøgelser, herunder Bank of Japan (2000), Den Europæiske Centralbank, ECB (2003), Bank of England (2007) og Norges Bank (2007). Disse har vist, at ændringer i kreditpolitikken er tæt korrelerede med realøkonomiske faktorer såsom udlån, forbrug og investeringer. Udlånsundersøgelser er derfor et nyttigt input til fortolkning af kreditudviklingen og den realøkonomiske udvikling. De bruges såvel internt i centralbankerne som eksternt af markedsdeltagerne, analytikere, medier og forskere. Den stigende interesse for udlånsundersøgelser skyldes infor-

mationsindholdet, som ikke er tilgængeligt i de kvantitative statistikker. Undersøgelserne bidrager til en øget forståelse af samspillet mellem kreditmarkederne og konjunkturerne.¹ Interessen understøttes af analyser, der inddrager resultaterne af den amerikanske udlånsundersøgelse. Analyserne har vist signifikante sammenhænge mellem ændringer i kreditpolitikken og realøkonomiske variable som det faktiske udlån, investeringer, forbrug og BNP-vækst.

Flere empiriske undersøgelser viser, at ændringer i kreditpolitikken afhænger af institutternes førte kreditpolitik samt deres forventninger til den fremtidige økonomiske udvikling. Fx viser Lown og Morgan (2002), at der igennem ændringer i kreditpolitikken er en klar vekselvirkning imellem kreditmarkederne og konjunkturerne, hvilket bekræfter sammenhængen mellem kreditsyklus og konjunktursyklus. Samme konklusion fås af Lown og Morgan (2006), der viser, at ændringer i bankernes kreditpolitik har en signifikant betydning for virksomhedernes lagerinvesteringer, som igen har en betydelig effekt på de økonomiske konjunkturer. Undersøgelserne viser dog også, at de faktiske udlån og udviklingen i kreditpolitikken er stærkt korreleret, og sidstnævnte kan derfor have begrænset selvstændig forklaringskraft i en konjunkturmæssig sammenhæng. Udlånsundersøgelserne står alligevel som et stærkt redskab til at analysere årsagerne bag den faktiske kreditudvikling, herunder ikke mindst om en given udvikling i udlån skyldes ændringer på efterspørgsels- eller udbudssiden.

Figur 1 viser ændringer i den rapporterede kreditpolitik og udlånsvæksten for store erhvervsudlån samt recessionsperioder i USA i perioden 1967-2007.

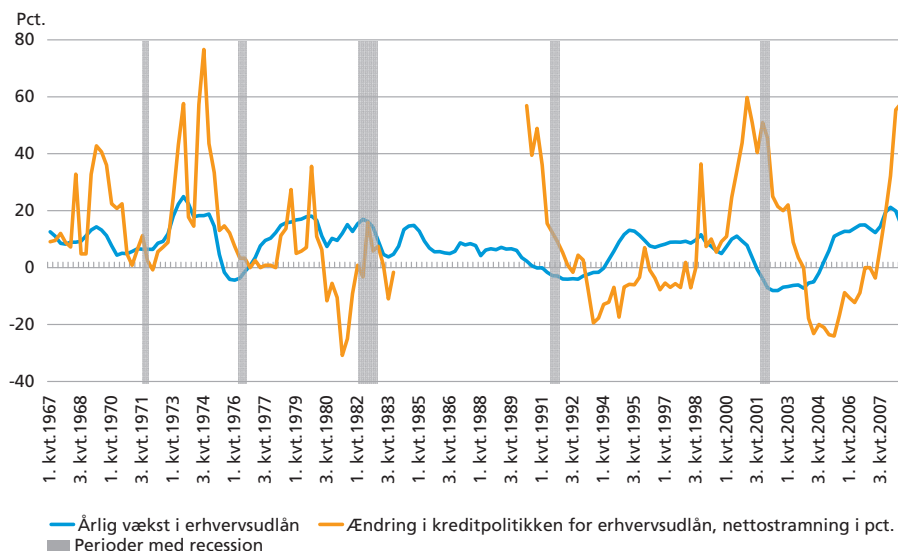
To ting er værd at bemærke. For det første har fire af de fem recessionsperioder været sammenfaldende med kraftige stramninger af bankernes kreditpolitik. For det andet er kreditpolitikken angivet at være strammet tidligere, end faldet i udlånsvæksten kan observeres.

Nationalbanken vil bruge den nye udlånsundersøgelse som et bidrag til at tolke den faktiske udvikling i udlånet samt til at analysere den finansielle stabilitet. Den finansielle sektor har også vist interesse for undersøgelsens resultater i forbindelse med benchmarking og analyse. Undersøgelsen giver mulighed for at sammenligne kredittilstanden på det danske marked med udlandets, og når en tilstrækkeligt lang tidsserie foreligger, forventes data ligeledes at kunne bruges i mere omfattende økonometriske analyser.

¹ For en sammenfatning se fx Berg m.fl. (2005).

ÆNDRINGER I KREDITPOLITIKKEN OG ÅRLIGE VÆKSTRATER FOR ERHVERVSUDLÅN I USA

Figur 1



Anm.: I perioden 1984-90 var spørgsmålet om ændring i kreditpolitikken ikke en del af den amerikanske udlånsundersøgelse.

Kilde: The Federal Reserve System og The Bureau of Economic Analysis.

DE FØRSTE RESULTATER AF NATIONALBANKENS UDLÅNSUNDERSØGELSE

De første resultater af den danske undersøgelse for 4. kvartal 2008 viser, ikke overraskende, at institutterne reber sejlene i en økonomisk situation med nedgangskonjunkturer og finansiell krise.

Udformningen af den danske udlånsundersøgelse er nærmere beskrevet i boks 1.

De danske penge- og realkreditinstitutter angav, at de i 4. kvartal 2008 havde strammet kreditpolitikken ved udlån til erhverv markant, jf. figur 2. På trods af forskelle i opgørelsesmetoder genfindes tendensen med stramninger i udlånspolitikken i de udenlandske udlånsundersøgelser, hvor der også blev strammet i 4. kvartal 2008, især for udlån til erhverv.

I fortolkningen af undersøgelsens resultater er det vigtigt at have i mente, at resultaterne ikke viser ændringer i absolutte niveauer, men alene afspejler ændringerne fra kvartal til kvartal. Som vist i figur 2 kan institutternes stramninger i kreditpolitikken især tilskrives ændret risikobedømmelse, dvs. negative forventninger til den generelle udvikling i økonomien samt en reduktion i deres risikoappetit. Særligt de mellemstore pengeinstitutter i Finanstilsynets gruppe 2 angav, at adgangen og betingelserne for finansiering ledte til stramninger. Institutterne har

UDFORMNINGEN AF NATIONALBANKENS UDLÅNSUNDERSØGELSE

Boks 1

Spørgsmål. Undersøgelsen foretages ved brug af spørgeskemaer, som hvert kvartal besvares af kreditchefen i hvert af de deltagende institutter. Der er to stort set identiske spørgeskemaer, ét som dækker udlån til erhvervsvirksomheder, og ét som dækker udlån til private. Første del af spørgeskemaerne omhandler ændringer i institutternes kreditpolitik. Der ses på, hvilke faktorer der har bidraget til institutternes ændringer i kreditpolitikken, samt hvordan institutterne via deres lånebetingelser og –vilkår har gennemført ændringerne. Anden del af spørgeskemaerne omhandler ændringer i efterspørgslen efter lån fra henholdsvis eksisterende og nye kunder. Formålet er at belyse, hvorvidt ændringer i det samlede udlån er udbuds- eller efterspørgselsbestemte. Sidste del af spørgeskemaerne ser på ændringer i nedskrivninger og tab på udestående lån. Fra tid til anden kan undersøgelsen suppleres med temaspørgsmål, som behandler aktuelle emner.

For hvert spørgsmål er der fem besvarelsesmuligheder "strammet/steget en del", "strammet/steget lidt", "uændret", "lempet/faldet lidt" og "lempet/faldet en del". Besvarelsen foretages både for udviklingen i indeværende kvartal, samt for forventningerne til det kommende kvartal. Besvarelser skal altid foretages ud fra en vurdering af ændringerne fra ét kvartal til det næste og ikke ud fra et langsigtet niveau. Dette gøres for at holde undersøgelsen konsistent og sammenlignelig med de eksisterende udlånsundersøgelser, og fordi det er svært og individuelt for kreditcheferne at vurdere, hvad en langsigtstlige vægt er.

Populationen er valgt, så den afspejler det danske kreditmarked, der er kendetegnet ved en heterogen bankstruktur, og en realkreditsektor, som står for en betydelig andel af det samlede udlån. Populationen består af pengeinstitutterne i Finanstilsynets gruppe 1 og 2, dvs. de 16 største danske pengeinstitutter, samt de fem største realkreditinstitutter.¹ Denne population dækker 74 pct. af udlånet til private og 84 pct. af udlånet til erhverv. Dækningen er høj sammenlignet med de udenlandske undersøgelser.

Beregning af data.² For at sammenfatte undersøgelsens resultater, kvantificeres institutternes svar i netttotal ved at tildele hver af de fem svarmuligheder en værdi, fx "strammet en del" = -100, "strammet lidt" = -50, "uændret" = 0, "lempet lidt" = +50 og "lempet en del" = +100. Nettotallet fås ved at vægte værdien af institutternes svar med deres andel af det samlede udlån:

$$\text{Nettotal} = \sum s_i \cdot v_i$$

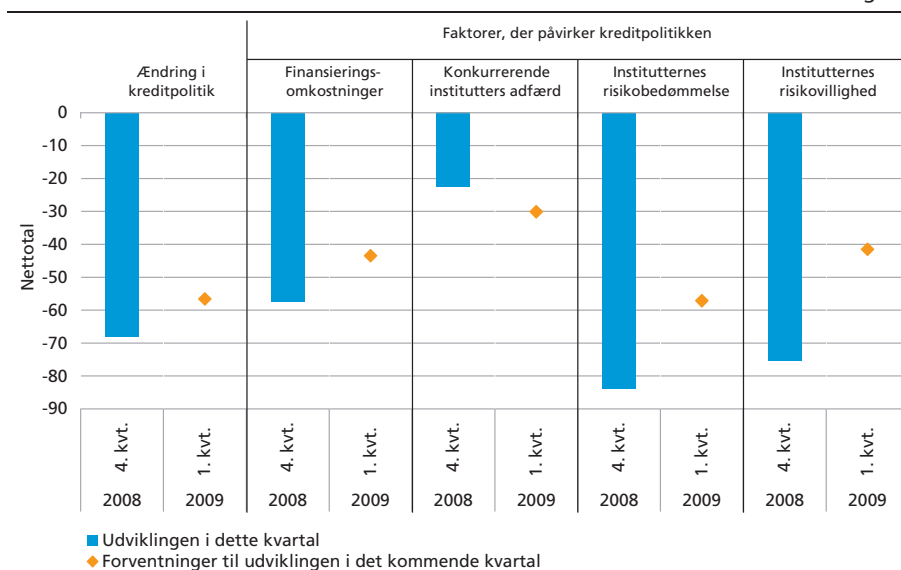
s_i er værdien af institut i 's svar og v_i er institut i 's vægt. Skalaen for nettotallet går fra -100 til +100. Et negativt netttotal svarer til, at institutterne samlet set har strammet kreditpolitikken, således at det som kunde er blevet sværere at opnå lån, mens et positivt netttotal betyder, at institutterne samlet set har lempet kreditpolitikken. Fx vil nettotallet være -(+)100, hvis alle institutter svarer, at kreditpolitikken er "strammet (lempet) en del".

¹ Finanstilsynets gruppe 1 for regnskabsåret 2008 består af: Danske Bank, Nordea Bank Danmark, Jyske Bank, Sydbank og FIH Erhvervsbank. Gruppe 2 består af: Nykredit Bank, Spar Nord Bank, Forstædernes Bank, Amagerbanken, Fionia Bank, Arbejdernes Landsbank, Alm. Brand Bank, Sparbank, Vestjysk Bank, Ringkjøbing Landbobank og Sammenslutningen Danske Andelskasser. De fem største realkreditinstitutter er: Nykredit Realkredit, Realkredit Danmark, Nordea Kredit, BRFKredit og DLR Kredit.

