



Danmarks
Nationalbank

Kvartalsoversigt
3. 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, 3. 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 11. september 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 – 4. kvartal 2009 planlægges offentliggjort 10. december 2009.

Schultz Grafisk A/S

ISSN 0107-1289

(Online) ISSN 1398-3857

Indhold

Seneste økonomiske og monetære udvikling	1
Dansk økonomi 2009-11	33
Nationalbankens euro- og dollarauktioner	47
Danske realkreditobligationer under den finansielle uro	51
Carsten Andersen, Handelsafdelingen og Claus Johansen, Kapitalmarkedsafdelingen Den finansielle uro medførte i efteråret 2008, at likviditeten forsvandt fra mange af de europæiske markeder for dækkede obligationer. På det danske marked var der dog fortsat udstedelser. I artiklen beskrives en række årsager til, at det danske marked adskilte sig fra andre europæiske markeder, og konsekvenserne for prisdannelsen belyses.	
Kreditinstitutter og procyklikaltitet	63
Borka Babic, Kapitalmarkedsafdelingen Kreditgiverne har en tendens til at forstærke udsving i konjunkturerne eller sagt med andre ord at virke procyklisk. En række forhold, herunder finansiell regulering, kan påvirke kreditinstitutters muligheder for at yde kredit hen over en konjunkturcykel. På internationalt plan er der enighed om, at både regnskabsregler og kapitaldækningsregler skal justeres med henblik på at reducere procyklikaltiteten i den finansielle sektor. Artiklen giver et overblik over det arbejde, som er iværksat for at mindske procyklikaltitet.	
Virkning af finanspolitik under krisen	79
Ann-Louise Winther, Økonomisk Afdeling Under den finansielle og økonomiske krise er et centralt spørgsmål, i hvor høj grad finanspolitik kan bidrage til at stabilisere økonomien. Artiklen ser nærmere på den førte finanspolitik under krisen og de mulige makroøkonomiske virkninger af denne. Sammensætningen af de finanspolitiske lempelser har bl.a. betydning for effekterne. Den finanspolitiske holdbarhed er desuden afgørende for, hvor ekspansiv finanspolitikken kan være.	
Færøsk økonomi – oversigt medio 2009	93
Niels Bartholdy, Økonomisk Afdeling Den økonomiske afmatning har bredt sig til hele den færøske økonomi, og arbejdsløsheden er kraftigt stigende. Fiskeriet er ramt af fald i både fangstmængder og priser. Eksportindtægterne holdes oppe af en gunstig udvikling for laks fra havbrugene. Efter kraftige fald i importen synes underskuddet på handelsbalancen stort set at blive elimineret i 2009. Landskassen har stigende underskud.	

Økonomiske mekanismer i den globale klimapolitik 105

Per Callesen, Finansministeriet

Global opvarmning søges reduceret ved at opstille mål for formindskelse af udslippet af CO₂. Den økonomiske omstilling kan løses uden at sætte vækst og velfærd over styr, og det er muligt at komme ganske langt ved at formindske de mest åbenbare ineffektiviteter i den eksisterende regulering. Opgaven stiller store krav til det internationale samarbejde om redskaberne til at sikre reduktionen.

Pressemeddelelser 119

Tabelafsnit

Seneste økonomiske og monetære udvikling

Oversigten vedrører perioden fra primo juni til medio september

SAMMENFATNING

Den globale økonomiske aktivitet er faldet kraftigt det seneste år, men flere indikatorer tyder nu på, at bunden er nået. Finanspolitikken og pengepolitikken er stærkt ekspansiv i mange lande, og stemningen er vendt på de finansielle markeder og blandt forbrugere og virksomheder. Tillidsindikatorerne er steget siden foråret, og industriproduktionen er ophørt med at falde i en række lande. Samtidig er verdenshandlen begyndt at stabilisere sig efter det kraftige fald i slutningen af 2008. Tegnene på bedring har medført, at de internationale organisationer har oprevideret deres skøn for væksten i bruttonationalproduktet, BNP, i 2010 i de store økonomier. Omsvinget er skrøbeligt, og det er usikkert, hvordan økonomierne vil udvikle sig, når virkningerne fra den lempelige økonomiske politik begynder at høre op.

Produktionen i Danmark var i 2. kvartal 2009 over 5 pct. lavere end ved udgangen af 2007. Tillidsindikatorerne er forbedret den seneste tid, detailsalget steg fra juni til juli, og der er tegn på, at produktionen er ved at stabilisere sig. Boligmarkedet var stadig svagt i 2. kvartal 2009, og arbejdsløsheden fortsatte med at stige, mens lønstigningerne aftog. De årlige lønstigninger var dog fortsat højere end i udlandet.

Finanspolitikken i Danmark er lempelig i 2009 og 2010, og sammen med de svage konjunkturer medfører det, at der ventes betydelige underskud på den offentlige saldo i de kommende år. Den offentlige gældsætning forøger størrelsen af den finanspolitiske forbedring, der er nødvendig, for at Danmark kan stå godt rustet til at møde den demografisk betingede stigning i det strukturelle budgetunderskud i årene fremover. Yderligere lempelser af finanspolitikken i 2010 vil forstærke konsolideringsbehovet på grund af stigende renteudgifter. En revision af regeringens 2015-plan med en forbedring af de offentlige finanser efter 2011 vil styrke finanspolitikken troværdighed og mindske risikoen for stigende renter, når den større statsgæld skal finansieres. En sådan plan vil tillige ligge i god forlængelse af de sidste 12 års mellemfristede sigtelinjer for de offentlige budgetter.

Nationalbanken har købt valuta i markedet i betydeligt omfang over sommeren, og valutareserven steg til 374 mia.kr. ved udgangen af au-

gust. Nationalbanken er derfor fortsat med at nedsætte de pengepolitiske renter, og i begyndelsen af september var Nationalbankens udlånsrente 1,35 pct. Pengeinstitutterne har udvidet rentemarginalen over for erhvervskunder siden efteråret 2008, og kreditvilkårene er blevet strammet i samme periode. Det samlede udlån fra penge- og realkreditinstitutter i Danmark er bremsset op, men det er ikke usædvanligt i lyset af den meget svage efterspørgsel efter kredit som følge af de dårlige konjunkturer.

INTERNATIONAL ØKONOMI

Verdensøkonomien er på vej ud af den kraftigste tilbagegang siden 2. verdenskrig. Efter en periode med dyb recession i sidste del af 2008 og første del af 2009 er der tegn på, at produktionen har nået bunden. Stemningen på de finansielle markeder er vendt med den kraftige stimulans fra den økonomiske politik, og tilliden er langsomt ved at vende tilbage blandt forbrugere og erhvervsliv.

Fælles for de store økonomier er imidlertid, at hovedparten af den efterspørgselsfremgang, der begynder at vise sig, stammer fra den offentlige sektor eller opstår gennem offentlig stimulering af den private efterspørgsel. De finans- og pengepolitiske lempelser er historisk store, og der er endnu ikke tegn på, at hovedøkonomierne er på vej ind i en periode med selv bærende vækst drevet af den private efterspørgsel. Omsvinget er skrøbeligt, og det er usikkert, hvordan økonomierne vil udvikle sig, når stimulansen fra den økonomiske politik trækkes tilbage i løbet af de kommende år. Det er i sig selv en væsentlig økonomisk-politisk udfordring at bestemme det rette tidspunkt for denne tilbagetrækning.

Recessionen er indtruffet stort set samtidigt på tværs af lande bl.a. som følge af den øgede internationale arbejdsdeling og de tæt forbundne finansielle markeder. Der er dog forskelle landene imellem i den nuværende konjunktursituation. I Kina og Indien vokser økonomien igen betragteligt, og i nogle industrilande, herunder Japan, Tyskland og Frankrig, voksede produktionen en smule i 2. kvartal 2009, mens produktionsfaldet bremsede op i mange andre lande. I USA viser boligmarkedet for første gang siden 2006 små tegn på fremgang. Boligpriserne er stabiliseret¹, og antallet af handler er steget de seneste måneder. Det private forbrug i USA udviklede sig dog fortsat svagt i 2. kvartal 2009. De meget eksportorienterede økonomier Japan og Tyskland blev ekstraordinært hårdt ramt af det markante fald i verdenshandlen i slutningen

¹ Baseret på de seneste opgørelser, hvor udviklingen kan følges måned for måned i det såkaldte Case-Schiller-indeks og fra Federal Housing Finance Agency.

af 2008 og begyndelsen af 2009. Særligt produktion og salg af biler faldt, men ser nu ud til at have stabiliseret sig bl.a. som resultat af ud-bredelsen af eftertragtede støtteordninger til "skrot og køb nyt"-ordninger for biler i mange lande. Faldet i verdenshandlen er aftaget siden januar, men der er endnu ikke tydelige tegn på en vending.

I de større industrilande er produktionen i virksomhederne skåret så langt ned, at lagrene er faldet betydeligt. Hvis der ikke kan tæres meget mere på lagrene, kan det være nødvendigt at øge produktionen i den kommende tid for at imødekomme efterspørgslen. Det vil kunne bidrage til at løfte væksten midlertidigt i de kommende kvartaler.

Tegnene på bedring i den globale økonomi har ført til, at markedsdel-tagerne forventer økonomisk fremgang i bl.a. USA, Japan og Kina i 2010, jf. tabel 1, mens udsigterne for Europa vurderes svagere. Generelt er der tale om en langsom og beskeden forbedring af konjunkturerne.

De seneste kvartaler er husholdningernes opsparing i mange industri-lande vokset kraftigt som reaktion på faldende formuer og stigende usikkerhed omkring den fremtidige økonomiske situation. I USA har husholdningernes opsparingskvote de seneste måneder ligget mellem 4 og 6 pct. af den disponible indkomst, hvor den i perioden 2005-07 lå mellem 1 og 2,5 pct. En stor del af de finanspolitiske lempelser, der di- rekte har været målrettet husholdningerne, er slået ud i øget opsparing. Tendensen til stigende opsparing gør sig også gældende i de europæi- ske lande, både i lande som Storbritannien, hvor opsparingskvoten var faldet til et meget lavt niveau, og i Tyskland, hvor opsparingskvoten som udgangspunkt var væsentligt højere.

SENESTE SKØN FOR UDVIKLINGEN I REALT BNP

Tabel 1

	OECD		Konsensus		Vægte	
	2009	2010	2009	2010	Global økonomi	Danmarks eksport
USA	-2,8	-	-2,6	2,3	23,5	5,5
Euroområdet	-3,9	-	-4,3	0,6	22,5	39,8
Tyskland	-4,8	-	-5,8	0,7	6,0	17,7
Frankrig	-2,1	-	-2,8	0,4	4,7	4,4
Italien	-5,1	-	-5,1	0,3	3,8	3,1
Storbritannien	-4,7	-	-4,3	0,9	4,4	8,3
Japan	-5,6	-	-6,1	1,3	8,1	2,0
Kina	-	-	8,3	9,3	7,3	1,9
Indien	-	-	6,2	7,2	2,0	0,5

Anm.: Vægt i verdensøkonomien er 2008-tal i markedsvalutakurser fra IMF's *World Economic Outlook*-database fra april 2009. Vægtene for dansk eksport er for 2008.

Kilde: IMF, *World Economic Outlook*, april 2009 database, OECD, interimskøn september 2009, Consensus Inc, konsensus-skøn august 2009 og Danmarks Statistik.

Strukturelt set er det en sund udvikling, at husholdningerne sparer mere op i de lande, hvor opsparingen har været meget lav de seneste år. En stigende opsparingskvote i husholdningerne mindsker dog gennemslaget af de aktuelle finanspolitiske lempelser. Fortsætter tendensen til øget opsparing, bliver forbrugsudviklingen svag og medfører en langsommere økonomisk fremgang, når den offentlige efterspørgsel normaliseres. Økonomierne vil da i en længere periode have betydelig ledig kapacitet, hvilket vil dæmpe erhvervsinvesteringerne.

De seneste udlånsundersøgelser i USA og euroområdet peger på, at opstramningen i bankernes kreditvilkår er fortsat, men at bankerne nu strammer i et langsommere tempo end tidligere. Låneefterspørgslen er aftagende i takt med den realøkonomiske tilbagegang. I de vigtigste økonomier ser det ikke ud til, at bankernes udlån i forhold til den økonomiske aktivitet falder mere end i tidligere lavkonjunkturer.

Arbejdsmarkedet er stadig svagt i de fleste industrilande, og ledigheden vokser fortsat. Med udsigt til at produktionen i 2010 vil ligge under produktionsniveauet i en normal konjunktursituation, ventes arbejdsløsheden fortsat at stige langt ind i 2010 i mange lande. I USA er stigningen i ledigheden aftaget i løbet af sommeren efter at være steget markant siden slutningen af 2007. I euroområdet er ledigheden steget væsentligt mindre end i USA. Særligt i Tyskland er ledigheden kun steget svagt, bl.a. som følge af en stor udbredelse af såkaldt "Kurzarbeit", hvor det offentlige betaler løntilskud ved nedsat arbejdstid i en periode.

Det er endnu for tidligt at gøre status over den finansielle krises effekter på økonomien fremadrettet, men en række forhold står allerede nu klart. For det første er produktionen i alle de største økonomier faldet betydeligt, så den i 2. kvartal 2009 var mellem 4 og 7 pct. mindre end ved krisens begyndelse, jf. figur 1. I industrilandene kommer det formentlig til at tage en årrække, inden man når tilbage til produktionsniveauet fra før recessionen. For det andet er det sandsynligt, at økonomiernes potentielle produktion er blevet mindre som et resultat af krisen, jf. boks 1.

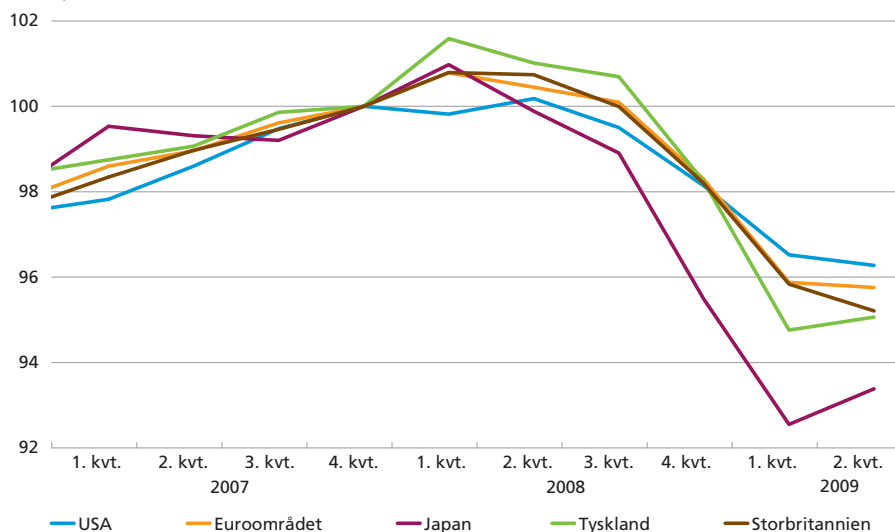
Prisudvikling

Inflationspresset i de industrialiserede lande aftager fortsat. I USA og euroområdet var forbrugerpriserne i juli 2009 lavere end i samme måned sidste år, hvilket hovedsageligt skyldes de høje olie- og fødevarerpriser i 2008. Hvis man ser bort fra disse komponenter, har faldet i inflationen været begrænset på trods af den høje grad af ledig kapacitet i økonomierne. I USA steg forbrugerpriserne rensat for energi og fødevarer omkring 1,5 pct. år-til-år i sommeren 2009 mod 2,5 pct. på samme tids-

PRODUKTIONSTAB I DE STØRSTE INDUSTRILANDE

Figur 1

Indeks, 4. kv. 2007 = 100



Anm.: Udviklingen i BNP i faste priser. Sæsonkorrigerede data. Indekset er sat lig med 100 i 4. kvartal 2007, da det er fastsat som begyndelsen på recessionen i USA af National Bureau of Economic Research, der daterer recessioner. Seneste observation er 2. kvartal 2009.

Kilde: Reuters EcoWin og egne beregninger.

punkt sidste år, mens vækstraten i euroområdet er faldet fra i underkan-
ten af 2 pct. sidste år til 1,3 pct. i juli 2009.

De faldende forbrugerpriser ser kun ud til at have påvirket forventning-
erne til prisudviklingen på kort sigt, mens forventningerne på mellem-
langt og langt sigt ser ud til at være forankrede i de fleste lande. Lønstig-
ningstakten er aftagende i industrilandene som følge af de svage ar-
bejdsmarkeder. I USA er lønstigningstakten faldet til det laveste niveau i
25 år, og i fremstillingssektoren falder de nominelle lønninger. I euroom-
rådet er lønstigningstakten aftaget forholdsvis kraftigt. Det har hovedsa-
geligt baggrund i fald i arbejdstiden og fleksible lønelementer såsom bo-
nusser mv. og kun i mindre grad faldende timelønstigninger.

Da effekterne fra de høje råvarepriser frem til midten af 2008 aftager i
løbet af efteråret, forventes forbrugerprisinflationen igen at blive posi-
tiv mod slutningen af året. Yderligere er råvarepriserne igen steget kraf-
tigt siden årsskiftet, hvilket vil bidrage til at trække forbrugerpriserne
opad fra efteråret. Prisen på olie er steget fra under 40 dollar pr. tønde
ved årsskiftet og til omkring 70 dollar primo september. Prisen på metal-
ler er også vokset betragteligt i løbet af foråret, mens fødevarerpriserne
har været mere stabile. Det er især stærk efterspørgsel efter jernmalm,
kul og olie i Kina, der har bidraget til de stigende råvarepriser.

POTENTIEL PRODUKTION OG VÆKST

Boks 1

Potentiel produktion er det produktionsniveau, som er foreneligt med en stabil pris- og lønudvikling og en normal kapacitetsudnyttelse. Potentiel produktion bestemmes af de underliggende niveauer af kapital, arbejdskraft og den effektivitet, hvorved kapital og arbejdskraft indgår i produktionen. Potentiel produktion er uobserverbar, og det er således nødvendigt at estimere niveauet. Niveauet og væksten i potentiel produktion er derfor behæftet med usikkerhed.

Europa-Kommissionen, OECD og IMF har alle nedrevideret deres skøn for væksten i potentiel produktion markant for USA, euroområdet og Danmark i 2009-10 som følge af den nuværende krise, jf. tabel 2.

SKØN FOR VÆKST I POTENTIEL PRODUKTION, GENNEMSNIT 2009-10

Tabel 2

Pct.	OECD		IMF		Europa-Kommissionen	
	Før krisen	Seneste	Før krisen	Seneste	Før krisen	Seneste
Euroområdet	1,9	0,9	2,0*	0,2	1,5	0,7
Danmark	1,0	0,5	2,2	1,5	1,4	0,7
USA	2,3	1,6	2,5	1,2	1,6	1,3

Anm.: OECD og Europa-Kommissionen offentliggør skøn hvert halve år, og IMF offentliggør skøn årligt for euroområdet og USA, mens skønnet for Danmark offentliggøres hvert andet år. Seneste skøn fra OECD stammer fra juni 2009, mens Kommissionens seneste skøn er fra maj 2009. IMF's seneste skøn på vækst i potentiel produktion for USA og euroområdet er juli 2009 og for Danmark december 2008. *IMF's skøn for potentiel vækst for euroområdet fra før krisen dækker kun 2009.

Kilde: OECD, IMF og Europa-Kommissionen.

Nedskrivningerne tilskrives, at:

- strammere kreditvilkår og mere begrænsede finansieringsmuligheder reducerer investeringerne,
- den lavere efterspørgsel og produktion begrænser investeringerne og dermed kapitalapparatets størrelse,
- færre forsknings- og udviklingsaktiviteter mindsker effektivitetsgevinsterne ved brug af kapital og arbejdskraft i produktionen,
- stigende ledighed giver sig udslag i højere strukturel ledighed, da risikoen for langtidsledighed øges.

Det er tidligere set, at væksten i potentiel produktion er blevet reduceret under finansielle kriser.

Europa-Kommissionen og OECD finder det mest sandsynligt, at væksten i potentiel produktion gradvis vender tilbage til stigningstakterne forud for krisen i takt med, at de økonomiske forhold forbedres, jf. den stiplede gule linje i figur 2. Des hurtigere væksten vender tilbage til stigningstakterne forud for krisen, des mindre bliver velfærdstabene ved krisen.

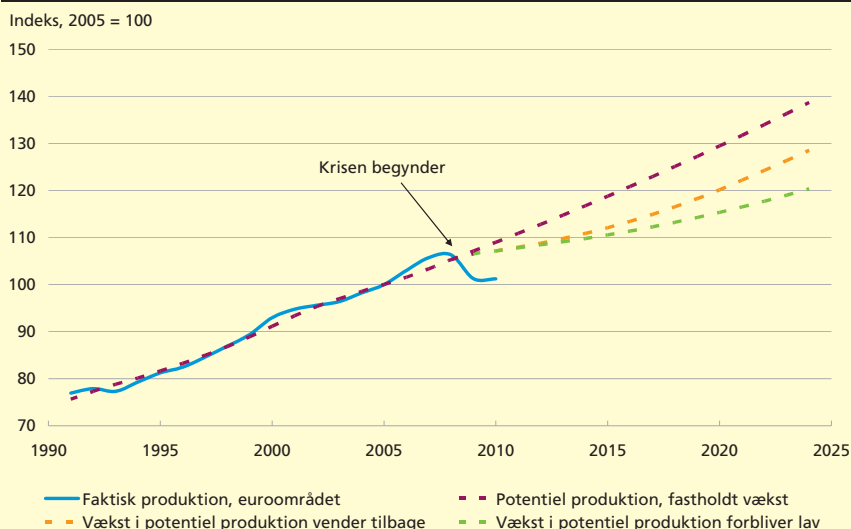
Der er en risiko for, at perioden med lav vækst i potentiel produktion forlænges, samt at væksten i potentiel produktion ikke vender tilbage til de samme stigningstakter som før krisen, jf. den stiplede grønne linje i figur 2. Det kan ske, hvis der implementeres reformer, som på kort sigt skal afbøde velfærdstabene ved krisen, men som vedvarende mindsker fleksibiliteten på arbejdsmarkedet og dæmper væksten i den effektivitet, hvormed kapital og arbejdskraft indgår i produktionen.

FORTSAT

Boks 1

POTENTIEL PRODUKTION OG ALTERNATIVE SCENARIER

Figur 2



Anm.: I forløbet med fastholdt vækst er potentiel produktion fremskrevet med den gennemsnitlige vækst i perioden 2006-08. I forløbet, hvor potentiel vækst vender tilbage, stiger væksten langsomt i perioden 2011-20, hvorefter potentiel produktion er fremskrevet med den gennemsnitlige vækst i perioden 2006-08. I forløbet, hvor væksten i potentiel produktion forbliver lav, er det antaget, at væksten i potentiel produktion først stiger i 2015, og at væksten ikke når op på den gennemsnitlige stigningstakt forud for krisen.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, nr. 85, juni 2009 og egne beregninger.

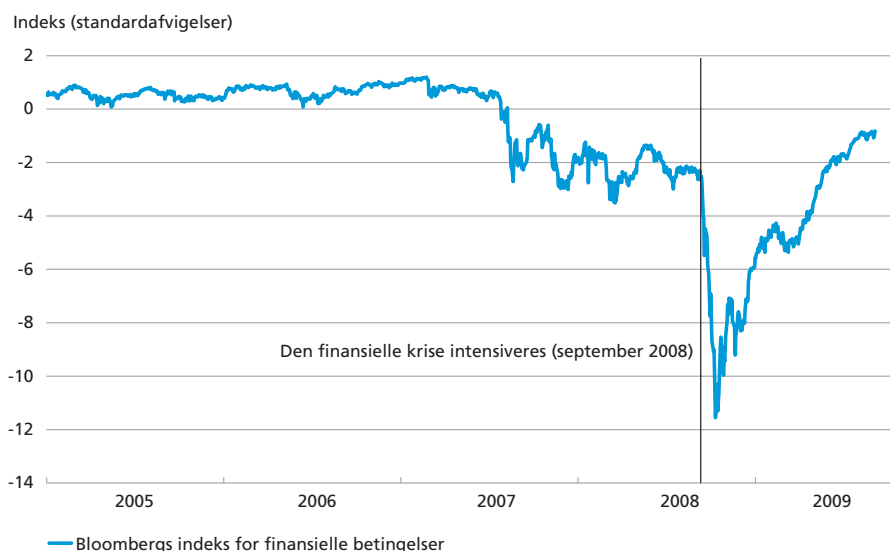
De finansielle markeder

De finansielle markeder har i løbet af sommeren været præget af større tillid til den realøkonomiske udvikling, og de omfattende politiske indgreb har medvirket til at øge risikovilligheden blandt investorerne. Kreditspænd på pengemarkedet og obligationsmarkedet nærmer sig niveauerne fra før krisen, volatiliteten i aktiemarkedet er aftaget, og aktiekurserne er steget yderligere siden juni. På den baggrund er de finansielle forhold forbedret markant siden det historiske lavpunkt i oktober 2008, jf. figur 3. Den panikagtige stemning har fortaget sig, men markedernes mere stabile tilstand bæres i udpræget grad af myndighedernes understøttende indgreb, og forholdene er stadig et stykke fra at være normaliseret.

Stor usikkerhed i kølvandet på finanskrisen forårsagede i efteråret 2008 en væsentlig kapitaludstrømning fra vækstøkonomierne. Stigende råvarepriser og mindre risikoaversion har gennem 2009 bidraget til, at kapitaludstrømningen er ophørt for de stærkeste vækstøkonomier i Asien og Latinamerika. I lande, der har været særlig berørt af finanskrisen, herunder Island og Letland, er risikovurderingen dog fortsat relativt høj.

SAMMENSAT INDIKATOR FOR FINANSIELLE BETINGELSER I USA

Figur 3



Anm.: Bloombergs sammensatte indikator for den finansielle udvikling – Bloomberg's Financial Conditions Index – sammenfatter udviklingen på penge-, obligations- og aktiemarkedet og giver et samlet billede af de forhold, der kendetegner de finansielle markeder i USA. Indekset sammenfatter udvalgte kreditspænd på penge- og obligationsmarkedet samt situationen på aktiemarkedet målt ved aktiekursudvikling og volatilitet. Indekset er normaliseret og angivet i antal standardafvigelser fra gennemsnittet for perioden januar 1994 til juni 2008. Afvigelser fra nul udtrykker dermed afstanden til gennemsnittet i perioden målt i standardafvigelser, hvor en negativ afvigelse på -12 udtrykker en situation, der ligger meget langt fra det "normale". For yderligere detaljer henvises til Bloomberg Financial Conditions Watch, 20. juli 2009. Data er i daglig frekvens, og seneste observation er 4. september 2009.

Kilde: Bloomberg.

Efter fald gennem juni er aktiekurserne verden over øget kraftigt siden midten af juli. Aktiekurserne i USA, euroområdet og Storbritannien var primo september steget med 8-9 pct. siden begyndelsen af juni. Aktiekursstigningerne har været drevet af investorernes mere positive syn på de økonomiske vækstudsigter. Bedre end ventede halvårsregnskaber fra flere finansielle institutioner i USA og Europa førte til ekstra store stigninger i de finansielle aktiekursindeks, der siden begyndelsen af juni er steget 14-18 pct., jf. figur 4. Aktiekurserne i vækstøkonomierne under ét er steget kraftigt det seneste halvår, og kursen er fra marts til september øget ca. 80 pct.¹ Den tilsvarende stigning var ca. 50 pct. i USA og euroområdet.