² Beregning af data i den danske udlånsundersøgelse følger Bank of Englands metode, da den nuancerer det samlede resultat ved at anvende alle fem svarmuligheder og er let at forstå og tolke. Alternativt findes ECBs metode, hvor der beregnes nettostramninger, dvs. andelen af institutter, der har strammet kreditpolitikken fratrasket andelen af institutter, der har lempet kreditpolitikken. Ved ECBs metode skelnes der ikke imellem, om institutterne svarer "en del" eller "lidt".

ÆNDRING I KREDITPOLITIKKEN FOR ERHVERVSUDLÅN

Figur 2



primært strammet kreditpolitikken gennem rentestigninger og skærpede krav til sikkerhedsstillelse. Det var i 4. kvartal 2008 institutternes forventning, at de negative udsigter ville fortsætte.

LITTERATUR

Berg, Jesper, Adrian A. Rixtal, Annalisa Ferrando, Gabe de Bondt og Silvia Scopel (2005), The Bank Lending Survey for the Euro Area, ECB, *Occasional Paper Series*, nr. 23, februar.

Lown, Clara S. og Donald Morgan (2002), Credit Effects in the Monetary Mechanism, Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review*, maj.

Lown, Clara og Donald Morgan (2006), The Credit Cycle and the Business Cycle: New Findings Using the Loan Officer Opinion Survey, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 38, nr. 6, september.

Bank of England's Credit Condition Survey

<http://www.bankofengland.co.uk/publications/other/monetary/creditconditions.htm>

Bank of Japan's Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices at Large Japanese Banks

http://www.boj.or.jp/en/type/stat/boj_stat/loos/index.htm

Norges Banks Utlånsundersøkelse

http://www.norges-bank.no/templates/reportroot____68544.aspx

The European Central Bank's Bank Lending Survey

<http://www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html>

The Federal Reserve Bank's Senior Loan Officer Opinion Survey

<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/SnLoanSurvey/>

Den kinesiske økonomi og finanskrisen

Thomas Elkjær, Den danske ambassade i Beijing og Rasmus Tommerup, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

I 2008 markeredes 30-års-jubilæet for begyndelsen på de økonomiske reformer i Kina, og samtidig bliver styrken af den kinesiske økonomi testet af den globale recession. Den stærke langvarige vækst har fordoblet Kinas økonomi knap hvert ottende år de sidste 30 år, og en stor del af den globale vækst de seneste år er kommet fra Kina. I en situation med global recession kunne en fortsat vækst i Kina derfor delvis understøtte den globale økonomi. Den kinesiske økonomis andel af den samlede verdensøkonomi, målt med markedsvälutakurserne, udgør dog i dag kun ca. 7 pct. mod 2,6 pct. i 1980. Til sammenligning udgør Danmark omkring 0,6 pct. og USA omkring 23 pct. af den samlede verdensøkonomi.

Den lange periode med høj vækst har, især i de seneste år, ført til teorier om en mulig "afkobling". Kina blev i første omgang ikke ramt særlig hårdt af den nuværende krise. Men i slutningen af 2008 blev den økonomiske situation forværret hurtigt og markant. Da der samtidig var tegn på en indenlandsk afmatning, reagerede myndighederne hurtigt med en massiv vækstpakke og pengepolitiske lempelser. Myndighedernes evne og vilje til at stimulere økonomien kombineret med den betydelige dynamik, der er i den kinesiske økonomi, betyder, at konjunkturerne i Kina formentligt vender tidligere end i de industrialiserede lande. På det mellemlange sigt er der dog en række strukturelle forhindringer for væksten, herunder afbalancering af væksten mod mere indenlandsk forbrug, og bedre udnyttelse af resurserne, herunder arbejdskraft og miljø, samt reformer af den finansielle sektor. Der er således et stykke vej, før den kinesiske økonomi bliver selv bærende.

KINAS ØKONOMI

Den årlige økonomiske vækst i Kina har de sidste 30 år været gennemsnitligt 10 pct. Samhandlen med udlandet er vokset endnu stærkere. På trods af meget høje investeringer har opsparingen været høj nok til at sikre markante overskud på betalingsbalancen. Det vidner om en dynamisk økonomi, som er blevet hurtigt integreret i verdensøkonomien,

men også en økonomi med stigende ubalancer, hvor væksten er baseret på eksport og investeringer finansieret ved opsparing. Den økonomiske dynamik er resultatet af mange forhold: økonomiske reformer, stærke traditioner for foretagsomhed, åbning mod omverdenen og globalisering.

Mange af reformerne har fokuseret på industrialisering og omfattende privatiseringer, men myndighederne har bevaret kontrollen over nogle sektorer. Statsejede virksomheder skabte således i 1994 82 pct. af værdien i industrisektoren, mens dette tal i 2005 var faldet til 41 pct., ECB (2007). Samtidig blev arbejdsstyrken i de statsejede virksomheder skåret ned fra ca. 80 millioner til ca. 40 millioner gennem afskedigelser, Naughton (2007). Denne udvikling sammen med en gradvis øget adgang for udlændinge til at investere i Kina har ført til, at der er opstået tre meget forskelligartede sektorer: den private, den udenlandsk ejede og den statsejede, som tilsammen udgør ca. to tredjedele af BNP¹. De stats-ejede virksomheder dominerer inputsektorerne (fx råvareudvinding, stål og petrokemi), netværkssektoren (fx transport, kommunikation og el) og banksektoren. De statsejede virksomheder har ikke altid et monopol og drives ofte ud fra et delvis kommercielt hensyn. Disse virksomheder har forholdsvis nem adgang til finansiering og er derfor stærkt repræsenterede i den kapitalintensive tunge industri. De private virksomheder er ofte mindre virksomheder inden for service, handel eller let industri. Disse har ikke den samme adgang til lånefinansiering, og derfor er produktionsvæksten i højere grad sket gennem øget beskæftigelse. Endelig er der den udenlandsk ejede sektor, som står bag over halvdelen af eksportproduktionen og 90 pct. af den højteknologiske eksport, jf. Dragomirs (2008).

Samhandlen

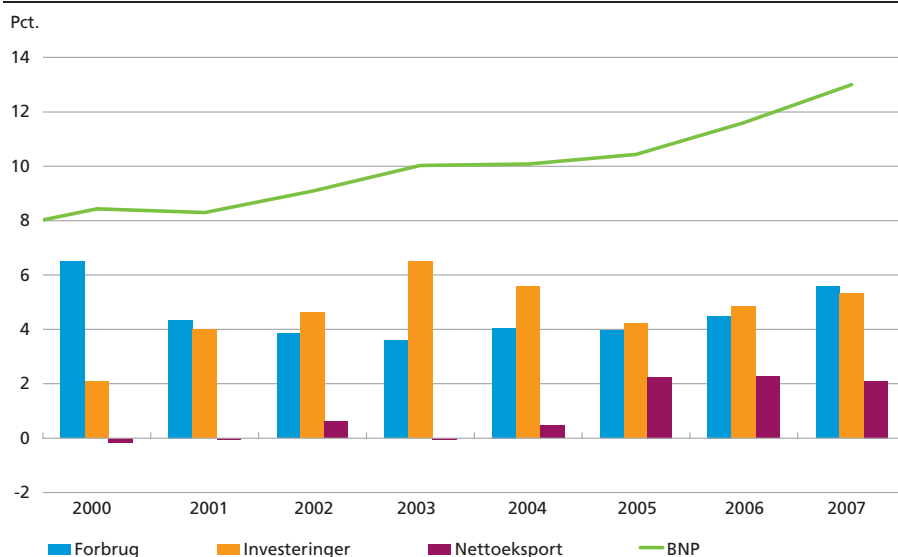
Kina er i dag den tredjestørste eksportør på verdensmarkedet. Den kinesiske vækst beskrives derfor ofte som eksportdrevet, men nettoeksporten har kun bidraget væsentligt direkte til væksten siden 2005, jf. figur 1. Investeringer har umiddelbart været langt vigtigere, mens forbruget, på trods af pæne stigningstakter, ikke har kunnet følge med fremgangen i produktionen.

Globaliseringen har betydet, at Kina langt bedre har kunnet udnytte dets komparative fordel som et land rigt på arbejdskraft, men fattigt på råvarer. Råvarer kan i dag købes globalt og fragtes billigt til Kina for arbejdskraftintensiv forarbejdning. Den kinesiske rolle i den fortsat mere globaliserede verdenshandel har derfor til dels været rollen som verdens

¹ Ud over de 3 sektorer udgør landbruget ca. 11 pct. af BNP og den offentlige sektor ca. 20 pct. af BNP.

BIDRAG TIL VÆKST

Figur 1



Anm.: Vækstbidragene er beregnet i løbende priser og derefter skaleret ned til vækstraten i BNP i faste priser.

Kilde: EcoWin og egne beregninger.

"fabrikshal", dvs. underkomponenter importeres, bliver samlet til det færdige produkt og reeksporteres. Importindholdet i eksporten er højt, og selv om eksportvirksomhedernes profitmargin er steget, er de dog fortsat på et lavt niveau. Værdiskabelsen i Kina er derfor begrænset. Eksportsammensætningen udvikler sig væk fra de meget arbejdskraftintensive sektorer, som fx tekstiler og legetøjsfremstilling, til produkter, hvor der typisk er mere værdiskabelse, fx elektronik og maskiner, men Kinas primære bidrag til verdenshandlen er stadig billig arbejdskraft¹, jf. Verdensbanken (2008) og Cui mfl. (2007). Da Kinas primære bidrag har været arbejdskraft, er der også skabt mange bedre aflønnede job i eksportsektoren i forhold til landbrugssektoren, og det har understøttet en meget hurtig urbanisering.

Teknologi- og videnoverførsel

Teknologi- og videnoverførsel har ofte gennem udenlandske direkte investeringer spillet en vigtig rolle for integrationen i verdensøkonomien og den økonomiske fremgang. Kina har siden 1992 modtaget mange direkte investeringer og modtager ca. en tredjedel af de samlede direkte investeringer fra de industrialiserede lande til de nye vækstøkonomier. Over en tredjedel af udenlandske direkte investeringer kommer fra

¹ Ifølge National Bureau of Statistics: China Statistics Yearbook on High Technology Industry 2007, China Statistical Yearbook 2007 er andelen af BNP fra højteknologiproduktion mere end fordoblet fra 1995 til 2006, men udgør stadig kun omkring 5 pct.

Hongkong, Taiwan, Macau og off-shore finansielle centre, mens ca. 15 pct. kommer fra USA, Europa og Japan tilsammen, Naughton (2007). Overskuddet på betalingsbalancen betyder, at Kina ikke længere har behov for udenlandsk finansiering, og i dag er motivet for, at myndighederne godkender direkte investeringer, i høj grad om de kan bidrage med ny teknologi eller viden. Også for de udenlandske virksomheder er motivet skiftet. Hvor det tidligere var motiver om at udnytte den billige arbejdskraft i Kina til at producere billigt og reeksportere til hjemlandet, er det i stigende grad et motiv om at producere til kinesiske aftagere: industrien, infrastrukturudbygningen eller den kinesiske middelklasse, der vokser hurtigt i antal og købedygtighed¹. Fra januar 2008 til januar 2009 er de direkte investeringer faldet godt 30 pct. Den negative effekt af et længerevarende fald i de direkte investeringer vil primært være mindre teknologioverførsel.

Kapitalmarkederne

Den finansielle sektor i Kina består primært af banksektoren, hvor de største banker er statsejede. Derfor har de statsejede produktionsvirksomheder som regel bedre og nemmere adgang til finansieringen end mindre, privatejede virksomheder. De statsejede virksomheder har efter 30 års reformer stadig væsentligt lavere afkast på deres kapital end private eller udenlandske virksomheder. Det finansielle system er således en af de strukturelle begrænsninger på væksten i Kina, fordi en mere effektiv udnyttelse af kapitalen kunne reducere investeringskvoten med 5 procentpoint uden produktionstab, jf. Dollar og Shang-Jin (2007). Selv om problemerne ved den finansielle sektor anerkendes af myndighederne, og der er gennemført liberaliseringer, er statsligt ejerskab en effektiv måde for staten at bevare en betydelig indflydelse på økonomiens udvikling.

Integrationen med de internationale kapitalmarkeder er ikke særlig fremskreden. Udenlandsk finansiering i form af banklån eller værdipapirer er meget begrænset. På aktivsiden holdes de fleste udenlandske aktiver af statsligt kontrollerede enheder eller af centralbanken², mens bankerne holder få udenlandske værdipapirer. Effekterne på den finansielle sektor af den globale finanskriser har som resultat heraf været meget begrænsede, hvilket givetvis styrkede afkoblingstesen frem til sommeren 2008, hvor finanskrisens effekt på den globale realøkonomi var min-

¹ Ofte beskrives Kina som et stort marked for luksuøse forbrugsgoder, hvor udenlandske detailkæder og forbrugsvareproducenter nødvendigvis må være til stede. Hvis det imidlertid antages, at der skal et per capita BNP over 5.000 dollar til, før husholdningerne begynder at købe varer ud over nødvendighedsbetonede varer, er det kinesiske forbrugsmarked ikke større end det spanske eller omkring en tredjedel af det tyske, jf. Dragonomics, A billion Customers, or six Malaysias?, *China Economic Quarterly*, vol. 9, nr. 1, 2006.

² Af den kinesiske valutareserve på ca. 2.000 mia.dollar er ca. 700 milliarder placeret i amerikanske statspapirer, US Treasury.

dre tydelig end i dag, se fx Keidel (2008). Ganske vist har det kinesiske aktiemarked også oplevet voldsomme fald siden 2007, men en række særlige forhold gør, at prisdannelsen ikke kan sidestilles eller direkte henføres til de faldende vestlige aktiemarkeder.

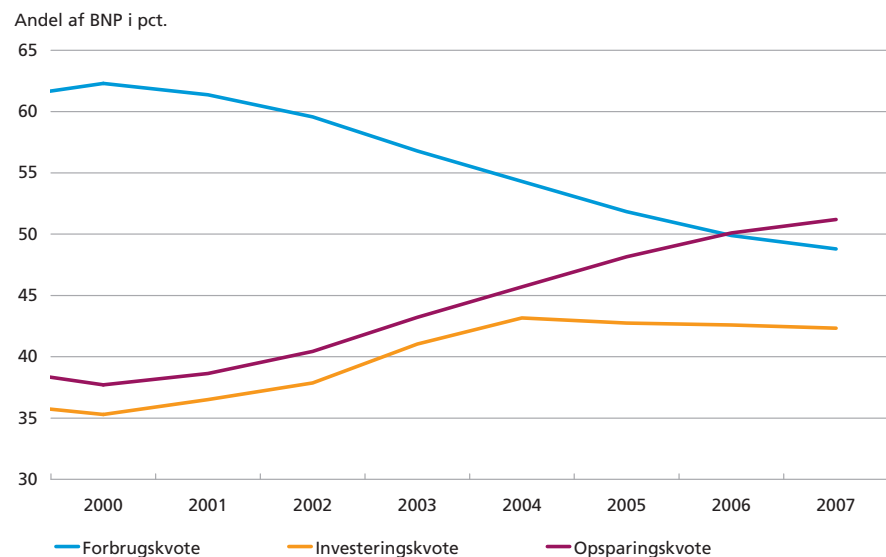
Ubalanceret vækst

Ofte karakteriseres Kinas vækst som ubalanceret, jf. fx Restall (2008), fordi den bygger på den "østasiatiske udviklingsmodel", hvor væksten er baseret på høje investeringer, endnu højere opsparing og eksport til industrilandene, især Europa og USA, jf. figur 2. Investeringskvoten på over 40 pct. af BNP er langt højere, end hvad man ser i andre udviklingslande, og også højere end hvad man så i Japan i begyndelsen af 1990'erne.

Eksportindtægterne bliver geninvesteret i industrilandene, hvor det giver grobund for krediteksponering, yderligere forbrug og dermed yderligere eksport til industrilandene. Afhængigheden af eksporten gør økonomien sårbar over for nedgang i de industrialiserede lande, og det høje investeringsniveau giver en risiko for overinvesteringer, i den forstand at investeringer ikke giver det markeds-mæssige eller samfundsmæssige afkast som den alternative anvendelse, fx sundhed og uddannelse, ville skabe. Samtidig går en stor del af investeringerne til opbygning af kapitalapparatet i eksportsektoren, og dermed øges afhængigheden af eksportudviklingen. Andre nye vækstøkonomier, fx Østeuropa, der også op-

OPSPARING, INVESTERING OG FORBRUG

Figur 2



Anm.: Kvoterne er bruttokvoter. Det samlede forbrug, investeringer og opsparing i økonomien i forhold til BNP. Forskellen mellem opsparingskvote og investeringskvote svarer til overskuddet på betalingsbalancen som procent af BNP.

Kilde: EcoWin og egne beregninger.

lever økonomisk konvergens, har finansieret investeringerne ved kapitalimport og deraf følgende underskud på betalingsbalancen. I Kina betyder den høje opsparringstilbøjelighed, at den kraftige stigning i investeringerne er sket samtidig med, at overskuddet på betalingsbalancen har været stigende, især de seneste 5 år, og i 2007 var mere end 11 pct. af BNP.

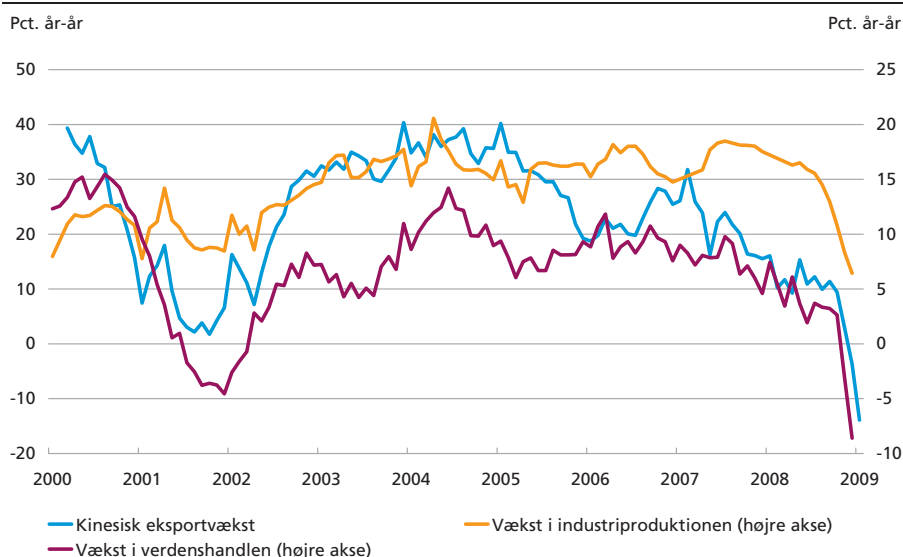
Den stigende opsparringstilbøjelighed har især været drevet af virksomhederne og staten, mens husholdningssektorens opsparing har været høj, men stabil. Virksomhedernes øgede opsparringstilbøjelighed skyldes formentlig en årrække med høje profiler kombineret med en svagt udviklet finansiel sektor samt kreditrationering, hvorved virksomhederne ofte sparer op til investeringsprojekter i stedet for at lånefinansiere, jf. IMF (2005). Husholdningernes opsparing er forblevet omtrent konstant og har stabiliseret sig på et meget højt niveau omkring 25 pct. af disponibel indkomst, jf. IMF (2005), og det er således ikke husholdningssektoren, som har drevet det stigende betalingsbalanceoverskud. Husholdningernes høje opsparringstilbøjelighed skyldes, at det sociale sikkerhedsnet er grovmasket fx vedrørende pensions- og sundhedsydelse. Endvidere er det finansielle system mindre smidigt med hensyn til adgang til kredit af større indkøb, herunder boliger.

AFMATNINGEN AF DEN KINESISKE ØKONOMI

Fremgangen i den kinesiske økonomi vendte i 2008 med en hastighed og i et omfang, der ikke er set tidligere. I modsætning til de tidligere faser af finanskrisen er konjunkturerne i Kina siden efteråret aftaget parallelt med den globale økonomi, jf. figur 3, der er inde i sin værste recession i efterkrigstiden. Verdenshandlen er faldet kraftigt siden november, og det har også været tilfældet for den kinesiske udenrigshandel. Væksten i industriproduktionen falder kraftigt, og tilliden til fremtiden er formindsket markant. BNP-væksten i 4. kvartal 2008 blev på 6,8 pct. i forhold til samme periode sidste år. Det var det laveste siden 2001, og styrken af afmatningen maskeres noget af de høje vækstrater tidligere på året. Med de meget svage vækstrater i industriproduktionen, der udgør omkring halvdelen af den samlede produktion, er det meget muligt, at der var nulvækst fra 3. til 4. kvartal 2008. Så sent som i 2007 lå væksten på hele 13 pct. i forhold til året før. Hastigheden af afmatningen er kommet som en overraskelse for mange i det kinesiske samfund. Det har forrykket forventningsdannelsen betydeligt i et samfund, der har været præget af stærk dynamik. Stemningen de seneste år har i høj grad været præget af, at investeringsprojekter og produktionsordrer hellere skulle være færdige i dag end i morgen, da man i modsat fald

EKSPORTVÆKST OG INDUSTRIPRODUKTION

Figur 3



Anm.: Den kinesiske eksportvækst er angivet i renminbi. For kinesisk eksportvækst og industriproduktion er anvendt 3 måneders glidende gennemsnit. Verdenshandlen er opgjort i mængder.

Kilde: Eksportvækst og industriproduktion: EcoWin og egne beregninger, Verdenshandel: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

gik glip af mulig indtjening. Sådan er det ikke mere. En vis forsigtighed har indfundet sig, og det kan trække i retning af, at en vending i konjunkturerne bliver mere afdæmpet.

Som følge af den stærke produktivitetsvækst i Kina vil en vækstnedgang til 6-7 pct., som IMF og Verdensbanken skønner i 2009, formentlig kunne kategoriseres som en recession i kinesisk kontekst med de deraf følgende sociale omkostninger for befolkningen.

I den kinesiske offentlighed, især den statskontrollerede presse, har der på det seneste været meget fokus på udviklingen i arbejdsløsheden som følge af den bratte opbremsning i væksten. Den officielle statistik omfatter kun byerne og inddrager ikke migrantarbejdere, som ofte står forrest ved fyringer. Statistikken viste en marginal stigning i arbejdsløsheden fra 4 pct. i 2007 til 4,2 pct. i 2008, og myndighederne forventer en stigning til 4,6 pct. i 2009. Både det reelle niveau og stigningen er formentlig væsentligt højere. Ifølge det kinesiske landbrugsministerium har 20 millioner af de 130 millioner migrantarbejdere mistet deres job det seneste halve år. En del af disse vil kunne finde arbejde på deres hjemegn, men en stor del vil blive ledige.

Investeringsvæksten er aftaget betydeligt, især i byggeriet, og de afledte effekter på den tunge industri, som i høj grad producerer til byggeriet, har været markante. Tegn på afmatning kunne tidligt ses fx i elforbruget, men det blev ofte kædet sammen med ønsket om blå him-

mel under de olympiske lege i august og de deraf betingede midlertidige lukninger af fabrikker i Nordkina.

Så sent som i sommeren 2008 var inflationen og eksportvæksten stadig meget høj, og risikoen for en overophedning af økonomien var påtrængende. Den økonomiske politik var derfor blevet strammet gennem en længere periode for at undgå overophedningen og den deraf følgende inflation. Kinas eksporterhverv er ramt af de svage internationale konjunkturer, men konjunkturedgangen har således også en indenlandsk baggrund.