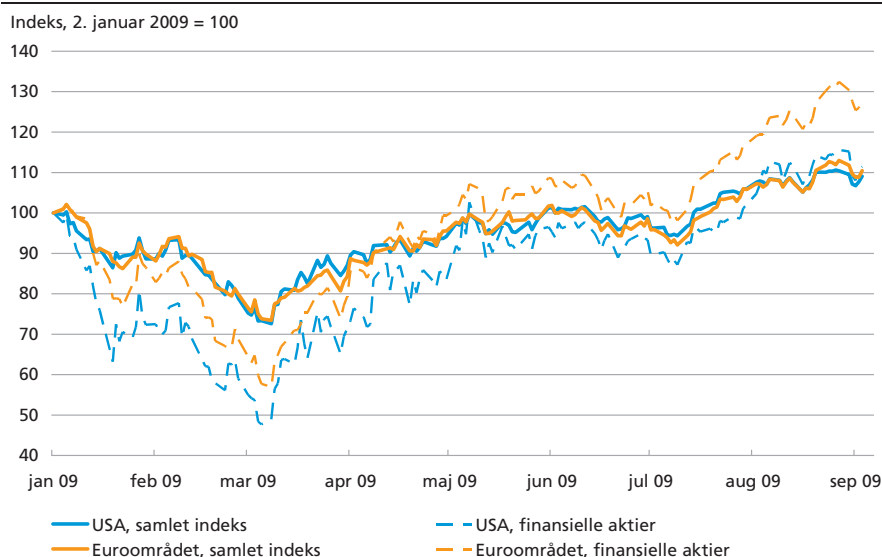
Otte af de største amerikanske banker fik i juni tilladelse af de amerikanske myndigheder til at tilbagebetale 68 mia.dollar, som de i efteråret modtog fra den 700 mia.dollar store amerikanske finansielle hjælpefond, TARP.² Tilbagebetalingerne illustrerer, at en vis stabilitet er vendt tilbage til det finansielle system. Banker og andre finansielle institutio-

¹ Målt ved det sammenvejede MSCI-indeks for vækstøkonomierne opgjort i dollar.

² Troubled Asset Relief Program, TARP.

UDVIKLING I AKTIEKURSER I USA OG EUROOMRÅDET

Figur 4



Anm.: For USA er de anvendte aktieindeks Standard & Poors 500 Composite Index og Standard & Poors 500, Financials. For euroområdet er de anvendte aktieindeks Euro STOXX, Broad Index samt Euro STOXX 600, Financials.

Kilde: Reuters EcoWin.

ner står dog ifølge IMF¹ fortsat over for yderligere nedskrivninger i takt med, at den realøkonomiske tilbagegang forårsager øgede tab på bankernes udlån. IMF vurderer, at kun ca. en tredjedel af de forventede nedskrivninger er gennemført. De største europæiske banker gennemgik frem til september såkaldte stresstests for at måle bankernes evne til at komme igennem den økonomiske krise. Hovedformålet med de europæiske stresstests er at vurdere den finansielle sektors levedygtighed som helhed.

Renten på 10-årige statsobligationer har vist relativt store udsving inden for et bånd på mellem 3,2 og 4 pct. i USA, euroområdet og Storbritannien siden juni. I begyndelsen af september var renten på en 10-årig statsobligation i USA, euroområdet og Storbritannien henholdsvis 3,4, 3,3 og 3,6 pct. Udviklingen på valutamarkedene har været relativt stabil over sommeren. Kursen for euro over for dollar, yen, schweizerfranc og britiske pund var i september omtrent på niveauet i juni. Svenske kroner er i perioden styrket væsentligt over for euro fra et svagt niveau.

¹ IMF, *Global Financial Stability Report*, april 2009 og *Global Financial Stability Report*, update, juli 2009.

Økonomisk politik

Pengepolitikken er fortsat stærkt ekspansiv i de væsentligste økonomier. Centralbankerne i USA, Japan og euroområdet har fastholdt den pengepolitiske rente lav og bibeholdt de ekstraordinære tiltag, som løbende er indført siden september 2008 for at øge bankernes likviditet og mindske kreditspænd på specifikke markeder. Bank of England og Sveriges Riksbank annoncerede yderligere pengepolitiske lempelser i løbet af sommeren. Bank of England meddelte 6. august, at centralbanken ville udvide rammen for opkøb af britiske obligationer med 50 mia.pund til samlet 175 mia.pund, mens Riksbanken 2. juli nedsatte reporenten med 25 procentpoint til 0,25 pct. med henvisning til en svag økonomisk udvikling.

Centralbankerne har lempet pengepolitikken betydeligt under krisen. Først og fremmest er de pengepolitiske renter nedsat kraftigt til 0-1 pct., og man har i udtalelser lagt vægt på, at de lave renteniveauer vil blive fastholdt i en længere periode. Det har trukket markedsrenterne yderligere ned. Desuden har centralbankerne i varierende omfang gjort brug af mere utraditionelle instrumenter med det formål at øge kreditvæksten ved at tilbyde bankerne rigelig likviditet. Herudover har den amerikanske centralbank, Federal Reserve, Bank of England og Bank of Japan og i mindre udstrækning Den Europæiske Centralbank, ECB, købt obligationer for at løsne op for specifikke segmenter på det finansielle marked.

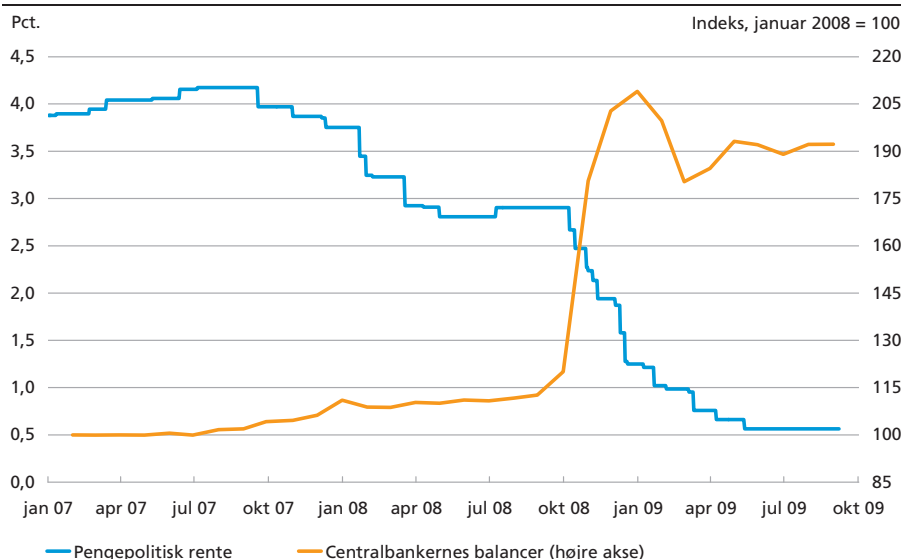
Samlet set er de pengepolitiske renter historisk lave i de største økonomier, og centralbankernes balancer er i sensommeren 2009 stadig kraftigt udvidede som følge af centralbankernes ekstraordinære tiltag, jf. figur 5. Det betyder, at pengepolitikken stramhed ikke alene kan vurderes på baggrund af de officielle renter, men at også centralbankernes utraditionelle instrumenter må tages med i vurderingen. Renten i en række segmenter på penge- og kapitalmarkederne er lavere, end de ellers ville have været, men effekten er meget usikker, og det er uklart, i hvilket omfang den rigelige likviditet har øget kreditforsyningen.

Den globale krise har medført, at de offentlige finanser er forværret verden over. Blandt G20-landene under ét ventes budgetunderskuddene i både 2009 og 2010 at være 5,5 pct. af BNP højere end i 2007. Gælden forudses endvidere at være forøget med ca. 40 pct. af BNP i 2014 svarende til en stigning, der ikke er set siden 2. verdenskrig.¹ Den førte finanspolitik under krisen er nærmere beskrevet i artiklen Virkning af finanspolitik under krisen, side 79.

¹ Mark Horton, Manmohan Kumar og Paolo Mauro, The State of Public Finances: A cross-country Fiscal Monitor, IMF, *Staff Position Note*, 30. juli 2009.

SAMMENVEJET PENGEPOLITISK RENTE OG CENTRALBANKBALANCE I VIGTIGE ØKONOMIER

Figur 5



Anm.: Vægtet gennemsnit af henholdsvis pengepolitisk rente og centralbankernes balancer i USA, Japan, euroområdet og Storbritannien. BNP i markedspriser i 2008 er brugt som vægte.

Kilde: Reuters EcoWin og egne beregninger.

NORDISKE STATSLÅN OG IMF-LÅNEPROGRAMMER

I november 2008 gav de øvrige nordiske lande Island tilsagn om statslån som led i Islands IMF-program. Låneaftalen mellem Island og Danmark, Finland, Sverige og Norge blev underskrevet 1. juli 2009 og giver Island mulighed for at opnå lån for samlet 1,775 mia.euro (13,2 mia.kr.) fra de nordiske lande. Hensigten er at yde Island langsigtet finansiering og hjælpe landet til at styrke valutareserverne i den svære økonomiske og finansielle krise, landet er i. Statslånene er knyttet sammen med IMF's låneprogram til Island, og udbetalingen af de nordiske lån skal ske i takt med udbetalinger under IMF-programmet, som forudsætter, at Island opfylder en række økonomisk-politiske betingelser, herunder vedrørende finanspolitikken, den finansielle sektor og de internationale kapitalbevægelser. Danmarks andel af de samlede nordiske statslån er 480 mio.euro svarende til 3,6 mia.kr. Island ansøgte 16. juli om optagelse i EU.

Letland og IMF's stab indgik i juli aftale om et revideret program for den økonomiske politik for at bane vejen for afslutningen af første programgennemgang under Letlands låneaftale med IMF og udbetaling af 178 mio. Special Drawing Rights, SDR (1,4 mia.kr.). Letland har som en del af IMF-programmet også modtaget lån fra bl.a. EU og Verdensban-

ken, ligesom de nordiske lande har besluttet at ville yde statslån på linje med lånene til Island og under forudsætning af en tilfredsstillende stabiliseringspolitik under IMF's låneprogram. Samtidig med aftalen om det reviderede IMF-program udbetalte EU anden tranche på 1,2 mia.euro af sit lån til Letland. IMF's bestyrelse godkendte den 27. august afslutningen af første gennemgang af IMF-programmet.

Som led i en indsats for at øge den globale likviditet godkendte IMF's repræsentantskab 7. august en tildeling af SDR til IMF's medlemslande for i alt 250 mia.dollar (1.298 mia.kr.). SDR-tildelingen har baggrund i G20-topmødeerklæringen fra London den 2. april 2009. SDR-tildelingen giver en ekstra reservestødpude, hvor lande med behov for "hård" valuta kan sælge tildelte SDR mod at få valuta fra et medlem med en stærk ekstern position. Danmark er blandt den gruppe af medlemslande med en tilstrækkelig stærk valutarisk position, som har indgået frivillige aftaler med IMF om at handle SDR mod hård valuta inden for aftalte grænser. Tildelingen af SDR sker proportionalt med landenes vægt i IMF, de såkaldte kvoter, og får valør den 28. august.¹ Som følge af tildelingerne er Danmarks SDR-tildelinger forøget fra 178,9 mio.SDR (1,5 mia.kr.) til 1,53 mia.SDR (12,4 mia.kr.).

DANSK ØKONOMI: PENGE- OG VALUTAFORHOLD

Den danske krone har de seneste måneder ligget stabilt over for euroen tæt på centralkursen i ERM2.

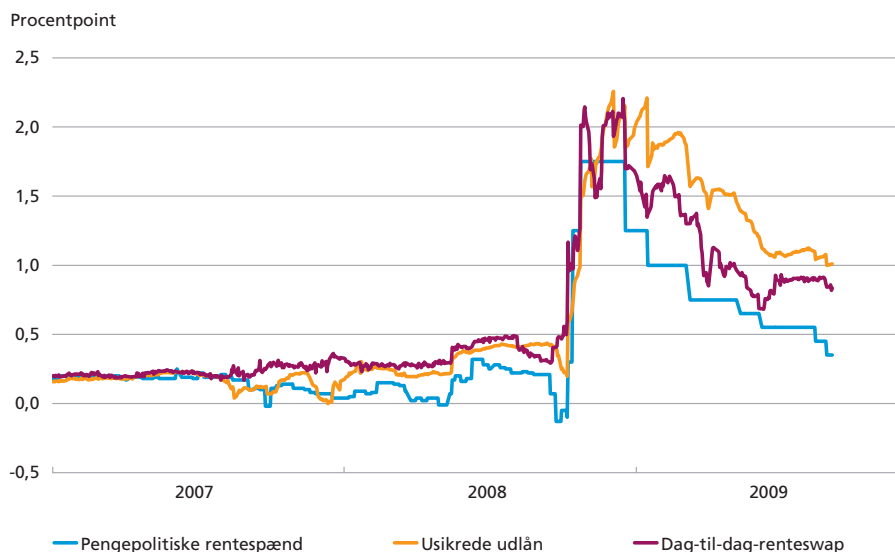
Nationalbanken satte med virkning fra 14. august 2009 udlånsrenten ned med 0,1 pct. til 1,45 pct. Samtidig blev renten på indskudsbeviser sat ned med 0,1 pct. til 1,35 pct., ligesom diskontoen og foliorenten blev nedsat med 0,1 pct. til 1,10 pct. Forskellen mellem Nationalbankens udlånsrente og ECB's rente ved de primære markedsoperationer (det pengepolitiske rentespænd) blev dermed indsnævret fra 0,55 pct. til 0,45 pct. Rentenedsættelsen havde baggrund i udviklingen på valutamarke- det, hvor Nationalbanken i en periode havde købt valuta i betydeligt omfang.

Med virkning fra 28. august 2009 nedsatte Nationalbanken udlånsren- ten med 0,1 pct. til 1,35 pct. Renten på indskudsbeviser samt diskontoen og foliorenten blev ligeledes sat ned med 0,1 pct. til henholdsvis 1,25 pct. og 1 pct. Det pengepolitiske rentespænd blev dermed yderligere indsnævret til 0,35 pct. Rentenedsættelsen havde baggrund i fortsat køb af valuta i markedet, og valutareserven var steget til 374 mia.kr. ved

¹ Dertil kommer en særlig SDR-tildeling, som blev besluttet i IMF's bestyrelse i 1997, men som først nu har fået tilslutning af 85 pct. af stemmerne i IMF med USAs ratifikation i juni 2009. Denne tildeling bidrog med yderligere 134,8 mio.SDR til Danmarks SDR-tildeling med valør 9. september.

PENGEPOLITISK RENTESPÆND OG 3-MÅNEDERS RENTESPÆND MELLEM DANMARK OG EUROOMRÅDET

Figur 6



Anm.: Det pengepolitiske rentespænd er forskellen mellem Nationalbankens udlånsrente og ECBs skæringsrente ved de primære markedsoperationer. I oktober 2008 overgik ECB fra at tildele en given likviditet til en variabel rente til at foretage fuld tildeling af likviditet til en fast rente. Rentespændet for usikrede udlån er spændet mellem Cibo og Euribor. Rentespændet for renteswaps er forskellen mellem den faste 3-måneders rente i en swap (med dag-til-dag-renten) i Danmark og euroområdet. Seneste observation er 4. september 2009.

Kilde: Danmarks Nationalbank og Reuters EcoWin.

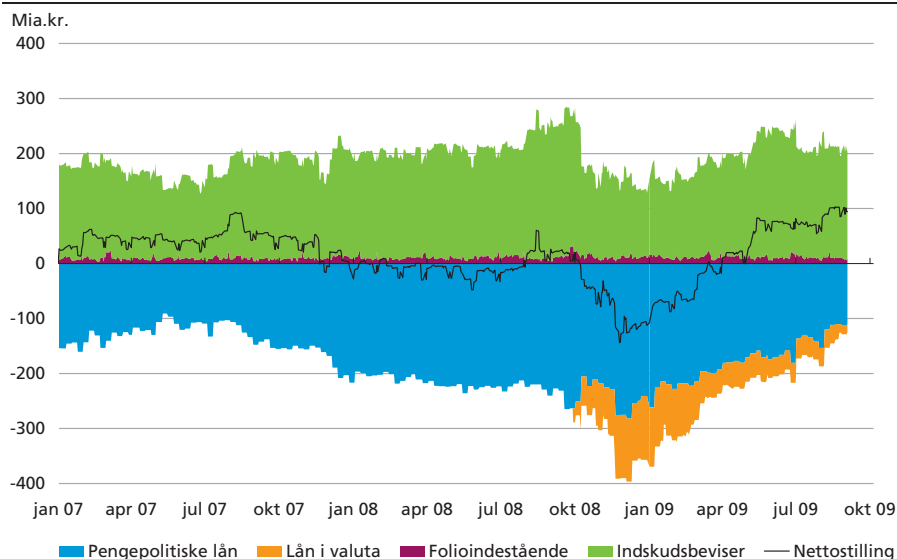
udgangen af august. Omkring 10 mia.kr. af forøgelsen kan henføres til tildelingen af SDR.

Forskellen mellem pengemarkedsrenterne i Danmark og euroområdet er en del større end det pengepolitiske rentespænd, jf. figur 6. Det skal bl.a. ses i lyset af, at pengemarkedsrenterne i euroområdet er meget lave som følge af, at ECB har tilført rigelig likviditet, bl.a. via lån med 1 års løbetid.

I forbindelse med en renteændring i begyndelsen af juni 2009 indførte Nationalbanken en marginal mellem udlånsrenten og indskudsbevisrenten på 0,1 pct. Formålet var at give penge- og realkreditinstitutterne et incitament til i højere grad at udligne indbyrdes likviditetsforskelle via pengemarkedet frem for at bruge Nationalbankens faciliteter. Den første markedsoperation, hvor den nye marginal var gældende, var 12. juni 2009. Penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken er fra 11. juni til begyndelsen af september steget med 20 mia.kr., jf. figur 7. Institutterne har i perioden reduceret deres låntagning med 61 mia.kr., mens indestående på folio og beholdningen af indskudsbeviser samlet set er formindsket med 42 mia.kr. Effekten af rentemarginalen er vanskelig at opgøre præcist, men efter indførelsen

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES NETTOSTILLING OVER FOR NATIONALBANKEN

Figur 7



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 swapaftaler med Federal Reserve og ECB. Seneste observation er 4. september 2009.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

har penge- og realkreditinstitutterne som helhed reduceret bruttoudnyttelsen af Nationalbankens faciliteter.

Penge- og realkreditinstitutterne havde i begyndelsen af september optaget lån i valuta for 16 mia.kr. i Nationalbanken i forbindelse med de swapaftaler, der blev indgået med Federal Reserve og ECB. Det er et fald på 93 mia.kr. siden begyndelsen af januar. Den midlertidige aftale med Federal Reserve er blevet forlænget indtil 1. februar 2010. I perioden fra begyndelsen af juni til begyndelsen af september har Nationalbanken afholdt tre auktioner, hvor der blev udbudt dollar, og to auktioner, hvor der blev udbudt euro. Nationalbankens dollar- og euroauktioner er yderligere beskrevet i artiklen side 47.

Det midlertidige sikkerhedsgrundlag ved lån i Nationalbanken blev med virkning fra 17. juli 2009 udvidet med statsgaranterede unoterede bankobligationer mv. Fra samme dato ændredes reglerne for lån mod sikkerhed i låneobligationer, der fremover vil indgå i det midlertidige sikkerhedsgrundlag. Det betyder, at låneobligationer kan anvendes som sikkerhed for alle typer lån i Nationalbanken i danske kroner uden rentetillæg.

Udbetalinger af statslige kapitalindskud til penge- og realkreditinstitutterne i forbindelse med Kreditpakken (Bankpakke 2) øger alt andet lige penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for National-

banken. Den 30. juni 2009 var sidste frist for at ansøge om de statslige kapitalindskud. Ved fristens udløb havde 50 penge- og realkreditinstitutter ansøgt om i alt 63 mia.kr., hvoraf 35 mia.kr. var udbetalt. Det resterende beløb planlægges udbetalt inden årets udgang til de institutter, der har ansøgt og fastholder deres ansøgning, og som opfylder kravene i loven om statsligt kapitalindskud i kreditinstitutter.

Roskilde Bank, som er under afvikling, blev 10. august overdraget til Finansiell Stabilitet A/S fra Nationalbanken og Det Private Beredskab. Ud over ejerskabet til Roskilde Bank overtog Finansiell Stabilitet A/S et ansvarligt lån fra Nationalbanken, ligesom de overtog den lånefacilitet i Nationalbanken, der var stillet til rådighed for Roskilde Bank.

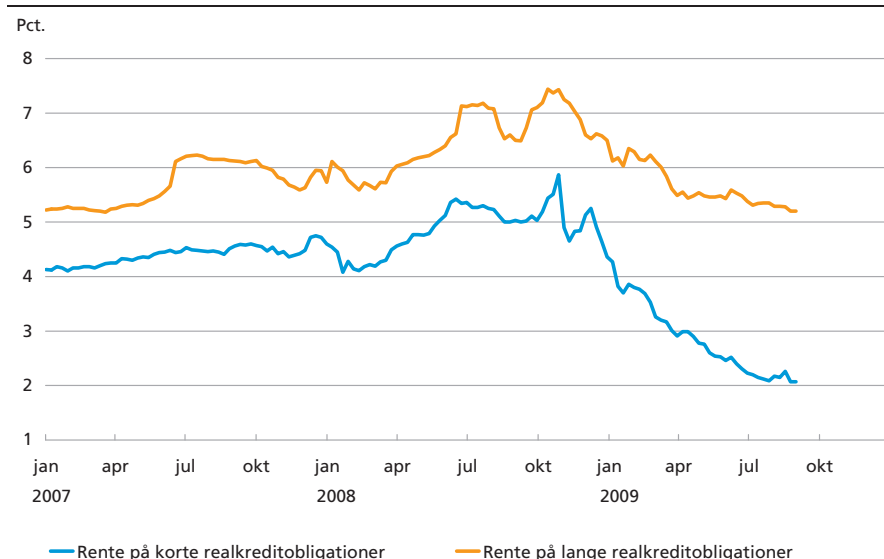
Obligationsrenter og kreditinstitutternes renter

Renten på 10-årige danske statsobligationer lå på 3,7 pct. i begyndelsen af september, hvilket er lidt lavere end i begyndelsen af juni. Det løbetidskorrigerede rentespænd mellem danske og tyske 10-årige statsobligationer er i samme periode indsnævret en anelse til 0,25 pct.

Renten på korte og lange danske realkreditobligationer er faldet med henholdsvis 0,4 og 0,2 pct. siden begyndelsen af juni og lå i begyndelsen af september på henholdsvis 2,1 og 5,2 pct., jf. figur 8. De lave korte renter og en stejle rentekurve har medført, at størstedelen af nyudstedelser er rentetilpasningsobligationer. Rentetilpasningsauktionerne i de-

RENTER PÅ REALKREDITOBLIGATIONER

Figur 8



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. Seneste observation er uge 36, 2009.

Kilde: Realkreditrådet.

ember 2009 bliver derfor meget store, jf. artiklen Danske realkreditobligationer under den finansielle uro, side 51.

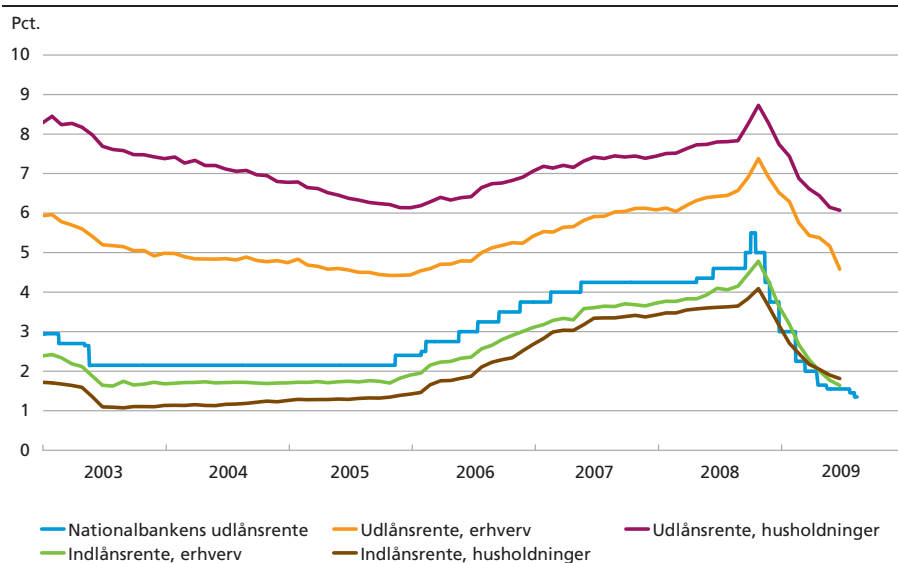
Pengeinstitutternes renter over for deres kunder er faldet samtidig med, at Nationalbanken har sat de pengepolitiske renter ned, men sammenhængen er ikke en til en, jf. figur 9. Fra november 2008, hvor Nationalbanken begyndte at sætte de pengepolitiske renter ned, til juli 2009 er pengeinstitutternes gennemsnitlige udlånsrenter til husholdninger og erhverv faldet med henholdsvis 2,7 og 2,8 pct., mens indlånsrenterne er faldet med 2,3 og 3,1 pct. En række pengeinstitutter har annonceret, at de vil nedsætte renterne over for deres kunder i september som følge af Nationalbankens seneste rentenedsættelser. På en stor del af pengeinstitutternes erhvervsudlån følger forrentningen dog Cibor.

Udviklingen i de danske pengeinstitutters renter svarer nogenlunde til den i euroområdet. Forskellen mellem udviklingen i udlånsrenterne til erhverv i Danmark og euroområdet de seneste måneder kan stort set forklares ud fra udviklingen i det pengepolitiske rentespænd og det usikrede pengemarkedsrentespænd.

Rentemarginalen over for erhverv er faldet fra juni til juli, jf. figur 10, men set i forhold til efteråret 2008 er den steget. Udvidelsen af rentemarginalen har flere årsager. Den finansielle krise har ført til øgede nedskrivninger og tab, primært på engagementer med erhvervskunder. Risikopræmien på erhvervsudlån er desuden øget som følge af den sva-

DISKONTOEN OG PENGEINSTITUTTERNES GENNEMSNIKSRENTER

Figur 9

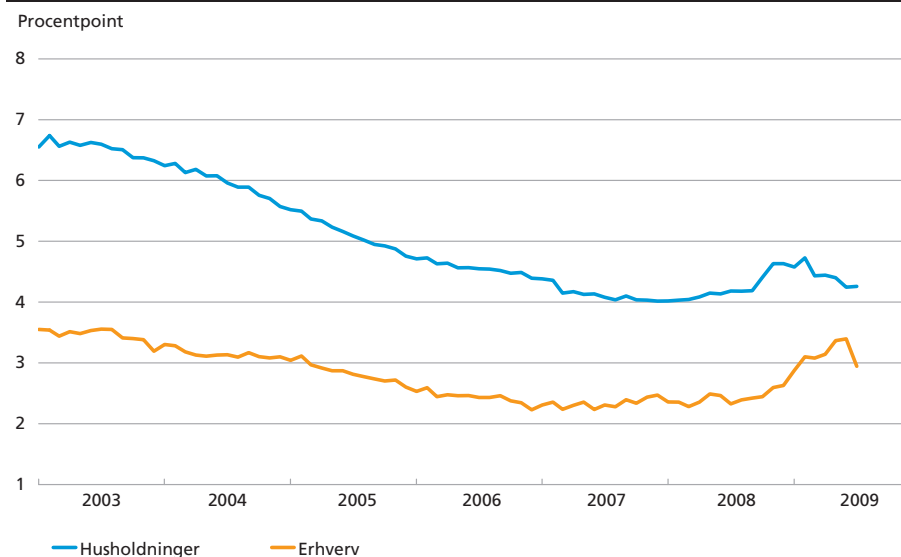


Anm.: Nationalbankens udlånsrente er på daglig basis. Øvrige renter er månedsgennemsnit for udestående forretninger. Erhverv er ikke-finansielle selskaber. Seneste observation for Nationalbankens udlånsrente er 4. september 2009 og for de øvrige renter juli 2009.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

PENGEINSTITUTTERNES RENTEMARGINAL OVER FOR HUSHOLDNINGER OG ERHVERV

Figur 10



Anm.: Rentemarginalen er opgjort som forskellen mellem pengeinstitutternes gennemsnitlige ud- og indlånsrente over for henholdsvis husholdninger og erhverv. Erhverv er ikke-finansielle selskaber. Seneste observation er juli 2009.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

ge konjunkturudvikling. Hertil kommer betalingen for statsgarantien i Bankpakke 1, og at finanskrisen generelt har gjort det relativt dyrt for pengeinstitutterne at finansiere sig på penge- og kapitalmarkederne. Øgede finansieringsomkostninger har været en af faktorerne bag stramningerne af kreditpolitikken over for erhverv siden 3. kvartal 2008, jf. Nationalbankens udlånsundersøgelse. Udvidelsen af rentemarginalen skal også ses i lyset af et behov for konsolidering med større reserver og kapital i banksystemet.