Økonomisk politik i Kina under krisen

Skiftet i den økonomiske politik har været hurtigt og markant. Frem til midten af 2008 var den overordnede økonomiske politik, som formuleret af Politbureauet, at sikre stabil vækst og samtidig begrænse inflationen. Det første tegn på et skift i den økonomiske politik kom, da den kinesiske centralbank i midten af september lempede pengepolitikken for første gang i mere end fem år efter at have strammet to gange i juni 2008. Bankernes reservekrav blev nedsat for at øge udlånene. Valutakursen, der styres af myndighederne, og siden 2005 løbende er styrket over for dollar, er blevet fastholdt på omtrent uændret niveau siden juli 2008.

Den årlige økonomiske konference, hvor den øverste ledelse planlægger den økonomiske politik, blev udskudt, og 8. november annonceredes en lempelse af den økonomiske politik på 4.000 mia.renminbi eller ca. 15 pct. af BNP over to år, jf. tabel 1. Regeringen forsøgte at genskabe tilliden til økonomien ved hurtigt at annoncere en stor pakke.

Pakken er blevet kritiseret, fordi den er orienteret mod investeringer og infrastruktur. De kinesiske ledere har længe efterlyst en mere balanceret vækst med mere vægt på indenlandsk forbrug, både privat og offentligt i form af uddannelse og sundhed, og mere bæredygtighed i form af bedre resurseudnyttelse og mindre miljøbelastning. Kinas infra-

DEN ANNONCEREDE FINANSPOLITISKE PAKKE		Tabel 1
Område	Mia.renminbi	
Infrastruktur (veje, jernbaner, lufthavne)	1.800	
Genopbygning efter jordskælv	1.000	
Infrastruktur til landsbyer	370	
Miljø (fx vandforsyning)	350	
Billige boliger	280	
Teknologi og udvikling	160	
Sundhed og uddannelse	40	
I alt	4.000	

struktur er blevet kraftigt forbedret de seneste 10 år, og behovene er ikke længere så klare. Øgede sundheds- og uddannelsesudgifter vil ud over den direkte virkning også kunne reducere husholdningers forsigtighedsmotiv til at spare op, og dermed også bidrage til en rebalancering af økonomien på langt sigt.

Det store fokus på infrastrukturinvesteringer i den finanspolitiske pakke skaber muligvis den største vækst- og beskæftigelsesmæssige effekt på kort sigt, jf. IMF (2009), men set i et lidt længere perspektiv er en adressering af de strukturelle problemer fortsat nødvendig for at øge den indenlandske efterspørgsel mere permanent og dermed gøre kinesisk økonomi mere modstandsdygtig over for fremtidige konjunkturcykler i industrilandene. Den kinesiske ledelse har meget fokus på at fastholde en høj vækst for at sikre job i forbindelse med afvandring fra lavproduktive job på landet til mere produktive job i byerne. Mange af de job, der skabes i byerne, er forholdsvis kapitalintensive, og der skal derfor en høj vækst til at skabe den nødvendige beskæftigelse.

UDSIGTER

Kina er ikke ubekendt med økonomisk nedgang. Den kinesiske økonomi var ramt af hårde tilbageslag i slutningen af 1980'erne og under den sydøstasiatiske krise i slutningen af 1990'erne. Krisen i slutningen af 1980'erne havde baggrund i et tosidet prissystem, hvor de fleste varer havde en kontrolleret pris og en markedspris med høj inflation, der udhulede befolkningens købekraft. Under krisen i Sydøstasien kæmpede Kina med en stor og ineffektiv statsejet industrisektor, som blev holdt kørende ved lånefinansiering fra de statsejede banker, hvor andelen af nødlidende lån steg til over 40 pct. og deraf efterfølgende statslig rekapitalisering af bankerne.

Kinas udgangspunkt er bedre end tidligere. Landet har ikke de samme strukturelle problemer som dengang. Bankernes udlån er i høj grad målrettet mod statslige virksomheder, hvilket mindsker risikoen for tab, og bankerne er i en position, hvor der er plads til at øge udlånene, hvilket også er et af elementerne i den økonomiske pakke. En effektivisering og privatisering af kapitalmarkederne vil dog på lidt længere sigt medføre betydelige effektiviseringsgevinster.

Selv om arbejdskraften stadig ikke frit kan bevæge sig mellem sektorer og regioner, er arbejdsmarkedet langt mere fleksibelt end tidligere. Der er stadig mange administrerede priser, især på energi og visse råvarer, men langt flere markeder er liberaliseret end tidligere. De faldende råvarepriser kombineret med en stigende fokus på bedre energiuudnyttelse er også en strukturel forbedring for Kina. Disse grundlæggende

forhold og myndighedernes vilje og kapacitet til at påvirke økonomien taler for, at konjunkturerne vender tidligere i Kina end i mange af de industrialiserede lande. De økonomiske udfordringer ligger måske mere på det mellemlange sigt, hvor det er nødvendigt at få et mere effektivt finansielt system og en bedre udnyttelse af investeringerne i kapitalapparatet og arbejdskraften for at kunne få en mere afbalanceret vækst med øget plads til en højere indenlandsk efterspørgsel.

LITTERATUR:

Bergsten, C. F. mfl. (2008), *China's Rise – Challenges and Opportunities*, Peterson Institute for International Economics.

Cui, L. og M. Syed (2007), The Shifting Structure of China's Trade and Production, IMF, *Working Paper*, nr. 24.

Dollar, David og Shang-Jin Wei (2007), Das (wasted) capital: Firm ownership and Investment Efficiency in China, IMF, *Working Paper*, nr. 9.

Dragonomics (2008), Rising China and the liberal West, *China Economic Quarterly*, vol. 12, nr. 4.

ECB (2007), Putting China's Economic Expansion into perspective, *Monthly Bulletin*, januar.

Fewsmith, J. (2004), Promoting Scientific Development Concept, *China Leadership Monitor*, nr. 11.

IMF (2005), *World Economic Outlook*, september, chapter 2.

IMF (2009), Group of Twenty, Meeting of the Deputies 31. januar - 1. februar, Note of the staff.

Kramp, Paul Lassenius og Susanne Hougaard Thamsborg (2008), Real konvergens i de nye EU-lande, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

Keidel, J. (2008), China's Economic Rise – Fact and Fiction, *Carnegie Policy Brief*, juli.

Naughton, B. (2007), *The Chinese Economy*, MIT press.

Naughton, B. (2009), The Scramble to Maintain Growth, *China Leadership Monitor*, nr. 27.

Restall, H. (2008), Can Asia Consume A Way Out of Crisis, *Far Eastern Economic Review*, nr. 171.

Verdensbanken (2008), Mid-Term Evaluation of China's 11th Five Year Plan, december.

Nils Bernsteins indlæg ved Folketingets Europaudvalgs eurohøring 22. januar 2009

En dansk deltagelse i euroen må forventes at medføre en lidt lavere rente, lidt større samhandel og mindre transaktionsomkostninger. Renten vil i normale, rolige perioder kun være marginalt lavere end under vores nuværende fastkurspolitik. I urolige perioder, som vi oplever i øjeblikket, bliver forskellen større, og netop i turbulente perioder kan det øgede rentespænd så også komme temmelig ubejligt oven i en række andre negative faktorer, som rammer realøkonomien.

Alt i alt vil der over en længere periode være en vis positiv virkning på Danmarks vækst af at indtræde i euroen. Virkningen er imidlertid vanskelig at opgøre præcist, og den vil næppe opleves som mærkbar på kort sigt.

Danmark har da også demonstreret siden euroens indførelse i 1999, at vi godt kan klare os udenfor. Det skyldes, at vi har ført en stabilitetsorienteret økonomisk politik med fokus på mellemfristede mål og vægt på strukturforbedrende reformer af det danske samfund, herunder ikke mindst på arbejdsmarkedet. Det er vigtigt, at vi i Danmark fastholder den linje – også selv om vi en dag indtræder i eurosamarbejdet.

Det væsentligste formål med etableringen af eurosamarbejdet har været at tilvejebringe et fundament for en holdbar økonomisk vækst i form af stabile priser og et område med helt faste valutakurser. Dette fundament har Danmark med sin fastkurspolitik over for euroen draget fordel af.

I den aktuelle situation med finanskrisen og globalt økonomisk tilbageslag demonstrerer eurosamarbejdet sin styrke ved, at man i den fælles valuta og fælles pengepolitik har en stabiliserende faktor. Det hindrer, at hvert land søger sine egne – ofte indbyrdes konkurrerende – monetære kriseløsninger, som blot vil få krisen til at eskalere yderligere, som vi så det i 70'erne.

Det er og har været Nationalbankens gennemgående holdning, at en dansk tilslutning til euroen ligger i naturlig forlængelse af fastkurspolitikken og derfor ikke rummer de store økonomiske ændringer sammenlignet med den hidtidige situation.

For Nationalbanken ville dansk deltagelse i eurosamarbejdet medføre, at vi indtræder i euroområdet fælles system af centralbanker, eurosystemet. Formanden for Nationalbankens direktion ville få sæde i ECBs

styrelsesråd. Det indebærer, at vi ville få indflydelse på pengepolitikken og de øvrige centrale beslutninger om euroområdet pengeforhold.

I dag er jeg medlem af ECBs Generelle Råd, som mødes en gang i kvartalet. Det er altovervejende et forum, hvor man drøfter og udveksler analyser af den seneste økonomiske og monetære udvikling.

Vores status som udeland medfører, at vi står uden for en række beslutninger, selv om de i høj grad vedrører Danmark. Det gælder selvfølgelig rentebeslutningerne, som direkte berører os som følge af fastkurspolitikken. Det gælder fx aftalen med den amerikanske centralbank, Federal Reserve, om at sikre dollarlikviditet til bankerne i euroområdet tidligt i finanskrisen. Det lykkedes os først noget senere at få en lignende aftale for de danske banker.

Og det gælder også en række andre emner. På det seneste har Styrelsesrådet fx fastlagt standardsættende anbefalinger om udformning og prissætning af statslige garantier og kapitalindskud i banksektoren. Styrelsesrådet har ligeledes fastlagt regler for alle EU-centralbankers mulighed for at placere penge i offentligt ejede banker. Og der er truffet beslutninger omkring finansiell bistand fra ECB til landene i Central- og Østeuropa.

Det er eksempler på, at der ud over rentebeslutninger i Styrelsesrådet træffes en lang række andre beslutninger, som har direkte betydning for os – uden at vi har indflydelse eller for den sags skyld indsigt i grundlaget for beslutningen.

Hertil kommer, at ECB som ansvarlig for verdens næststørste valuta i stigende grad optræder i internationale fora og her øver indflydelse på globale monetære spørgsmål.

I øjeblikket diskuteres intenst, hvilke reguleringsmæssige konsekvenser finanskrisen skal have. Det sker i Ecofin og Eurogruppen, det sker i Baselkomiteen, i Financial Stability Forum, i IMF og i G7, G20 osv. Det er et arbejde, der vil få stor indflydelse på indretningen af de finansielle markeder og på reguleringen og tilsynet med de finansielle institutioner, herunder hele problematikken vedr. tilsynet med de grænseoverskridende banker, fonde osv.

Det er diskussioner, som Danmark har stor interesse i at deltage i, øve indflydelse på og være informeret om. ECB er en vigtig deltager i disse drøftelser. Jeg gør mig ikke overdrevne forestillinger om mulighederne for at øve indflydelse. Men det siger sig selv, at mulighederne trods alt er større, når man deltager i drøftelserne.

Deltagelse i Styrelsesrådet er ikke i snæver forstand et spørgsmål om at varetage danske interesser. Det er et spørgsmål om at være til stede med et dansk udgangspunkt i de centrale drøftelser og beslutninger, som løbende former og udvikler de pengepolitiske rammer for euroom-

rådet og euroområdet indflydelse på den globale økonomiske politik i bred forstand.

ECBs styrelsesråd har besluttet, at når man når op på 19 eurolande, dvs. når 3 mere er kommet med, så går man over til en rotationsordning for stemmeretten i Styrelsesrådet, som det kendes fra Federal Reserve. Når dette system til sin tid indføres, vil alle eurolandenes centralbankchefer i korte perioder være uden stemmeret i Styrelsesrådet, men alle vil deltage fuldt ud i møderne og har taleret. Efter min vurdering vil dette system ikke medføre nogen væsentlig beskæring af den enkelte centralbankchefs indflydelse i Styrelsesrådet.