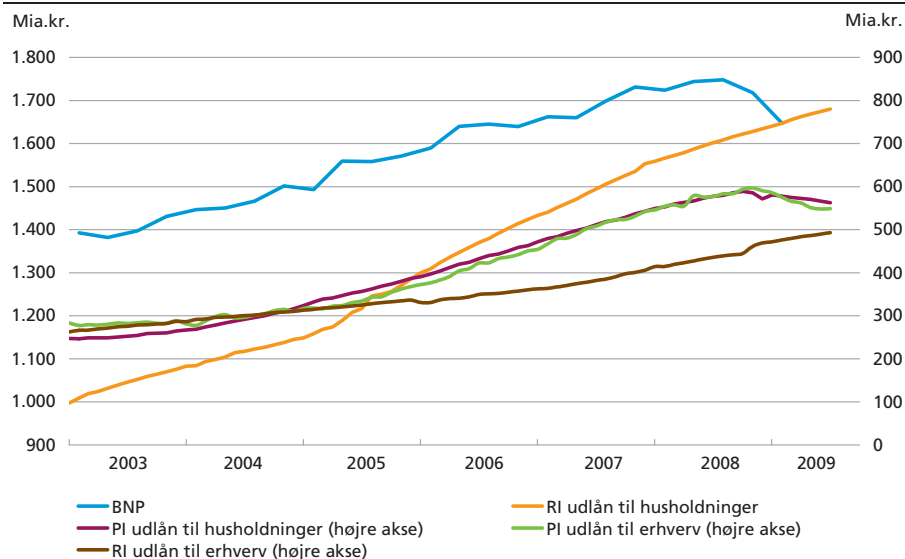
Kreditudviklingen

Den samlede udlånsvækst til husholdninger og erhverv fra penge- og realkreditinstitutter placeret i Danmark har fortsat været aftagende de seneste måneder og var omkring 3 pct. år-til-år ultimo juli. Korrigeret for sæsonudsving har pengeinstitutternes udlån til husholdninger været faldende siden slutningen af 2008, hvorimod udlånet til erhverv har været nogenlunde uændret siden maj 2009 efter et forudgående fald, jf. figur 11. Realkreditinstitutternes udlån er i hele perioden fortsat med at stige, og der er således sket en substitution fra lån i pengeinstitutter til lån i realkreditinstitutter.

Udlånsudviklingen i Danmark har fællestræk med udviklingen i en række europæiske lande, der også havde en kraftig udlånsvækst frem til

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN TIL HUSHOLDNINGER OG ERHVERV SAMT BNP

Figur 11



Anm.: RI er realkreditinstitutter. PI er pengeinstitutter. Sæsonkorrigerede data. BNP er i løbende priser og opregnet til årsniveau. Udlån er månedsdata. Udestående udlån fra penge- og realkreditinstitutter placeret i Danmark. Erhverv er ikke-finansielle selskaber. Seneste observation for udlån er juli 2009 og for BNP 1. kvartal.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

2008, hvorefter udlånet er bremset op, jf. figur 12. Som følge af opbremsningen i særligt erhvervsudlån har der været en diskussion af, om pengeinstitutterne har reduceret udbuddet af lån med væsentligt mere, end der kan begrundes med den svage konjunktursituation, således at kreditværdige låntagere ikke kan opnå finansiering. En sådan situation, en såkaldt kreditklemme, vil selvstændigt være med til at dæmpe konjunkturudviklingen.

I vurderingen af, om der er en generel kreditklemme, belyses penge- og realkreditinstitutternes kreditgivning fra forskellige sider, herunder den faktiske udlånsudvikling og information om bankernes og virksomhedernes vurdering af kreditsituationen.

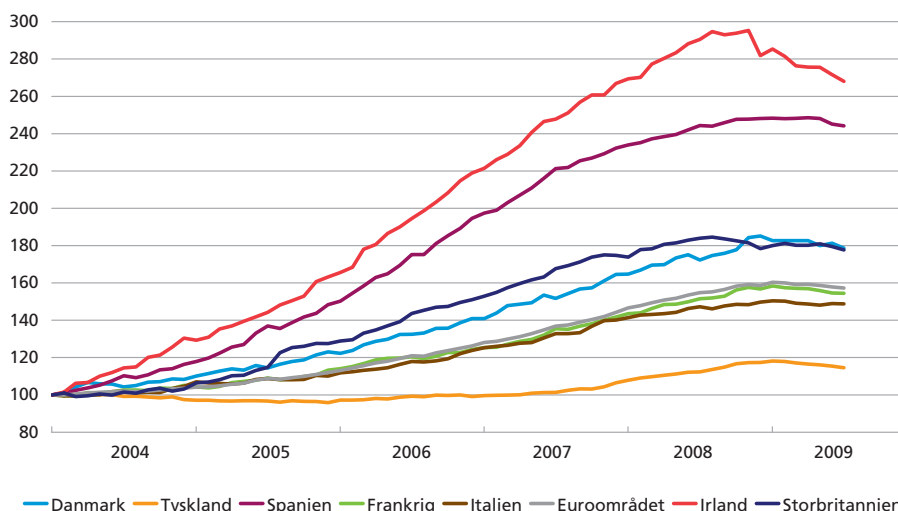
Faldet i pengeinstitutternes udlån til erhverv kan primært tilskrives trukne kassekreditter, der udgør omkring 40 pct. af det udestående udlån til erhverv, og som er faldet med omkring 48 mia.kr. siden årsskiftet.¹ Det skyldes givetvis en kombination af såvel kreditstramninger som faldende efterspørgsel. Det hører her med til billedet, at erhvervslivet med virkning fra februar fik forlænget kredittiden for moms, A-skat og arbejdsmarkedsbidrag. Likviditetsvirkningen heraf skønnes at være omkring 50 mia.kr. Den gradvise udfasning af ordningen frem mod årsskiftet vil belaste virksomhedernes likviditet med samme beløb.

¹ Tallene dækker de fuldt indberettende institutter, der indberetter til Nationalbankens MFI-statistik.

UDLÅN TIL ERHVERV I UDVALGTE LANDE

Figur 12

Indeks, januar 2004 = 100



Anm.: Udlån fra monetære finansielle institutioner (MFI'er) til ikke-finansielle selskaber. Seneste observation er juli 2009.
 Kilde: ECBs Statistical Data Warehouse, Bank of England og Danmarks Nationalbank.

Udviklingen i BNP er en indikator for transaktions- og finansieringsbehovet i økonomien. Kredit til erhverv har ikke udviklet sig ekstraordinært svagt, når konjunkturudviklingen tages i betragtning. Set i et længere perspektiv har den svage udvikling i kreditgivningen i den seneste tid ikke været usædvanlig, jf. figur 13. Over de senere år er udlånet i forhold til BNP samlet set vokset stærkt og ligger i dag på et højt niveau. Udlånene i forhold til BNP er tidligere faldet, fx i begyndelsen af 1990'erne, hvor bankerne også var presset på deres indtjening.

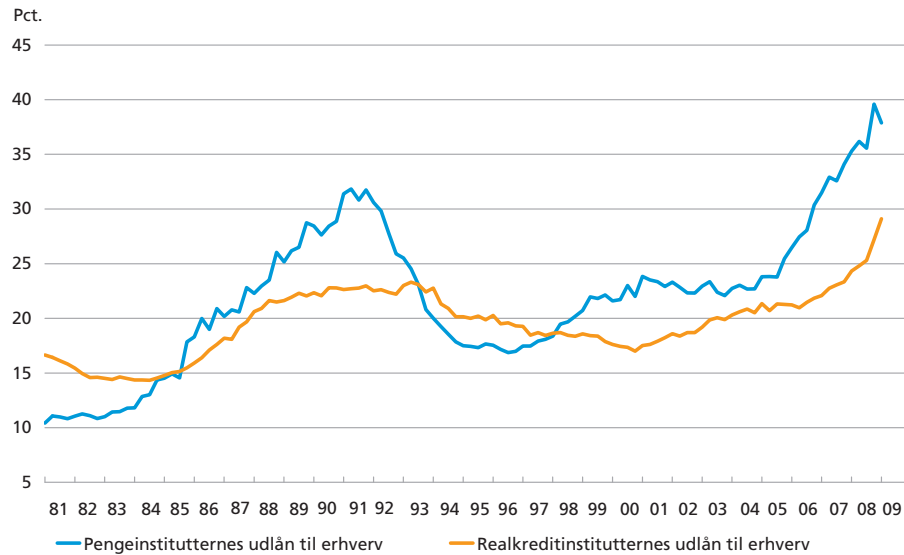
Ud over lån fra penge- og realkreditinstitutter kan virksomhederne opnå kredit via obligationsfinansiering, lån fra andre virksomheder, leverandør- og varekreditter og i form af skyldig skat mv. Den samlede kreditgivning til erhverv er i løbet af 2008 og 1. kvartal 2009 steget fra at udgøre 106 pct. af BNP til at udgøre 124 pct. Forholdet mellem den samlede låntagning i penge- og realkreditinstitutter og anden låntagning har været nogenlunde uændret.

Nationalbankens udlånsundersøgelse belyser udviklingen i kreditinstitutternes udlånspolitik, og dermed i hvilket omfang udlånsudviklingen er drevet af udbudsfaktorer. Efter to kvartaler med markante stramninger af kreditstandarden over for erhverv var 2. kvartal 2009 omtrent uforandret i forhold til 1. kvartal, jf. figur 14.

Udlånsundersøgelsen opgøres i ændringer fra kvartal til kvartal. Selv om institutterne netto svarede, at kreditpolitikken i 2. kvartal 2009 ikke

UDLÅN TIL ERHVERV I FORHOLD TIL BNP SIDEN 1981

Figur 13



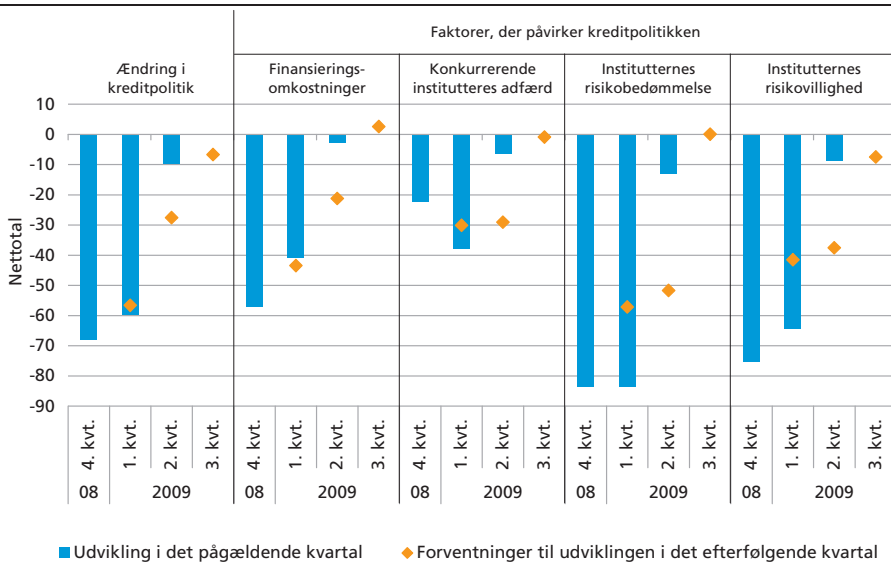
Anm.: Erhverv er ikke-finansielle virksomheder. Der er foretaget diverse korrektioner for databrud i udlånsrækkerne tilbage i tid. Data er på kvartaler, og BNP er sæsonkorrigeret. Seneste observation 1. kvartal 2009.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

blev strammet væsentligt, skal det ses i lyset af, at institutterne strammede kraftigt i de forrige kvartaler, så de foregående stramninger fortsat er i kraft.

ÆNDRING I KREDITINSTITUTTERNES KREDITPOLITIK OVER FOR ERHVERV OG FAKTORERNE BAG

Figur 14



Kilde: Danmarks Nationalbank.

Det er naturligt, at penge- og realkreditinstitutterne i lyset af konjunkturaftmatningen har strammet kreditstandarderne for at mindske risikoen for tab på udlån. Den mest markante faktor bag stramningerne er institutternes risikobedømmelse, der afspejler deres vurdering af låntagernes kreditværdighed og herunder konjunkturerne. Institutternes risikovillighed har også bidraget til stramningerne.

Penge- og realkreditinstitutternes stramninger af kreditpolitikken har ifølge udlånsundersøgelsen haft betydning for vilkårene for erhvervsudlån bl.a. i form af højere priser og krav til sikkerhedsstillelse. Pengeinstitutternes samlede rentemarginal er da også øget siden efteråret 2008, efter at den over en længere periode var blevet indsnævret. Rentemarginalen blev ligeledes udvidet i begyndelsen af 1990'erne, hvor pengeinstitutterne også havde store tab. Kravene til sikkerhedsstillelse afspejler sig også i substitutionen fra banklån til realkreditlån.

Udlånsundersøgelsen giver ligeledes information om penge- og realkreditinstitutternes vurdering af udviklingen i efterspørgslen efter lån. Institutterne, særligt pengeinstitutterne, har rapporteret om faldende efterspørgsel efter lån, hvilket stemmer overens med konjunkturbilledet.

Virksomhedernes vurdering af kreditsituationen er en anden kilde til information om udbuds- og efterspørgselsforhold bag udlånsudviklingen. Bedømt ud fra Danmarks Statistiks konjunkturbarmetre er det kun en lille del af virksomhederne inden for industri samt byggeri og anlæg, der angiver finansielle begrænsninger som årsag til produktionsbegrænsninger, mens utilstrækkelig efterspørgsel angives som stadig stigende årsag, jf. figur 15 og 16.¹ Det er på linje med resultaterne fra Nationalbankens udlånsundersøgelse.