Udgivne Working Papers

Det danske pengemarkeds topologi af Morten Linnemann Bech og Kirsten Bonde Rørdam	2008 • 59
Reale effektive ligevægtsvalutakurser for Danmark af Søren Vester Sørensen	2008 • 58
The Chilean Fiscal Rule af Michael Pedersen	2008 • 57
Konjunkturcykler i Danmark og Europa af Niels Arne Dam	2008 • 56
Fiskale stød og reale rigiditeter af Francesco Furlanetto og Martin Seneca	2008 • 55
En empirisk analyse af de bestemmende faktorer for swapspændet af Hossein Asgharian og Sonnie Karlsson	2008 • 54
Arbejdsmarkedsasymmetrier i en møntunion af Torben M. Andersen og Martin Seneca	2008 • 53
Afhænger strukturerne på arbejdsmarkedet af det monetære regime? – En empirisk undersøgelse for Danmark 1875-2007 af Kim Abildgren	2008 • 52
En forbrugsrelation for husholdningerne af Jan Overgaard Olesen	2008 • 51
Survey design, survey maintenance and grossing up in the IIP and balance of payments system af Kåre Soegaard Valgreen	2008 • 50

Pressemeddelelser

DEN 16. DECEMBER 2008: NATIONALBANKEN INDGÅR SWAFTALE MED LETLANDS CENTRALBANK

Nationalbanken har sammen med Sveriges Riksbank indgået bilaterale aftaler om en swapfacilitet med Letlands centralbank, Latvijas Banka.

Faciliteten giver Latvijas Banka mulighed for at tilvejebringe euro med henblik på at sikre den makroøkonomiske og finansielle stabilitet. Letland er i færd med at indgå et økonomisk stabiliseringsprogram med Valutafonden.

Aftalen med Nationalbanken betyder, at Latvijas Banka kan erhverve op til 125 mio.euro for lettiske lats via swaftalen.

Se også www.bank.lv og www.riksbank.se

DEN 19. DECEMBER 2008: RENTENEDSÆTTELSE

Med virkning fra i dag nedsættes Nationalbankens udlånsrente og renten på indskudsbeviser med 0,50 pct. til 3,75 pct. Diskontoen og foliorenten fastholdes på 3,50 pct.

Rentenedsættelsen har baggrund i udviklingen på valutamarkedet, hvor Nationalbanken i en periode har købt valuta.

DEN 15. JANUAR 2009: RENTENEDSÆTTELSE

Nationalbankens udlånsrente og renten på indskudsbeviser nedsættes med 0,75 pct. til 3,0 pct. Diskontoen og foliorenten nedsættes med 0,75 pct. til 2,75 pct. Rentenedsættelsen har virkning fra 16. januar 2009.

Rentenedsættelsen har baggrund i, at Den Europæiske Centralbank, ECB, har nedsat renten ved sine primære markedsoperationer med 0,50 pct. til 2,0 pct. Nationalbankens rentesatser nedsættes med yderligere 0,25 pct. som følge af yderligere køb af valuta i markedet.

DEN 3. FEBRUAR 2009: FORLÆNGELSE AF SWAFTALE MED DEN AMERIKANSKE CENTRALBANK

Federal Reserve og Nationalbanken har forlænget den eksisterende midlertidige gensidige swaftale på 15 mia.dollar indtil 30. oktober 2009.

Nationalbanken har annonceret udlån af dollar ved en auktion tidligere i dag 3. februar samt en auktion 12. februar 2009. Nationalbanken vil løbende vurdere behovet for yderligere dollar-auktioner.

Nærmere information om auktionsvilkårene offentliggøres på www.nationalbanken.dk.

DEN 19. FEBRUAR 2009: SIDSTE POLARMØNT MED NORDLYSET

Den 23. februar 2009 udsender Nationalbanken den tredje og sidste mønt i serien af polarmønter.

Motivet på mønten er udformet af billedhugger, professor Morten Stræde. Han fortæller om sit arbejde med mønten:

"Ideen bag denne mønt er i stærkt komprimeret form at give et indtryk af noget af den naturvidenskabelige forskning, der har Grønland som arbejdsområde. Jeg har valgt at fokusere på forskningen omkring den magnetiske nordpol, på iskerneforskningen og på mineralogien."

Møntens motiv er delt op i tre felter, der alle er modelleret forskelligt: "Nordlyset er åbent og let modelleret, mineralerne er afbilledet i deres krystallinske grundform, og landskabet i midten er modelleret tæt på en direkte oplevelse af et polart landskab, med vandets flade, himlens bue, samt fjeldet og isens skarpe formmæssige mangfoldighed.

I bunden af mønten ligger kompasrosen og peger mod Nordstjernen, der er angivet øverst i motivet."

Morten Stræde var også kunstneren bag temamønten med Svaneke vandtårn som motiv.

Den nye polarmønt fremstilles som en 10-krone i 1,2 mio. eksemplarer, der udleveres gennem pengeinstitutterne med henblik på at indgå i det almindelige møntomløb. Derudover udsendes mønten i samlerversioner i sølv og guld med pålydende værdi på henholdsvis 100 kroner og 1.000 kroner.

DEN 5. MARTS 2009: RENTENEDSÆTTELSE

Nationalbankens udlånsrente og renten på indskudsbeviser nedsættes med 0,75 pct. til 2,25 pct. Diskontoen og foliorenten nedsættes med 0,75 pct. til 2,00 pct. Rentenedsættelsen har virkning fra 6. marts 2009.

Rentenedsættelsen har baggrund i, at Den Europæiske Centralbank, ECB, har nedsat renten ved sine primære markedsoperationer med 0,50 pct. til 1,50 pct. Nationalbankens rentesatser nedsættes med yderligere 0,25 pct. som følge af køb af valuta i markedet.

DEN 9. MARTS 2009: NEDSÆTTELSE AF RENTETILLÆG

På baggrund af det faldende renteniveau nedsættes rentetillægget på lån mod sikkerhed i låneobligationer og lån på basis af solvens. Tillægget nedsættes fra udlånsrenten plus 2 procentpoint til udlånsrenten plus 1 procentpoint. Nedsættelsen af tillægget har virkning fra 13. marts 2009.

Tabelafsnit

Renter og aktiekursindeks.....	1
Udvalgte poster fra Nationalbankens balance	2
Forskellige faktorerers påvirkning af penge- og realkredit- institutternes 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 finansielle poster (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 12. marts 2009.

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 AKTIEKURSIDEKSE

Tabel 1

Gældende ultimo året/fra	Nationalbankens rentesatser		ECB's rente- sats		Penge- markeds- rente, 3 mæne- ders usikret	Effektive obligationsrenter		Aktie- kurs indeks OMXC20 (tidl.KFX)
	Diskonto	Udlån og ind- skuds- beviser	Primære markeds- operati- oner, fast rente ¹			10-årig stat	30-årig realkredit	
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
2006	3,50	3,75	3,50	2006	3,81	3,95	5,24	441,48
2007	4,00	4,25	4,00	2007	4,65	4,48	5,61	464,14
2008	3,50	3,75	2,50	2008	4,20	3,31	6,21	247,72
2008 5. dec ...	3,50	4,25	2,50	aug 08	5,10	4,38	6,38	424,11
19. dec ...	3,50	3,75	2,50	sep 08	5,15	4,29	6,66	351,15
2009 16. jan ...	2,75	3,00	2,00	okt 08	5,30	4,35	6,64	285,19
6. mar ..	2,00	2,25	1,50	nov 08	5,60	3,84	6,44	263,05
				dec 08	4,20	3,31	6,21	247,72
				jan 09	3,45	3,70	6,31	261,79
12. mar ..	2,00	2,25	1,50	feb 09	2,00	3,46	6,19	241,48

¹ Til og med 7. oktober 2008 minimumsbudrente.

UDVALGTE POSTER FRA NATIONALBANKENS BALANCE

Tabel 2

	Valuta- reserven	Seddel- og mønt- omløb	Statens inde- stående i National- banken	Penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken			
				Pengepolitiske indlån		Pengepo- litiske lån	Netto- stilling i alt
				Indskuds- beviser	Nettoin- deståen- de på foliokonti		
Ultimo	Mia.kr.						
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
2005	212,3	56,2	56,4	207,6	12,8	135,3	85,1
2006	171,7	59,8	73,8	163,2	8,8	153,7	18,2
2007	168,8	61,6	89,9	200,5	9,4	216,8	-6,9
sep 08	160,1	59,2	70,2	242,0	37,6	263,3	16,3
okt 08	132,4	59,2	121,8	157,1	7,3	217,5	-53,1
nov 08	172,8	59,2	234,5	134,7	13,1	275,2	-127,4
dec 08	212,7	61,3	259,6	118,5	9,7	240,9	-112,7
jan 09	217,5	58,2	222,8	147,0	6,7	227,9	-74,3
feb 09	235,7	57,8	216,4	156,2	8,3	213,8	-49,4

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

Tabel 3

	Statsfinanserne			Nationalbankens nettovalutakøb			Nationalbankens nettoobligationskøb	Andre faktorer	Penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken	
	Indenlandsk bruttofinansieringsbehov	Salg af indenlandske statspapirer mv.	Likviditetspåvirkning	Interventionskøb af valuta, netto	Andet	I alt			Ændring	Ultimo
Mia.kr.										
2004	75,5	92,6	-17,1	-12,5	6,1	-6,4	-2,6	-1,2	-27,3	94,6
2005	39,5	30,9	8,6	-18,4	3,0	-15,4	-2,2	-0,5	-9,5	85,1
2006	-14,5	16,2	-30,6	-34,3	4,3	-30,0	-4,9	-1,2	-66,7	18,2
2007	-26,1	2,9	-29,1	-1,7	7,2	5,5	-0,4	-1,4	-25,3	-6,9
2008	-11,9	99,6	-111,5	-19,9	0,1	-19,8	0,6	24,9	-105,8	...
sep 08	-7,2	2,5	-9,6	-0,7	-0,4	-1,1	0,1	10,2	-0,4	16,3
okt 08	8,0	14,7	-6,7	-63,9	-9,5	-73,4	1,2	9,4	-69,4	-53,1
nov 08	-52,1	57,5	-109,6	31,6	5,8	37,4	0,1	-2,2	-74,3	-127,4
dec 08	12,1	20,7	-8,6	24,7	-1,3	23,4	-0,4	0,4	14,8	-112,7
jan 09	33,2	3,9	29,3	12,1	...	...	...	...	...	-74,3
feb 09	14,2	3,0	11,2	10,1	...	...	...	...	...	-49,4

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.							
2004	3.684,5	97,5	2.246,2	100,8	46,3	848,9	1.222,1	-65,7
2005	4.228,2	107,8	2.584,2	75,9	53,5	971,3	1.318,2	-172,9
2006	4.682,1	116,8	2.956,0	51,8	60,3	1.077,0	1.433,7	-222,8
2007	5.497,4	119,9	3.353,7	43,3	63,5	1.219,7	1.505,2	-304,5
2008	6.287,0	134,0	3.719,3	40,6	56,7	1.487,5	1.508,4	-407,5
aug 08	5.834,4	123,5	3.540,7	27,6	78,8	1.255,8	1.534,1	-472,2
sep 08	5.878,3	127,5	3.584,4	33,6	58,6	1.238,1	1.517,3	-494,9
okt 08	6.247,6	130,1	3.629,6	41,1	56,6	1.353,4	1.471,1	-491,8
nov 08	6.416,3	130,1	3.685,1	46,5	56,6	1.468,5	1.446,4	-463,1
dec 08	6.287,0	134,0	3.719,3	40,6	56,7	1.487,5	1.508,4	-407,5
jan 09	6.248,4	134,1	3.722,6	38,0	57,1	1.478,8	1.503,3	-440,3
Ændring i forhold til året før, pct.								
2004	...	8,8	8,9	-18,2	7,0	12,5	5,5	...
2005	...	10,6	15,0	-24,7	15,4	14,4	7,9	...
2006	...	8,3	14,4	-31,8	12,8	10,9	8,8	...
2007	...	2,7	13,5	-16,4	5,2	13,3	5,0	...
2008	...	11,8	10,9	-6,2	-10,7	22,0	0,2	...
aug 08	...	6,6	11,6	-50,8	26,3	6,4	4,4	...
sep 08	...	10,7	11,3	-36,4	-7,5	5,0	2,5	...
okt 08	...	10,4	12,2	-24,2	-12,8	13,0	-1,0	...
nov 08	...	10,6	12,3	17,9	-10,6	18,8	-2,2	...
dec 08	...	11,8	10,9	-6,2	-10,7	22,0	0,2	...
jan 09	...	10,2	10,6	-11,9	-8,6	17,2	-2,2	...