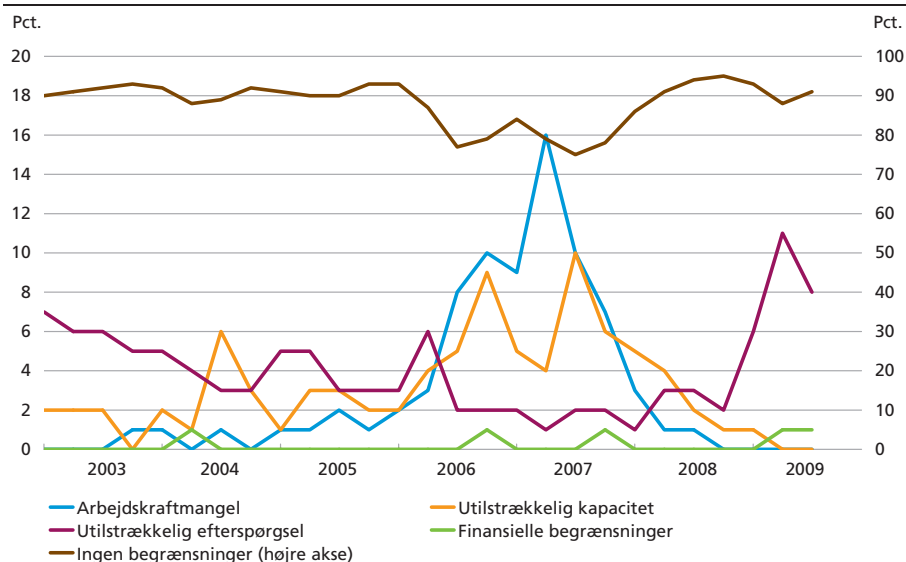
Sammenfattende har pengeinstitutterne strammet kreditvilkårene og øget rentemarginalen, men det skal ses i lyset af, at kreditpolitikken var for lempelig før krisen. Penge- og realkreditinstitutternes udlån er de seneste år vokset stærkt i forhold til produktionen og ligger i dag på et højt niveau set i et længere perspektiv. En tilpasning i nedadgående retning vil ikke være usædvanlig og er set tidligere. Samtidig har manglen på kredit ikke været en væsentligt begrænsende faktor for produktionen, og investeringsefterspørgslen er meget svag som følge af betydelig ledig kapacitet, både hvad angår kapitalapparat og boligbestand. På den baggrund er det overordnet set ikke muligt at påvise en generel kreditklemme.

Erfaringerne fra tidligere konjunkturforløb i Danmark er, at eventuel mangel på kredit ikke lægger væsentlige begrænsninger på styrken af

¹ Danmarks Statistiks konjunkturbarmetre for industrien og bygge- og anlægsvirksomhed skønnes i begge tilfælde at dække omkring 80 pct. af de beskæftigede i henholdsvis industrien og byggeriet.

**ANDEL AF INDUSTRIVIRKSOMHEDER MED OG UDEN
PRODUKTIONSBEGRÆNSNINGER**

Figur 15

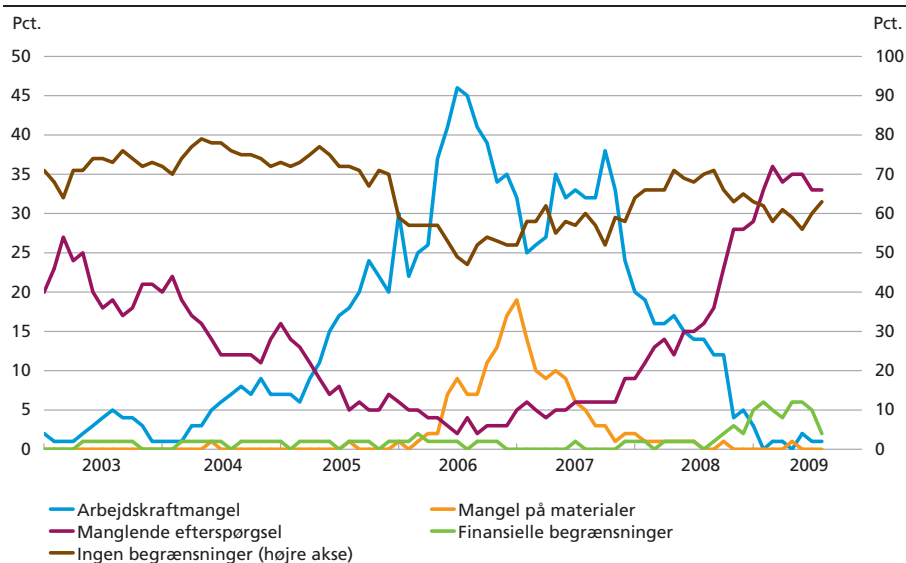


Anm.: Seneste observation er 3. kvartal 2009.

Kilde: Danmarks Statistik.

**ANDEL AF BYGGE- OG ANLÆGSVIRKSOMHEDER MED OG UDEN
PRODUKTIONSBEGRÆNSNINGER**

Figur 16



Anm.: Seneste observation er august 2009.

Kilde: Danmarks Statistik.

et begyndende opsving, idet virksomhederne normalt finansierer sig via tilbageholdt indtjening i begyndelsen af et konjunkturopsving.¹ Kredit efterspørgslen stiger først sent i konjunkturforløbet, når den eksisterende produktionskapacitet er udnyttet, og virksomhedernes egne reserver ikke rækker til at udvide kapitalapparatet.

Dansk økonomi, inkl. det finansielle system, gennemgår netop nu en tilpasning, hvor urentable virksomheder forsvinder. Tilpasningen ledsages af friktioner i det finansielle system. Nogle kreditinstitutter kan ønske at konsolidere sig for at opbygge reserver til at dække kommende forhøjelser af kapitalkrav som følge af nye internationale standarder. Kreditinstitutterne tilpasser kreditpolitikken og har udvidet deres marginaler over for en række virksomheder, og samtidig er det sværere at skifte bankforbindelse. Det har svækket konkurrencen i det finansielle system. Tilpasningen trækker i retning af, at både kreditinstitutter og øvrige erhvervsvirksomheder vil skulle producere med lavere fremmedkapitalandele og dermed lavere gearing. Situationen og styrken af friktionerne kan dog være forskellig fra kreditinstitut til kreditinstitut og fra erhvervsområde til erhvervsområde. På denne baggrund er det vigtigt fortsat at overvåge udviklingen i kreditværdige virksomheders adgang til finansiering.

DANSK ØKONOMI: REALØKONOMISKE FORHOLD

Økonomisk aktivitet

Den økonomiske aktivitet i Danmark er aftaget siden udgangen af 2007. I 1. kvartal 2009 faldt BNP med 1,1 pct., og konjunkturindikatorerne tyder på et yderligere fald i 2. kvartal 2009, hvor produktionen vurderes at være reduceret med mere end 5 pct. i forhold til niveauet ved udgangen af 2007.² Produktionstabt har således været nogenlunde på niveau med tabet i vores største samhandelslande.

Selv om produktionen i Danmark begyndte at aftage lidt tidligere end i udlandet, er der ikke tegn på, at vendingen vil komme hurtigere herhjemme, snarere tværtimod. Tillidsindikatorerne er imidlertid forbedret eller stabiliseret den seneste tid og peger på, at bunden for produktionen også er nået herhjemme.

Industri- og servicevirksomhederne er blevet mindre pessimistiske de seneste måneder. I august var der dog fortsat flere virksomheder, der ventede faldende beskæftigelse og omsætning i den kommende tid, end virksomheder, der ventede stigende omsætning og beskæftigelse.

¹ Jf. Kim Abildgren, Credit Dynamics in Denmark since World War II, *Nationaløkonomisk tidsskrift*, Bd. 147, nr.1, august 2009.

² Nationalregnskabet for 2. kvartal 2009 offentliggøres efter redaktionens afslutning.

Industriproduktionen er reduceret med omkring en femtedel det seneste år og lå i sommeren 2009 på det laveste niveau i 10 år. Det er især produktionen af konjunkturfølsomme varer som elektrisk udstyr, tekstil og komponenter til transportmiddelfremstilling, der er faldet, mens produktionen af mindre konjunkturfølsomme varer som medicin og fødevarer har været mere stabil. Afsætningen af industrivarer til hjemmemarkedet har stabiliseret sig de seneste måneder, mens salget til eksportmarkedet er steget, jf. figur 17. Sidstnævnte afspejler, at de internationale konjunkturer er begyndt at stabilisere sig, herunder at industriproduktionen i nogle af Danmarks største samhandelspartnere er vokset de seneste måneder.

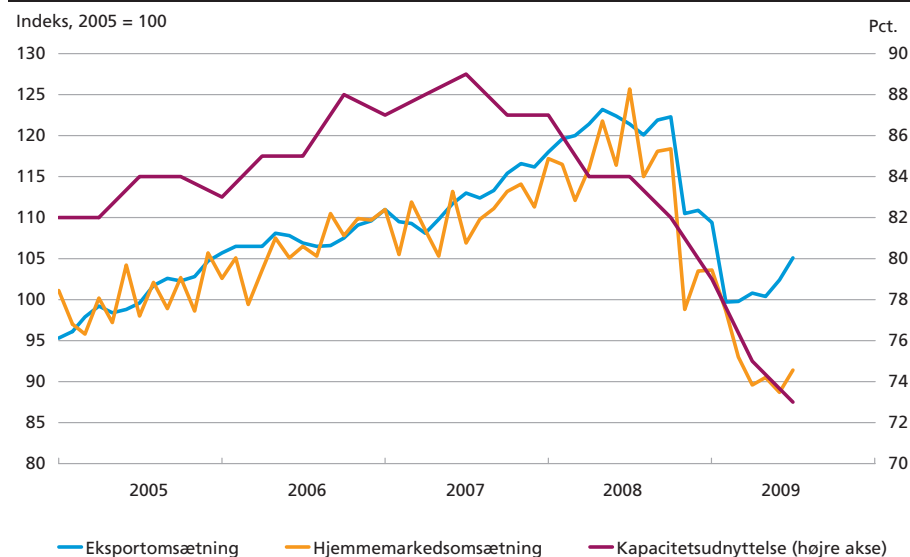
En del af faldet i industriproduktionen kan formentlig tilskrives, at virksomhederne har nedbragt deres lagre. Det understøttes af, at faldet i industri- og engroshandlens lagre i 2. kvartal 2009 var det største siden 1987, hvor Danmarks Statistiks lagerstatistik påbegyndtes.

I takt med at industriproduktionen er faldet, er der blevet mere ledig kapacitet i virksomhederne, jf. figur 17. Dermed er behovet for investeringer i nye maskiner, bygninger mv. blevet mindre, og erhvervsinvesteringerne er faldet betydeligt siden 2007.

I byggeriet har forventningsindikatoren stabiliseret sig de seneste måneder på et niveau betydeligt under det normale, så pessimismen er stadig udtalt. Beskæftigelsen i byggeriet er faldet i 1. halvår 2009, og

INDUSTRIENS OMSÆTNINGSSITUATION OG KAPACITETSUDNYTTELSE

Figur 17



Anm.: Sæsonkorrigerede serier. Omsætningen er i løbende priser. Seneste observation er juli 2009.

Kilde: Danmarks Statistik.

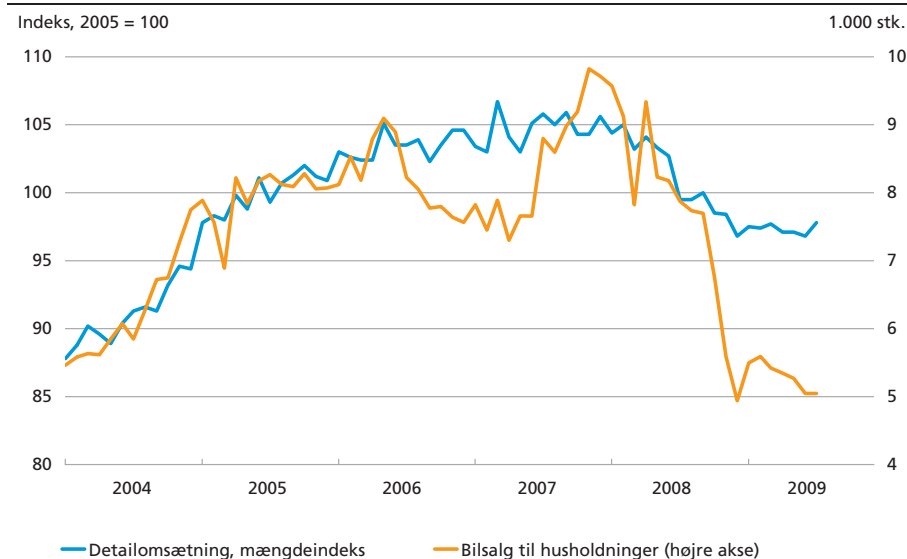
ledigheden er steget hurtigt til et niveau omkring 11 pct. blandt de forsikrede i juli. Det er først inden for de seneste måneder, at manglen på arbejdskraft i byggesektoren er forsvundet helt. Offentlige investeringer og tilskud til renovering af ejerboliger har været sat i værk for at fremme aktiviteten i byggeriet.

Forbrugertillidsindikatoren er forbedret markant det seneste halve år, men var stadig negativ i august. Stemningen blandt forbrugerne afspejles i detailsalget, som fortsatte med at falde i 1. halvår 2009, dog i et noget langsommere tempo end i 2. halvår 2008. Fra juni til juli 2009 steg det sæsonkorrigerede detailsalg 1,0 pct. Det er den største månedlige fremgang siden december 2007. Fremgangen kan have baggrund i udbetalingen af de indefrosne SP-midler.

Bilsalget til husholdninger faldt også i 2. kvartal 2009, hvor det lå hele 40 pct. under niveauet i samme kvartal sidste år, jf. figur 18. Fra juni til juli 2009 var det sæsonkorrigerede bilsalg til husholdninger uændret. Faldet i detailomsætningen og bilsalget i 2. kvartal 2009 indikerer, at det private forbrug også blev reduceret i forhold til kvartalet før. Det vil i så fald være femte kvartal i træk med fald i det private forbrug. Nedgangen i det private forbrug er sket samtidig med, at husholdningernes disponible indkomst er steget som følge af lønfremgang og skattelettelser, så den private opsparing er øget til et højt niveau. Finansministeriet

DETAILOMSÆTNING OG BILSALG TIL HUSHOLDNINGER

Figur 18



Anm.: Sæsonkorrigerede serier. Seneste observation er juli 2009.

Kilde: Danmarks Statistik.

skønnede i august, at husholdningernes reale disponible indkomst vil stige med 3,1 pct. i år og 4,4 pct. næste år. Hertil kommer udbetaling af SP-midler.