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 differencen mellem alle aktiver og passiver, hvor MFI-sektorens modpart er udlænding.

PENGEMÆNGDEN

Tabel 5

	Seddel- og mønt- omløb ¹	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.								
2004	43,7	492,8	536,5	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	8,4	798,7
2006	50,7	648,6	699,3	143,0	17,9	860,2	8,0	21,3	889,5
2007	51,9	703,2	755,1	199,7	18,0	972,8	6,2	61,5	1.040,6
2008	50,4	704,8	755,2	286,4	18,4	1.060,0	4,0	57,0	1.121,1
aug 08	50,6	721,4	772,1	225,6	19,8	1.017,5	15,6	98,7	1.131,9
sep 08	50,1	695,7	745,8	228,7	17,9	992,3	18,5	102,9	1.113,8
okt 08	50,2	708,5	758,7	288,9	18,4	1.066,0	6,5	95,3	1.167,9
nov 08	50,3	711,5	761,8	283,2	18,7	1.063,7	7,9	86,7	1.158,4
dec 08	50,4	704,8	755,2	286,4	18,4	1.060,0	4,0	57,0	1.121,1
jan 09	49,1	720,4	769,5	293,6	20,0	1.083,1	5,8	100,2	1.189,2
Ændring i forhold til året før, pct.									
2004	...	...	14,4	...	...	12,7	...	...	2,7
2005	...	...	19,9	...	...	14,7	...	...	14,3
2006	...	...	8,7	...	...	10,8	...	...	11,4
2007	...	...	8,0	...	...	13,1	...	...	17,0
2008	...	...	0,0	...	...	9,0	...	...	7,7
aug 08	...	...	3,1	...	...	5,3	...	...	12,5
sep 08	...	...	0,4	...	...	4,0	...	...	12,4
okt 08	...	...	1,7	...	...	9,7	...	...	16,0
nov 08	...	...	1,8	...	...	9,0	...	...	14,8
dec 08	...	...	0,0	...	...	9,0	...	...	7,7
jan 09	...	...	0,3	...	...	8,5	...	...	10,8

¹ Seddel og møntomløb eksklusive pengeinstitutternes beholdning.

UDVALGTE POSTER FRA PENGEINSTITUTTERNES BALANCE

Tabel 6

	Balance- sum	Aktiver					Passiver	
		Udlån til MFler	Indenlandske udlån		Behold- ning af værdi- papirer	Lån fra MFler	Indlån	
			I alt	Heraf:				
				Hushold- ninger mv.				Ikke- finansielle selskaber
Ultimo	Mia.kr.							
2004	2.418,4	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
2006	3.242,0	715,0	1.124,3	475,0	458,0	889,6	1.133,8	1.148,3
2007	3.993,4	926,6	1.333,6	557,4	551,8	1.065,8	1.444,1	1.345,6
2008	4.579,6	985,7	1.546,3	586,8	614,6	1.092,1	1.455,1	1.424,1
aug 08	4.339,5	936,4	1.403,1	573,6	575,0	1.240,1	1.560,3	1.389,1
sep 08	4.429,9	979,8	1.438,7	592,1	582,6	1.207,0	1.623,9	1.377,0
okt 08	4.750,5	1.041,0	1.472,7	588,0	590,3	1.166,3	1.590,3	1.444,3
nov 08	4.874,7	1.088,2	1.510,1	583,4	606,0	1.201,0	1.686,0	1.445,5
dec 08	4.579,6	985,7	1.546,3	586,8	614,6	1.092,1	1.455,1	1.424,1
jan 09	4.586,1	957,9	1.535,7	579,5	597,8	1.157,4	1.445,7	1.452,0
Ændring i forhold til året før, pct.								
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
2006	...	9,7	22,2	19,8	23,8	3,2	16,2	7,8
2007	...	29,6	18,6	17,4	20,5	19,8	27,4	17,2
2008	...	6,4	15,9	5,3	11,4	2,5	0,8	5,8
aug 08	...	18,8	15,4	11,8	13,1	21,2	29,2	7,0
sep 08	...	12,6	15,2	12,3	12,6	19,4	26,6	5,6
okt 08	...	17,5	17,8	11,5	15,0	13,7	22,7	9,4
nov 08	...	20,5	17,9	9,3	13,8	17,0	26,1	8,7
dec 08	...	6,4	15,9	5,3	11,4	2,5	0,8	5,8
jan 09	...	1,9	15,0	5,9	9,6	6,1	3,4	3,9

Anm.: Eksklusive danske pengeinstitutters enheder i udlandet.

UDVALGTE POSTER FRA REALKREDITINSTITUTTERNES BALANCE

Tabel 7

	Balance- sum	Aktiver					Passiver	
		Udlån til MFler	Indenlandske udlån		Behold- ning af værdi- papirer	Lån fra MFler	Udstedte obliga- tioner mv.	
			I alt	Heraf:				
				Hushold- ninger mv.				Ikke- finansielle selskaber
Ultimo	Mia.kr.							
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
2006	2.699,9	245,1	1.834,8	1.407,7	370,8	574,1	226,5	2.297,9
2007	3.088,2	362,8	2.015,5	1.532,5	420,8	649,2	344,2	2.495,2
2008	3.323,4	428,5	2.164,6	1.611,2	485,7	633,6	474,4	2.582,3
aug 08	2.714,0	344,8	2.126,2	1.593,8	457,8	170,2	314,2	2.150,0
sep 08	2.748,0	372,9	2.136,8	1.598,7	460,3	176,0	320,4	2.138,0
okt 08	2.809,0	383,8	2.147,2	1.603,9	464,1	207,4	355,5	2.150,9
nov 08	2.874,8	360,1	2.158,9	1.610,9	480,5	275,6	367,0	2.242,1
dec 08	3.323,4	428,5	2.164,6	1.611,2	485,7	633,6	474,4	2.582,3
jan 09	2.892,1	336,9	2.177,5	1.616,8	488,1	299,0	409,9	2.265,9
Ændring i forhold til året før, pct.								
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
2006	...	141,7	10,2	9,9	10,9	-11,0	49,3	2,7
2007	...	48,0	9,9	8,9	13,5	13,1	52,0	8,6
2008	...	18,1	7,4	5,1	15,4	-2,4	37,8	3,5
aug 08	...	31,6	8,8	6,7	14,1	11,9	35,5	9,1
sep 08	...	29,3	8,6	6,6	13,0	12,3	31,2	7,7
okt 08	...	38,8	8,3	6,3	12,0	20,9	42,4	6,6
nov 08	...	25,9	8,0	6,0	14,9	54,9	42,1	9,6
dec 08	...	18,1	7,4	5,1	15,4	-2,4	37,8	3,5
jan 09	...	6,5	7,4	5,1	14,0	11,5	45,5	2,9

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									
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
2006	3.000,8	1.882,7	1.015,2	1.166,0	475,0	636,9	1.834,8	1.407,7	378,3
2007	3.387,8	2.090,0	1.189,7	1.372,3	557,4	760,5	2.015,5	1.532,5	429,1
2008	3.787,5	2.198,1	1.475,5	1.622,9	586,8	978,3	2.164,6	1.611,2	497,2
aug 08	3.573,0	2.167,4	1.286,3	1.446,8	573,6	818,0	2.126,2	1.593,8	468,3
sep 08	3.619,2	2.190,8	1.303,5	1.482,4	592,1	832,6	2.136,8	1.598,7	470,9
okt 08	3.696,6	2.191,9	1.376,5	1.549,4	588,0	901,1	2.147,2	1.603,9	475,4
nov 08	3.745,7	2.194,3	1.439,8	1.586,7	583,4	947,9	2.158,9	1.610,9	491,9
dec 08	3.787,5	2.198,1	1.475,5	1.622,9	586,8	978,3	2.164,6	1.611,2	497,2
jan 09	3.789,9	2.196,3	1.471,7	1.612,4	579,5	973,3	2.177,5	1.616,8	498,4
Ændring i forhold til året før, pct.									
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
2006	14,8	12,2	19,1	22,7	19,8	24,8	10,2	9,9	10,7
2007	12,9	11,0	17,2	17,7	17,4	19,4	9,9	8,9	13,4
2008	11,8	5,2	24,0	18,3	5,3	28,6	7,4	5,1	15,9
aug 08	11,4	8,0	17,3	15,5	11,8	19,2	8,8	6,7	14,2
sep 08	11,3	8,0	16,3	15,4	12,3	18,0	8,6	6,6	13,3
okt 08	13,0	7,6	21,8	20,2	11,5	27,5	8,3	6,3	12,4
nov 08	12,9	6,9	24,3	20,3	9,3	29,5	8,0	6,0	15,3
dec 08	11,8	5,2	24,0	18,3	5,3	28,6	7,4	5,1	15,9
jan 09	11,3	5,3	21,6	17,0	5,9	25,7	7,4	5,1	14,3

Anm.: Inklusive udlån i danske pengeinstitutters enheder i udlandet.

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.							
2004	94,6	733,9	659,8	382,2	1.488,4	84,9	170,5	
2005	88,6	720,3	853,9	616,0	1.662,8	80,5	315,5	
2006	83,5	797,5	951,7	720,5	1.832,7	85,7	432,2	
2007	77,9	889,2	1.045,6	796,6	2.012,7	123,8	547,0	
2008	72,4	903,9	1.189,1	900,3	2.165,4	155,3	626,4	
aug 08	75,2	892,8	1.159,1	901,6	2.127,0	146,8	606,3	
sep 08	75,3	891,6	1.170,5	895,2	2.137,3	150,3	612,7	
okt 08	75,3	917,9	1.154,7	870,5	2.147,9	152,2	617,3	
nov 08	74,9	910,7	1.174,1	870,7	2.159,7	154,1	622,0	
dec 08	72,4	903,9	1.189,1	900,3	2.165,4	155,3	626,4	
jan 09	72,7	901,1	1.204,4	964,8	2.178,1	159,5	629,5	

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.								
4. kv. 06	5,4	6,8	5,2	3,5	2,7	2,4	2,9	3,2
1. kv. 07	5,7	7,1	5,5	3,6	3,1	2,8	3,2	3,4
2. kv. 07	5,9	7,2	5,7	4,0	3,4	3,1	3,4	3,8
3. kv. 07	6,1	7,4	6,0	4,1	3,6	3,3	3,6	4,0
4. kv. 07	6,2	7,4	6,1	4,3	3,7	3,4	3,7	4,1
1. kv. 08	6,2	7,5	6,1	4,5	3,7	3,5	3,8	4,2
2. kv. 08	6,5	7,7	6,3	4,6	3,8	3,6	3,9	4,2
3. kv. 08	6,6	7,8	6,5	4,9	4,0	3,6	4,1	4,5
4. kv. 08	7,0	8,4	7,1	5,2	4,4	3,9	4,5	5,0
aug 08	6,6	7,8	6,4	4,7	4,0	3,6	4,1	4,5
sep 08	6,7	7,8	6,6	5,1	4,1	3,6	4,2	4,6
okt 08	7,0	8,2	6,9	5,3	4,4	3,8	4,5	4,9
nov 08	7,3	8,7	7,4	5,3	4,6	4,1	4,8	5,1
dec 08	6,8	8,3	6,9	4,9	4,2	3,6	4,3	5,0
jan 09	6,4	7,7	6,5	4,6	3,7	3,2	3,6	4,6

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							
2004	574,2	326,5	164,6	213,1	163,4	180,1	15,3
2005	794,7	412,1	286,4	265,7	236,5	263,0	24,4
2006	924,7	431,8	385,4	294,3	289,4	305,3	28,8
2007	1.020,7	477,9	411,6	295,2	336,8	322,1	29,2
2008	773,3	424,4	223,7	211,4	265,9	238,2	14,6
4. kv. 07	1.020,7	477,9	411,6	295,2	336,8	322,1	29,2
1. kv. 08	963,9	466,4	356,2	268,6	329,3	304,0	23,9
2. kv. 08	951,4	467,2	352,0	256,5	324,1	310,9	23,0
3. kv. 08	889,3	458,5	302,0	238,0	310,6	275,6	19,0
4. kv. 08	773,3	424,4	223,7	211,4	265,9	238,2	14,6
Kvartalets transaktioner, mia.kr.							
4. kv. 07	...	40,1	2,8	-0,2	3,7	6,6	-2,7
1. kv. 08	...	4,0	12,0	-3,8	11,8	2,6	0,4
2. kv. 08	...	12,7	9,0	1,2	2,8	20,9	-0,8
3. kv. 08	...	-11,1	-11,8	-3,3	3,7	-20,5	-2,0
4. kv. 08	...	-18,2	-8,2	-4,6	-9,3	-7,3	-2,2

INDENLANDSKE VÆRDIPAPIRER FORDELT PÅ EJERS HJEMLAND

Tabel 12

	Obligationer mv.							
	I alt		Heraf:					
			Statspapirer		Realkredit-obligationer			
	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet
Ultimo	Kursværdi, mia.kr.							
2004	2.379,2	434,4	498,8	213,6	1.768,7	218,4	604,3	245,2
2005	2.559,7	461,2	434,9	205,1	2.002,9	252,5	845,2	300,5
2006	2.541,3	464,7	380,1	172,6	2.034,9	285,9	989,4	361,8
2007	2.701,2	475,8	301,9	176,2	2.247,1	287,7	996,1	445,4
2008	2.981,4	405,1	363,0	158,6	2.419,2	227,4	529,9	244,4
aug 08	2.305,8	443,4	255,4	171,7	1.886,6	252,2	858,7	411,8
sep 08	2.318,5	434,8	263,0	170,0	1.884,5	242,9	735,1	339,2
okt 08	2.376,5	413,5	273,3	168,1	1.909,0	227,6	600,8	267,6
nov 08	2.622,7	404,0	331,3	164,0	2.093,9	222,1	552,7	251,6
dec 08	2.981,4	405,1	363,0	158,6	2.419,2	227,4	529,9	244,4
jan 09	2.510,7	421,1	353,3	159,3	1.964,0	243,5	534,8	255,9

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

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.	Finansi- el netto- formue	I alt
Ultimo	Mia.kr.							
2003	622	166	400	1.262	2.452	1.503	949	2.451
2004	674	174	474	1.403	2.725	1.637	1.088	2.725
2005	754	172	618	1.617	3.162	1.832	1.329	3.161
2006	807	180	712	1.681	3.379	2.045	1.334	3.379
2007	868	191	700	1.724	3.484	2.221	1.263	3.484
3. kv. 07	857	185	742	1.717	3.501	2.140	1.361	3.501
4. kv. 07	868	191	700	1.724	3.484	2.221	1.263	3.484
1. kv. 08	874	188	628	1.727	3.416	2.272	1.145	3.417
2. kv. 08	896	186	607	1.706	3.395	2.279	1.115	3.394
3. kv. 08	888	194	547	1.709	3.338	2.288	1.050	3.338

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			Finansi- el netto- formue	I alt
					Lån mv.	Udstedte obliga- tioner mv.	Udstedte aktier mv.		
Ultimo	Mia.kr.								
2003	662	121	644	1.426	1.156	109	1.135	-974	1.426
2004	646	164	746	1.556	1.219	142	1.253	-1.057	1.556
2005	737	168	969	1.873	1.354	143	1.490	-1.114	1.873
2006	773	151	1.064	1.988	1.599	140	1.564	-1.315	1.988
2007	841	132	1.110	2.085	1.732	119	1.745	-1.511	2.085
3. kv. 07	840	133	1.170	2.143	1.668	120	1.816	-1.462	2.143
4. kv. 07	841	132	1.110	2.085	1.732	119	1.745	-1.511	2.085
1. kv. 08	813	131	1.059	2.004	1.781	117	1.663	-1.557	2.004
2. kv. 08	901	124	1.125	2.150	1.840	116	1.712	-1.517	2.150
3. kv. 08	961	132	1.024	2.117	1.860	114	1.544	-1.402	2.117

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.					
2004	54,5	19,8	74,4	-2,4	-27,7	44,2
2005	43,9	38,3	82,2	9,9	-25,0	67,1
2006	17,3	40,5	57,8	16,6	-27,4	47,0
2007	-2,3	41,7	39,4	0,8	-28,2	12,0
2008	-8,0	49,2	41,2	25,0	-30,8	35,4
feb 07 - jan 08	-4,0	42,0	38,0	1,3	-28,1	11,2
feb 08 - jan 09	-8,8	48,9	40,2	25,9	-31,4	34,7
aug 08	-2,3	7,4	5,1	2,1	-2,5	4,7
sep 08	0,0	6,1	6,1	3,1	-2,0	7,1
okt 08	-1,0	5,0	4,0	2,9	-3,1	3,8
nov 08	-1,0	4,8	3,9	3,8	-2,1	5,6
dec 08	-0,5	2,0	1,5	2,7	-1,6	2,6
jan 09	-2,8	2,2	-0,6	1,8	-3,9	-2,7

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

BETALINGSBALANCENS FINANSIELLE POSTER (NETTO FRA UDLANDET)

Tabel 16

	Fordrings- erhver- velse, netto ¹	Kapitalimport				Andet ³	National- bankens transakti- oner med udlandet ⁴
		Direkte investeringer		Porteføl- jeinveste- ringer ²	Anden kapital- import		
		Danske i udlandet	Uden- landske i Danmark				
	Mia.kr.						
2004	44,4	62,1	-62,6	-87,1	-22,5	59,4	-6,2
2005	70,0	-97,1	77,2	-68,8	23,2	-16,2	-11,8
2006	47,0	-50,2	16,1	-103,3	83,4	-31,4	-38,3
2007	12,3	-111,7	64,5	-34,2	54,1	13,7	-1,2
2008	35,9	-139,7	55,7	39,1	-65,4	3,1	-71,4
feb 07 - jan 08	11,5	-111,1	76,9	2,0	42,6	-17,0	5,1
feb 08 - jan 09	35,2	-145,9	51,3	25,0	-36,8	17,2	-54,0
aug 08	4,8	-10,2	4,4	-20,9	20,8	1,3	0,2
sep 08	7,2	-16,8	6,4	-6,1	-17,7	-4,7	-31,6
okt 08	3,9	-4,9	0,5	22,2	-106,8	-3,6	-88,6
nov 08	5,7	6,5	3,7	-8,0	26,0	-23,2	10,7
dec 08	2,6	-6,4	-5,5	26,6	-28,7	50,5	39,2
jan 09	-2,6	-7,3	8,7	15,2	23,5	-12,1	25,3

¹ Omfatter løbende poster i alt og kapitaloverførsler mv.

² Kan afvige fra totalen i nedenstående Tabel 17, da porteføljeinvesteringer offentliggøres 1-2 uger tidligere end betalingsbalancens samlede finansielle poster.

³ Omfatter fejl og udeladelser samt til og med december 2004 uregistrerede handelskreditter.

⁴ Fra og med 2005 transaktioner i *alle* Nationalbankens udenlandske mellemværender. Før 2005 anvendtes alene ændring i de mellemværender, der indgår i valutareserven, som offentliggøres ved pressemeddelelse 2. bankdag i måneden og fremgår af tabel 2.

BETALINGSBALANCENS PORTEFØLJEINVESTERINGER (NETTO FRA UDLANDET)

Tabel 17

	Danske værdipapirer			Udenlandske værdipapirer		I alt ¹
	Obligationer i kroner	Obligationer i valuta	Aktier	Obligationer	Aktier	
	Mia.kr.					
2004	-6,2	56,9	9,7	-104,4	-43,0	-87,1
2005	20,8	122,5	-18,9	-108,2	-85,0	-68,8
2006	16,3	70,0	-34,4	-21,5	-133,8	-103,3
2007	26,0	72,6	17,2	-97,1	-52,8	-34,2
2008	-58,7	127,0	10,1	-89,9	50,7	39,1
aug 08	-17,5	13,5	-1,3	-12,5	-3,1	-20,9
sep 08	-7,0	-28,4	0,7	8,7	19,8	-6,1
okt 08	-16,4	32,4	-10,7	-9,2	26,2	22,2
nov 08	-4,7	10,6	-1,2	-20,3	7,6	-8,0
dec 08	-6,0	38,1	0,3	-9,1	3,3	26,6
jan 09	7,3	13,4	-1,4	-3,3	-0,9	15,2

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

¹ Kan afvige fra "Porteføljeinvesteringer" i foranstående Tabel 16, da betalingsbalancens samlede finansielle poster offentliggøres 1-2 uger senere.

DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER OVER FOR UDLANDET

Tabel 18

	Direkte investeringer		Portefølje-investeringer		Finansielle derivater, netto	Andre investeringer			Danmarks Nationalbank	I alt
	Egenkapital	Koncernlån	Aktier mv.	Obligationer mv.		Handelskreditter	Lån og indskud	Andre		
Ultimo	Mia.kr.									
Aktiver										
2003	413	198	309	446	17	57	518	31	230	2.221
2004	471	220	369	547	48	34	584	20	223	2.515
2005	564	253	556	684	85	37	720	19	217	3.136
2006	583	257	741	674	47	41	823	30	178	3.374
2007	629	284	789	733	-3	49	1.035	32	176	3.724
3. kv. 07	633	290	823	661	1	47	1.022	31	191	3.700
4. kv. 07	629	284	789	733	-3	49	1.035	32	176	3.724
1. kv. 08	619	302	683	690	14	51	1.073	32	185	3.651
2. kv. 08	678	318	663	740	-4	53	1.154	33	169	3.803
3. kv. 08	659	394	587	757	18	53	1.124	31	165	3.789
Passiver										
2003	434	162	186	762	...	28	801	13	4	2.391
2004	429	208	241	857	...	20	816	20	2	2.593
2005	506	231	311	1.019	...	27	967	21	3	3.084
2006	488	273	358	1.067	...	32	1.144	34	4	3.401
2007	528	272	427	1.122	...	36	1.407	37	5	3.835
3. kv. 07	542	259	439	1.153	...	32	1.306	37	3	3.772
4. kv. 07	528	272	427	1.122	...	36	1.407	37	5	3.835
1. kv. 08	520	281	388	1.143	...	36	1.448	35	3	3.855
2. kv. 08	529	292	416	1.135	...	39	1.534	38	2	3.984
3. kv. 08	540	293	344	1.128	...	42	1.541	37	27	3.952
Nettoaktiver										
2003	-21	36	123	-315	17	29	-283	19	226	-170
2004	42	12	128	-310	48	14	-233	0	221	-78
2005	59	22	245	-335	85	10	-247	-2	214	51
2006	94	-16	382	-393	47	9	-321	-5	174	-27
2007	100	12	363	-389	-3	13	-372	-5	171	-112
3. kv. 07	91	31	384	-493	1	15	-284	-6	188	-72
4. kv. 07	100	12	363	-389	-3	13	-372	-5	171	-112
1. kv. 08	99	21	295	-453	14	15	-375	-3	183	-204
2. kv. 08	149	26	247	-395	-4	14	-380	-5	167	-181
3. kv. 08	119	101	243	-372	18	11	-417	-5	138	-163

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	Offent- ligt konsum	Faste brutto- investe- ringer	Lager- for- øgelser	I alt		
	Mia.kr.							
2004	1.466,2	707,2	389,0	285,0	13,5	1.394,8	665,0	593,6
2005	1.545,3	745,1	402,5	303,9	17,9	1.469,5	757,0	681,2
2006	1.628,6	792,8	422,5	349,5	14,4	1.579,2	846,5	797,0
2007	1.687,9	826,7	438,8	376,7	9,5	1.651,7	882,8	846,6
2008	1.734,6	852,2	459,2	378,7	12,9	1.703,0	951,3	919,6
4. kv. 07	444,5	220,1	114,3	102,3	-3,6	433,1	233,9	222,6
1. kv. 08	415,2	210,1	110,2	88,3	4,6	413,2	226,1	224,2
2. kv. 08	442,4	217,4	113,5	97,5	3,9	432,4	246,1	236,1
3. kv. 08	436,5	209,9	115,5	95,4	4,0	424,8	247,0	235,4
4. kv. 08	440,6	214,8	120,0	97,4	0,3	432,5	232,1	223,9

Realvækst i forhold til året før, pct.