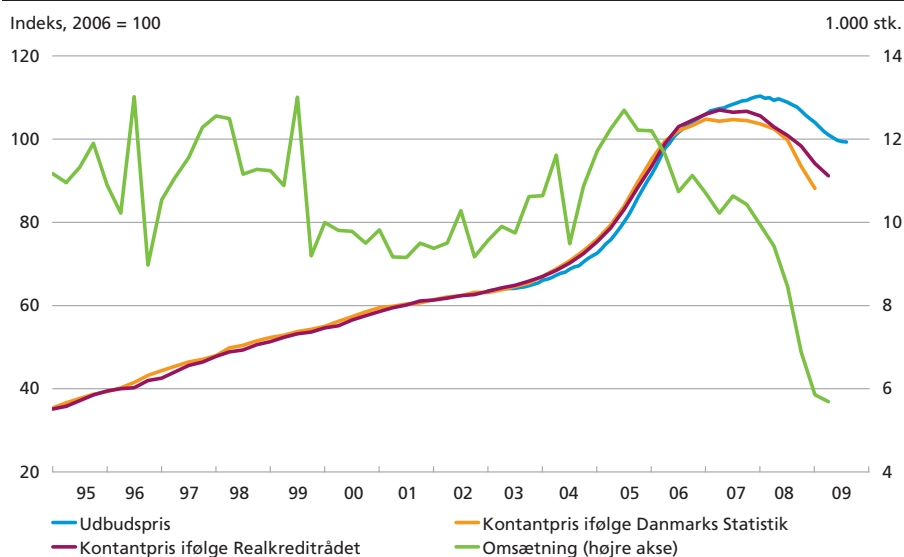
Boligmarkedet

Boligmarkedet var stadig svagt i 1. halvår 2009. Landsgennemsnittet for huspriserne faldt med 5,9 pct. i 1. kvartal 2009 og lå dermed 15 pct. under niveauet i samme kvartal sidste år ifølge Danmarks Statistiks opgørelse. Realkreditrådets opgørelse indikerer, at faldet i boligpriserne fortsatte i 2. kvartal 2009 om end i et lavere tempo end i 1. kvartal. Priserne på ejerlejligheder er faldet endnu hurtigere det seneste år og var i 1. kvartal 2009 reduceret med knap 19 pct. i forhold til samme kvartal sidste år ifølge Danmarks Statistik. For ejerlejligheder peger Realkreditrådets tal også på et fortsat fald i 2. kvartal. Boligpriserne er faldet i alle landets regioner det seneste år, dog mest i hovedstadsregionen, hvor priserne i gennemsnit blev reduceret med godt en femtedel fra 1. kvartal 2008 til 1. kvartal 2009.

De sæsonkorrigerede udbudspriser har været stort set uændrede i løbet af sommeren. En normalisering af boligmarkedet forudsætter dog, at antallet af handler begynder at stige igen. I 2. kvartal 2009 lå den sæsonkorrigerede omsætning stadig på et meget lavt niveau, jf. figur 19.

BOLIGPRISER OG OMSÆTNING FOR ENFAMILIEHUSE

Figur 19



Anm.: Sæsonkorrigerede serier. Seneste observation er 2. kvartal 2009 for kontantpriser og omsætning og august 2009 for udbudspris.

Kilde: Danmarks Statistik, Realkreditrådet og RealView TNI.

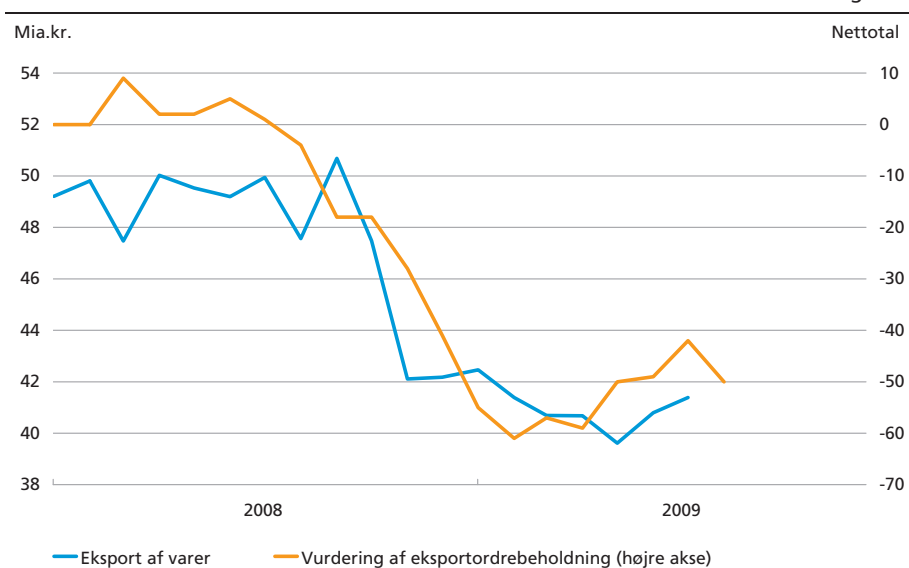
Udenrigshandel og betalingsbalance

Udenrigshandlen er begyndt at stabilisere sig efter det kraftige fald i slutningen af 2008. Faldet i eksporten og importen af varer ekskl. skibe og fly aftog i de første fem måneder af 2009, og fra maj til juli 2009 steg den sæsonkorrigerede eksport svagt, jf. figur 20. Forbedringen har også vist sig i industrivirksomhedernes syn på ordreindgangen fra eksportmarkedet, som er blevet lidt mindre pessimistisk de seneste måneder, end det var i begyndelsen af året.

Vareimporten er faldet lidt hurtigere end eksporten i indeværende år, så det månedlige overskud på handelsbalancen er vokset svagt fra et gennemsnitligt niveau på godt 3 mia.kr. i 2008 til godt 4 mia.kr. i de første syv måneder af 2009. Overskuddet på tjenestehandel, herunder søtransport, er faldet i år som konsekvens af tilbagegangen i verdenshandlen og lavere fragtrater. Det lavere overskud på tjenestehandel er blevet mere end opvejet af større nettoindtjening på varehandel og formueindkomst, så overskuddet på betalingsbalancens løbende poster er vokset. I de første syv måneder af 2009 var det samlede overskud 21,6 mia.kr., hvilket er 3,8 mia.kr. mere end i samme periode sidste år.

VAREEKSPORT OG EKSPORTORDREBEHOLDNING I INDUSTRIEN

Figur 20



Anm.: Sæsonkorrigeret eksport af varer. Seneste observation er juli 2009 for vareeksport og august 2009 for vurdering af eksportordrebeholdning.

Kilde: Danmarks Statistik.

Arbejdsmarked, løn og priser

Arbejdsmarkedet, der typisk reagerer med forsinkelse på ændringer i konjunkturerne, svækkes stadig. Beskæftigelsen er ifølge ATP-beskæftigelsesindikatoren faldet med i alt 105.000 fuldtidspersoner fra toppunktet i 1. kvartal 2008 til 2. kvartal 2009. Ledigheden er steget med ca. 57.000 fuldtidspersoner siden lavpunktet i juni 2008 og frem til juli i år, hvor den sæsonkorrigerede ledighed var 103.300 eller 3,7 pct. af arbejdsstyrken. Dermed er ledigheden kommet nærmere det skønnede strukturelle niveau. Stigningen i ledigheden er taget af de seneste måneder.

Arbejdsstyrken, dvs. summen af beskæftigede ifølge nationalregnskabet og ledige i henhold til ledighedsstatistikken, faldt med 35.000 fra 1. kvartal 2008 til samme kvartal i år. Faldet afspejler, at de dårligere beskæftigelsesmuligheder har fået flere til at trække sig tilbage fra arbejdsmarkedet.

At jobmulighederne er blevet forringet, kommer også til udtryk ved, at antallet af nye jobannoncer på internettet er faldet tilbage til niveauet i 2004 og ved, at flere arbejdstagere deler et job i dag end for et år siden. Ifølge Arbejdsmarkedsstyrelsen var ca. 6.500 personer berørt af en arbejdsfordeling¹ i juli 2009 mod ca. 232 i samme måned sidste år.

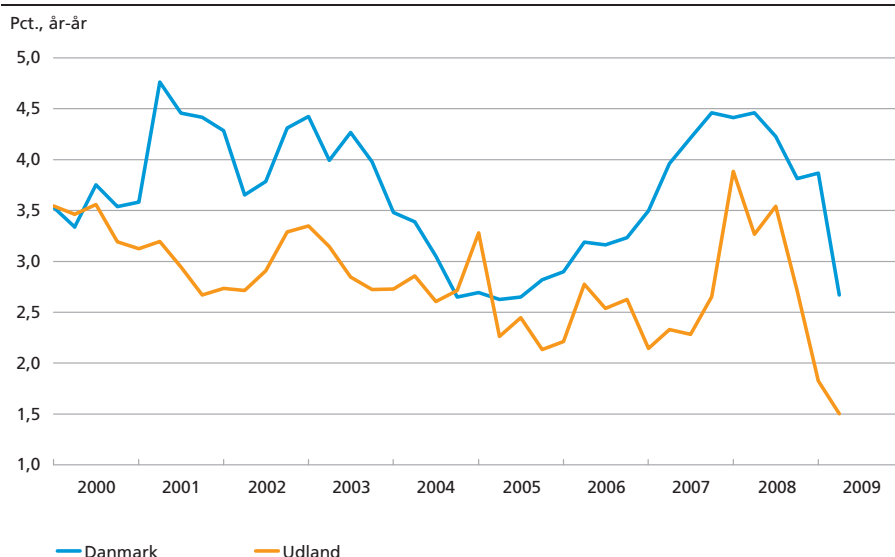
Det mindre pres på arbejdsmarkedet har medvirket til, at lønstigningstakten er dæmpet. Ifølge Danmarks Statistik aftog den årlige lønstigningstakt i den private sektor til 3,0 pct. i 2. kvartal i år. Til sammenligning var den årlige lønstigningstakt 4,6 pct. i samme kvartal sidste år. Den relativt lave lønstigningstakt i 2. kvartal i år afspejler til dels, at flere lokale lønforhandlinger er trukket længere ud end i tidligere år. Det indebærer, at relativt flere ansatte indgår i statistikken med uændret løn i 2. kvartal. Derudover har der i år været et meget stort antal nulreguleringer blandt de afsluttede lokale forhandlinger. Desuden er de såkaldte genebetalinger faldet i forhold til samme kvartal sidste år, da omfanget af over-, nat- og weekendarbejde er blevet mindre.

I den meget konkurrenceudsatte fremstillingssektor aftog lønstigningstakten til 2,7 pct. år-til-år i 2. kvartal 2009 ifølge Danmarks Statistik. Det er dog stadig over niveauet i udlandet, jf. figur 21. Hertil kommer, at den effektive kronekurs stadig er stærk, så lønkonkurrenceevnen er svækket yderligere i første del af 2009. Den højere lønstigningstakt herhjemme indikerer, at presset på arbejdsmarkedet stadig er større end i de fleste af de lande, Danmark konkurrerer med på eksportmarkedet.

¹ Arbejdsfordeling med supplerende dagpenge i op til 13 uger.

LØNSTIGNINGSTAKT FOR INDUSTRIARBEJDERE

Figur 21



Anm.: Udland omfatter de 25 lande, der indgår i Nationalbankens reale effektive valutakurser. Seneste observation er 2. kvartal 2009.

Kilde: Dansk Arbejdsgiverforening og Danmarks Statistik.

I den offentlige sektor er de årlige lønstigningstakter forblevet på et højt niveau i den første del af 2009. Ansatte i kommuner og regioner fik i 2. kvartal 2009 en lønfremgang på 7,4 pct. i forhold til samme kvartal året før, mens lønfremgangen for statsansatte var 4,6 pct. år-til-år mod 6,7 pct. år-til-år i 1. kvartal 2009. De høje lønstigninger afspejler bl.a. overenskomstresultatet fra 2008, hvor størstedelen af de generelle lønfremgange er blevet udmøntet inden for det første år. Derudover betød konflikten på social- og sundhedsområdet, at lønstigningerne på nogle af disse områder først blev udmøntet i 3. kvartal 2008. Lønstigningstakten i den offentlige sektor ventes således at aftage i resten af overenskomstperioden.

Forbrugerprisinflationen, opgjort som den årlige stigning i HICP-indekset, var 0,7 pct. i august. Den lave inflation i august afspejler især, at energi- og fødevarerpriserne var lavere end i samme måned sidste år. Den lave inflation og samtidige lønfremgang har medført, at reallønstigningen er øget i den forløbne del af 2009 i forhold til sidste år.

I euroområdet var den årlige HICP-inflation -0,2 pct. i august 2009 ifølge den foreløbige opgørelse. Forbrugerpriserne i Danmark stiger dermed stadig hurtigere end i euroområdet, som det har været tilfældet siden midten af 2008. Kerneinflationen, som ekskluderer priser på fødevarer og energi, har været nogenlunde stabil det seneste år på et niveau omkring 2 pct. år-til-år. Det er højere end i euroområdet, hvilket igen

indikerer, at kapacitetspresset herhjemme stadig er større end i vores største samhandelsområde. Det fortsatte prispres herhjemme understøttes af, at den indenlandsk markedsbestemte inflation, IMI, er steget markant det seneste år og nåede op over 6 pct. år-til-år i juli. IMI måler de prisstigninger, som kan henføres til danske virksomheders lønninger og avancer.

Det store pres på arbejdsmarkedet i Danmark under den seneste højkonjunktur medførte, at lønstigningerne tog til. Lønstigningerne havde ikke baggrund i tilsvarende produktivitetsstigninger, så virksomhedernes avancer blev presset, og deres andel af den samlede indkomstskabelse i økonomien, profitkvoten, aftog. I 2007 og 2008 faldt produktiviteten ifølge de foreliggende nationalregnskabstal. Det er normalt, at produktivitetsvæksten dæmpes i den sidste fase af en højkonjunktur, men den seneste afdæmpning har været mere udtalt end tidligere. I de kommende år ventes produktivitetsstigningerne at tage til igen, således at profitkvoten delvis bliver genoprettet. Da økonomien kommer fra en situation med lav kapacitetsudnyttelse, og da fremgangen i produktionen de kommende år ventes at blive relativt svag, indebærer det et fortsat fald i beskæftigelsen og stigende ledighed i år og næste år.

Økonomisk politik

Produktionen skønnes at bunde i 2009 for herefter at vokse langsomt igen, og i 2011 ventes den årlige vækst at komme op på 1,7 pct., jf. artiklen Dansk økonomi 2009-11, side 33. Finanspolitikken er med til at øge efterspørgslen. Det sker både automatisk som følge af, at fx udbetalingen af arbejdsløshedsunderstøttelse stiger i takt med den højere ledighed, og som følge af diskretionære lempelser af finanspolitikken. I både 2009 og 2010 sænkes indkomstskatterne, mens de offentlige investeringer øges i form af højere trafikinvesteringer og kommunale anlægsinvesteringer. De kommunale investeringer blev fremrykket i 2009, og i forbindelse med den aftale, som regeringen indgik i juni 2009 med Danske Regioner og Kommunernes Landsforening (KL) om budgetterne for 2010, blev de kommunale investeringer løftet i forhold til niveauet i 2009. Dertil kommer renoveringstilskud og forlængelse af virksomhedernes kredittider for moms, A-skat og arbejdsmarkedsbidrag.