2004	2,3	4,7	1,8	3,9	...	4,4	2,8	7,7
2005	2,4	3,8	1,3	4,7	...	3,5	8,0	11,1
2006	3,3	4,4	2,1	13,3	...	5,3	9,1	13,9
2007	1,6	2,4	1,3	3,1	...	2,0	2,2	2,8
2008	-1,3	0,0	0,6	-2,7	...	-0,4	1,9	4,1
4. kv. 07	1,9	3,5	1,8	3,9	...	2,3	0,5	0,7
1. kv. 08	-0,7	2,6	0,1	-2,7	...	0,8	1,5	4,2
2. kv. 08	0,8	2,6	0,5	-0,5	...	1,3	7,0	8,0
3. kv. 08	-1,6	0,2	1,3	-0,4	...	0,1	2,3	5,7
4. kv. 08	-3,9	-5,1	0,4	-7,1	...	-3,4	-2,9	-1,5

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

4. kv. 07	0,1	2,4	1,2	2,7	...	2,2	1,0	0,8
1. kv. 08	-1,5	-0,5	-0,9	-2,9	...	-1,1	0,6	2,5
2. kv. 08	0,4	-0,7	0,3	-1,7	...	-0,7	2,1	1,7
3. kv. 08	-0,8	-1,3	0,7	1,7	...	-0,1	-1,6	0,6
4. kv. 08	-2,0	-2,8	0,3	-3,9	...	-2,3	-3,8	-6,0

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

Tabel 20

	HICP							Nettoprisindeks ¹		
	Total	Delkomponenter:								
		Energi	Fødevarer	Kerneinfla-tion ²	Administrerede priser		HICP ekskl. energi, fødevarer og admini-strerede priser ³	Netto-pris-indeks ekskl. energi, fødevarer og admini-strerede priser ³	Fordelt på ⁴ :	
					Husleje	Offent-lige ydelser			Import input ⁵	IMI ⁶
		Vægtfordeling i pct.								
	100	10,8	19,6	69,6	7,7	4,5	57,4	50,7	16,2	34,5
Vækst i forhold til året før, pct.										
2004	0,9	2,6	-2,1	1,5	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
2006	1,9	5,3	2,2	1,2	2,1	0,9	1,1	1,3	3,1	0,4
2007	1,7	0,3	3,7	1,3	2,1	0,6	1,2	1,4	1,4	1,4
2008	3,6	7,7	6,7	2,1	2,8	3,5	1,9	2,1	4,0	1,1
1. kv. 06	2,0	8,9	0,9	1,2	2,2	2,6	1,0	1,1	3,7	-0,1
2. kv. 06	2,0	8,3	1,9	1,0	2,0	0,4	1,0	1,1	3,8	-0,2
3. kv. 06	1,8	3,9	2,6	1,3	2,0	0,2	1,2	1,6	3,2	0,8
4. kv. 06	1,6	0,4	3,5	1,3	2,0	0,4	1,3	1,3	1,9	1,0
1. kv. 07	1,9	1,1	4,1	1,3	2,0	0,3	1,3	1,3	1,7	1,1
2. kv. 07	1,5	-1,7	3,6	1,5	2,1	0,2	1,5	1,4	0,9	1,7
3. kv. 07	1,0	-1,4	2,0	1,2	2,2	0,8	1,0	1,2	0,9	1,4
4. kv. 07	2,2	3,3	5,2	1,2	2,0	1,0	1,2	1,6	2,0	1,4
1. kv. 08	3,2	7,5	6,0	1,7	2,2	2,4	1,6	2,0	3,6	1,2
2. kv. 08	3,7	9,7	7,4	1,7	2,6	4,0	1,4	1,8	4,2	0,6
3. kv. 08	4,6	10,4	8,6	2,5	3,9	3,7	2,2	2,2	5,0	0,9
4. kv. 08	3,0	3,1	5,0	2,4	2,4	3,8	2,3	2,3	3,2	1,8

Anm.: Vægtfordelingen afspejler vægtgrundlaget januar 2006.

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 57,4 pct. af HICP's vægtgrundlag og 50,7 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
Pct. af arbejds- styrken	2005=100	2005=100	Stk.		Nettotal				
2004	5,8	92,1	91,4	2.640	122.543	7	3	-5	13
2005	5,1	100,0	100,0	1.874	148.578	9	0	7	20
2006	3,9	105,7	103,2	1.231	156.719	10	9	21	24
2007	2,8	107,0	104,5	1.392	162.480	7	5	9	20
2008	1,8	106,4	101,3	2.840	150.661	-8	-7	-16	3
Sæsonkorrigeret									
sep 08	1,7	106,0	99,6	271	12.213	-11	-11	-24	2
okt 08	1,8	105,3	98,5	319	10.934	-17	-13	-29	-8
nov 08	1,9	101,2	98,5	268	9.155	-13	-19	-34	-11
dec 08	2,1	99,4	97,0	353	8.365	-12	-24	-35	-22
jan 09	2,3	97,6	98,2	298	8.787	-12	-32	-39	-20
feb 09	...	...	...	334	...	-11	-34	-41	-25

¹ Eksklusive skibsværfter.

UDVALGTE KVARTALSVISE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 22

	Beskæftigelse		Lønindeks			Ejendoms- priser (enfamilie- huse) i pct. af ejendoms- værdi 2006
	I alt	Privat	Alle brancher i Danmark, totalt	Industrien i Danmark	Industrien i udlandet	
	1.000 personer		1996=100			
2004	2.739	1.898	137,4	138,0	127,5	70,1
2005	2.767	1.924	141,4	141,7	130,7	82,5
2006	2.822	1.978	145,7	146,1	134,0	100,0
2007	2.898	2.056	151,3	152,0	137,1	104,8
2008	2.923	2.079	158,0	158,4	141,8	...
Sæsonkorrigeret						
4. kv. 07	2.917	2.077	153,9	154,7	138,7	103,9
1. kv. 08	2.935	2.093	155,4	156,1	140,9	102,8
2. kv. 08	2.934	2.092	157,4	158,4	141,2	103,1
3. kv. 08	2.921	2.075	158,9	159,6	142,3	100,6
4. kv. 08	2.903	2.057	160,2	160,4	142,9	...
Vækst i forhold til året før, pct.						
2004	-0,6	-0,8	3,1	3,1	2,7	8,9
2005	1,0	1,4	2,9	2,7	2,5	17,6
2006	2,0	2,8	3,1	3,1	2,5	21,6
2007	2,7	4,0	3,8	4,0	2,3	4,6
2008	0,9	1,1	4,4	4,2	3,4	...
4. kv. 07.....	2,2	3,4	4,4	4,4	2,7	1,2
1. kv. 08.....	1,8	2,5	4,4	4,3	3,9	-1,2
2. kv. 08.....	1,8	2,4	4,7	4,5	3,3	-2,3
3. kv. 08.....	0,5	0,5	4,5	4,2	3,5	-4,9
4. kv. 08	-0,5	-1,0	4,1	3,7	3,0	...

VALUTAKURSER

Tabel 23

	EUR	USD	GBP	SEK	NOK	CHF	JPY
	Kroner pr. 100 enheder						
	Gennemsnit						
2004	743,98	598,93	1.096,69	81,54	88,90	481,96	5,5366
2005	745,19	600,34	1.090,02	80,29	93,11	481,30	5,4473
2006	745,91	594,70	1.094,32	80,62	92,71	474,22	5,1123
2007	745,06	544,56	1.089,81	80,57	92,99	453,66	4,6247
2008	745,60	509,86	939,73	77,73	91,02	469,90	4,9494
sep 08	745,83	519,17	933,27	77,99	91,46	467,85	4,8701
okt 08	745,45	560,29	947,73	75,69	86,83	490,96	5,6096
nov 08	744,85	585,07	897,17	73,57	84,58	491,36	6,0444
dec 08	745,03	557,46	829,94	69,51	79,55	482,65	6,1078
jan 09	745,19	563,16	811,98	69,48	80,92	499,00	6,2313
feb 09	745,14	582,88	840,26	68,37	84,84	499,96	6,3033

EFFEKTIV KRONEKURS

Tabel 24

	Nominel effektiv kronekurs	Forbrugerpriser		Real effektiv kronekurs baseret på forbrugerpriser	Real effektiv kronekurs baseret på timelønninger	Forbrugerpriser i euroområdet
		Danmark	Udlandet			
Gennemsnit	1980=100					2005=100
2004	102,2	237,4	224,0	108,3	109,8	97,9
2005	101,6	241,7	228,4	107,6	109,6	100,0
2006	101,6	246,2	233,0	107,5	110,4	102,2
2007	103,2	250,5	238,2	108,5	113,7	104,4
2008	105,8	259,0	245,8	111,5	117,6	107,8
sep 08	105,4	261,1	248,2	111,1	117,9	108,5
okt 08	104,5	260,7	247,8	110,5	...	108,6
nov 08	104,7	260,0	246,3	111,4	...	108,0
dec 08	107,4	259,2	245,1	114,2	118,3	107,9
jan 09	107,3	258,3	244,3	114,2	...	107,0
feb 09	106,7	...	...	...	...	...

Ændring i forhold til året før, pct.

2004	1,0	1,2	1,7	0,4	1,3	2,1
2005	-0,6	1,8	1,9	-0,7	-0,2	2,2
2006	0,0	1,9	2,0	0,0	0,7	2,2
2007	1,6	1,7	2,2	0,9	3,1	2,2
2008	2,5	3,4	3,2	2,8	3,4	3,3
sep 08	1,9	4,2	3,8	2,6	3,3	3,6
okt 08	0,8	3,7	3,3	1,9	...	3,2
nov 08	0,2	2,7	2,1	1,8	...	2,1
dec 08	2,6	2,4	1,7	3,9	2,7	1,6
jan 09	2,1	1,8	1,1	3,7	...	1,1
feb 09	1,6	...	...	...	...	...

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 apreciering af kronen.

Nationalbankens statistiske publikationer

Periodiske publikationer (elektroniske)

Nationalbanken offentliggør ny statistik i elektroniske publikationer, der består af følgende to dele:

- **Nyt** der beskriver den aktuelle udvikling.
- **Tabeltillæg** der indeholder tabeller med størst mulig detaljeringsgrad.

"Nyt" findes kun på dansk, mens tabeltekster i tabeltillægget samt kilder og metoder også findes på engelsk.

Statistikbank

De statistiske publikationer suppleres af en database med alle tidsserier, der opdateres samtidig med udsendelsen. Tidsserierne indeholder data så langt tilbage i tid som muligt. Nationalbankens statistik offentliggøres som en integreret del af Danmarks Statistiks "Statistikbanken". Nationalbankens del af "Statistikbanken" kan tilgås direkte via:
nationalbanken.statistikbank.dk

Særlige opgørelser

De særlige opgørelser omhandler statistikker af tematisk karakter og udarbejdes ikke regelmæssigt.

Udgivelseskalender

En oversigt over statistiske udgivelser for løbende måned og følgende 3 måneder findes i udgivelseskalenderen, der kan hentes på:
www.nationalbanken.dk (under Statistik > Udgivelseskalender).