Den relativt lave offentlige gæld herhjemme betyder, at Danmark sammenlignet med andre lande har haft et godt udgangspunkt for at understøtte den økonomiske aktivitet i den nuværende lavkonjunktur. De finanspolitiske lempelser sætter imidlertid de offentlige finanser under pres, så de senere års solide overskud vender til betydelige underskud på den offentlige saldo. Underskuddet på den offentlige saldo skønnes i 2009, 2010 og 2011 at blive henholdsvis 2,2, 5,6 og 4,6 pct. af BNP.

Den offentlige gældsætning forøger størrelsen af den finanspolitiske forbedring, der er nødvendig, for at Danmark kan stå godt rustet til at møde den demografisk betingede stigning i det strukturelle budgetunderskud i årene fremover. Yderligere lempelser af finanspolitikken i 2010 vil forstærke konsolideringsbehovet på grund af stigende renteudgifter. En revision af regeringens 2015-plan med en forbedring af de offentlige finanser efter 2011 vil styrke finanspolitikkenes troværdighed og mindske risikoen for stigende renter, når den større statsgæld skal finansieres. En sådan plan vil tillige ligge i god forlængelse af de sidste 12 års mellemfristede sigtelinjer for de offentlige budgetter.

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 makroøkonomiske model MONA¹ og tager udgangspunkt i den foreliggende konjunkturstatistik, herunder Danmarks Statistiks kvartalsvise nationalregnskab for 1. kvartal 2009.²

Dansk økonomi er ligesom den internationale økonomi ramt af et kraftigt tilbageslag oven på den finansielle krise. Tilbageslaget kommer oven i en korrektion af et meget højt kapacitetspres i årene før krisen, så produktionsnedgangen tegner på den baggrund større end i mange sammenlignelige lande. Tilbagegangen er gradvis taget til i styrke, og i 2. kvartal skønnes bruttonationalproduktet, BNP, ud fra de foreliggende indikatorer at være mere end 5 pct. lavere end i slutningen af 2007. For 2009 under ét bliver BNP 3,2 pct. lavere end året før, jf. tabel 1. Den indenlandske efterspørgsel er faldet endnu mere, og sammen med en stor reduktion i kapacitetspresset har det ført til et mærkbart fald i importen, større end faldet i eksporten.

Der ventes i indeværende halvår en vis fremgang i produktionen og den indenlandske efterspørgsel oven på den store tilbagegang i de senere kvartaler – understøttet af de første indikatorer for juli som detailomsætning og erhvervs- og forbrugertillid. De svage konjunkturer lægger dog en dæmper på fremgangen i den indenlandske efterspørgsel, som først når op på normal vækst i 2011, mens begyndende fremgang hos Danmarks handelspartnere bidrager til en beskeden stigning i eksporten. På trods af det lidt tidligere tilbageslag i Danmark skønnes fremgangen at være på linje med euroområdet og svagere end i USA, jf. figur 1.

Beskæftigelsen er faldet støt det seneste år, og ledigheden er med 103.300 personer i juli mere end fordoblet i forhold til bundniveauet på samme tid året før og er dermed kommet tæt på sit strukturelle niveau, dvs. det niveau som er foreneligt med en stabil udvikling i lønninger og priser. Ledighedsstigningen ventes at fortsætte i lyset af den spage produktionsvækst – om end med aftagende styrke – til et toppunkt omkring

¹ Modellen er beskrevet i *MONA – en kvartalsmodel af dansk økonomi*, Danmarks Nationalbank, 2003.
² Beregningerne er baseret på statistisk information til og med 10. september.

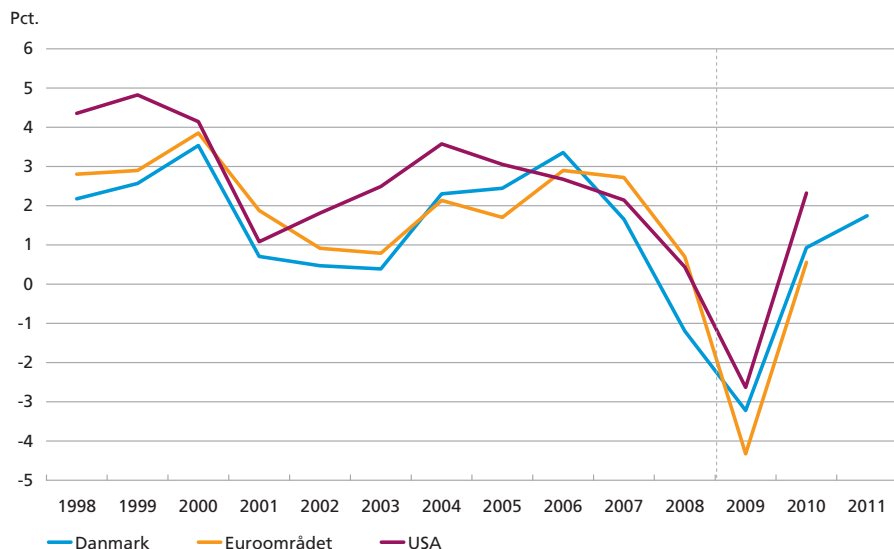
CENTRALE ØKONOMISKE VARIABLER				Tabel 1
Realvækst i forhold til året før, pct.	2008	2009	2010	2011
BNP	-1,2	-3,2	0,9	1,7
Privat forbrug	-0,2	-4,2	2,3	1,5
Offentligt forbrug	1,5	1,8	1,5	1,5
Boliginvesteringer	-9,8	-11,0	-3,1	1,1
Offentlige investeringer	4,5	14,9	15,3	3,6
Erhvervsinvesteringer	-3,9	-10,6	-5,3	3,5
Lagerinvesteringer ¹	0,2	-0,6	0,1	-0,1
Eksport	2,2	-8,8	-2,2	2,9
Industrieksport	-0,8	-13,9	-0,7	3,6
Import	3,4	-10,7	-1,4	2,8
Forbrugerpriser, pct. år-år	3,6	1,1	1,4	1,5
Ledighed, 1.000 personer	52	103	163	178
Betalingsbalance, pct. af BNP	2,5	1,3	0,6	0,9
Offentlig saldo, pct. af BNP	3,4	-2,2	-5,6	-4,6
Timeløn, pct. år-år	4,2	3,1	2,9	3,0

¹ Bidrag til BNP-vækst.

180.000 personer i begyndelsen af 2011. Produktiviteten, der i gennemsnit steg med 1,5 pct. om året fra 1995 til 2006, faldt omkring 4 pct. i 2007-08. I fremskrivningen stiger produktiviteten mærkbart, uden dog helt at nå tilbage på trenden. Betydningen af produktivitetsudviklingen for ledigheden på kort sigt er belyst i boks 1.

BNP-VÆKST I DANMARK, EUROOMRÅDET OG USA

Figur 1



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

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

ALTERNATIVE SCENARIER

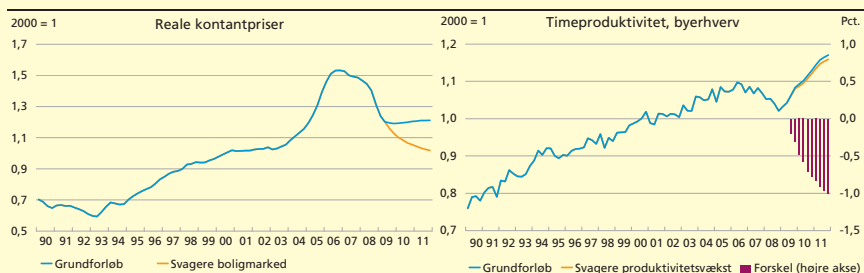
Boks 1

Boligmarkedet har været svagt siden 2007 med faldende priser og lav omsætning, og ifølge Danmarks Statistiks opgørelse nåede de kvartalsvise prisfald på enfamiliehuse op på omkring 6 pct. i 4. kvartal 2008 og 1. kvartal 2009. I prognosens centrale skøn vendes prisfaldene mod slutningen af i år til svage prisstigninger. Tidspunktet for vendingen på boligmarkedet er imidlertid forbundet med usikkerhed, ikke mindst i en tid med stigende ledighed, og i det følgende ses derfor på et alternativt scenario, hvor boligpriserne falder yderligere de kommende år. Konkret ses på et forløb, hvor boligpriserne falder i hele prognoseperioden, så de ultimo 2011 er 30 pct. under toppen i 1. kvartal 2007, og hvor boliginvesteringerne er lavere. Det bringer de reale kontantpriser, dvs. kontantpriserne i forhold til byggeomkostningerne, tilbage på niveauet primo 2003, jf. figuren nedenfor til venstre.

Produktivitetsudviklingen er afgørende for velstanden på længere sigt. De senere år har produktiviteten i Danmark udviklet sig meget svagt, og i prognosen regnes med en genopretning af produktiviteten de kommende år. Det er usikkert, hvor hurtigt genopretningen vil finde sted, og i et andet alternativt scenario ses på konsekvenserne af, at produktiviteten er lidt langsommere om at finde tilbage til sit normale spor. I scenariet reduceres timeproduktiviteten i byerhverv i forhold til grundforløbet fra og med 3. kvartal 2009, så den ved udgangen af 2011 ligger 1 pct. lavere end i det centrale skøn, jf. figuren nedenfor til højre.

Faldet i de reale kontantpriser i det alternative scenario 1 reducerer husholdningernes boligformue, og det trækker forbruget ned. Sammen med de lavere boliginvesteringer betyder det, at BNP-væksten bliver omkring ½ procentpoint lavere i både 2010 og 2011, og ledigheden topper omkring 190.000 personer i 2011, jf. tabellen. Den lavere efterspørgselsvækst fører til et større overskud på betalingsbalancen end i grundforløbet. Samlet set giver den betydeligt svagere udvikling i de reale kontantpriser anledning til en vis yderligere stigning i ledigheden. Det afspejler de lavere boliginvesteringer, mens forbrugseffekterne af den lavere formue trods alt er beherskede og stemmer med, at den kraftige stigning i boligformuen i 2005-06 kun i mindre grad blev omsat i forbrug.

ANTAGELSER BAG ALTERNATIVE SCENARIER



Anm.: Reale kontantpriser er kontantpriserne i forhold til deflatoren på boliginvesteringer.

I det alternative scenario 2 giver det negative stød til økonomiens udbudside – den lidt svagere produktivitetsudvikling – ikke anledning til store effekter på BNP på kort sigt. I stedet øges beskæftigelsen med godt 15.000 personer i 2011 svarende til, at den procentvise vækst i beskæftigelsen stort set modsvarer den procentvise nedgang i produktiviteten. Effekten på ledigheden af den lidt svagere stigning i produktiviteten

FORTSAT

Boks 1

bliver tilsvarende stor, og ledigheden ender på 163.000 personer i 2011 mod 178.000 i det centrale skøn. Den svagere produktivitetsudvikling i scenariet betyder, at lønomkostningerne pr. produceret enhed er højere. Det forværrer konkurrenceevnen og fører til en yderligere reduktion af eksportens markedsandel. Inden for prognosens horisont er effekten dog beskednen. Resultatet afspejler, at produktionen på det korte sigt er efterspørgselsbestemt. Langsigteffekten er et lavere BNP og uændret ledighed.

ALTERNATIVE SCENARIER

	Grundforløb	1: Svagere boligmarked	2: Svagere produktivitetsudvikling
2009			
BNP, pct. år-år	-3,2	-3,2	-3,2
Ledige, 1.000 personer	103	103	100
Betalingsbalance, mia.kr.	22	23	22
HICP, pct. år-år	1,1	1,1	1,1
2010			
BNP, pct. år-år	0,9	0,4	0,9
Ledige, 1.000 personer	163	168	150
Betalingsbalance, mia.kr.	11	17	10
HICP, pct. år-år	1,4	1,4	1,4
2011			
BNP, pct. år-år	1,7	1,2	1,6
Ledige, 1.000 personer	178	191	163
Betalingsbalance, mia.kr.	16	30	16
HICP, pct. år-år	1,5	1,5	1,6

Lønstigningerne i den private sektor aftog til 3 pct. år-til-år i 2. kvartal. Det er dog især genetillæg, dvs. bl.a. overtidstillæg, som er aftaget, og fraset denne post var afdæmpningen mindre tydelig. Det er samtidig en betydelig stigning i reallønnen, og lønstigningerne er fortsat noget højere end i udlandet. Det indikerer, at presset på arbejdsmarkedet trods ledighedsstigningen fortsat er højere i Danmark end i udlandet. Det samme billede tegnes af kerneinflationen, dvs. stigningen i forbrugerpriserne ekskl. fødevarer og energi, som i juli var 2,3 pct. år-til-år mod 1,3 pct. år-til-år i euroområdet. Den indenlandske markedsbestemte inflation, IMI, er vokset til omkring 6 pct. år-til-år, som udtryk for at faldende importpriser ikke fuldt ud er sendt videre til forbrugerne.

Den indenlandske efterspørgsel og i særdeleshed det private forbrug er faldet mærkbart det seneste år trods solid vækst i husholdningernes disponible realindkomster. Opsparingskvoten er derved øget, og sammen med et lavt renteniveau og frigivelsen af SP-midlerne fra og med juni styrker det husholdningernes forbrugsmuligheder. I modsat retning trækker de seneste års svækkelse af boligmarkedet og fald i aktiekur-

serne, som har reduceret husholdningernes formuer, ligesom det svage arbejdsmarked har gjort mange danskere mere forsigtige. Boligpriserne er faldet kraftigt det seneste år, og trods lave renter og vækst i husholdningernes disponible indkomster er det fortsat svært at få øje på en vending. Med det seneste prisfald skønnes boligpriserne dog at være tæt på en bund, så i fremskrivningen afløses faldet i kontantpriserne af en beskeden stigning i 2010 og 2011. I lyset af det svage arbejdsmarked udgør fortsatte fald i boligpriserne dog en risikofaktor, som kan trække perioden med svage konjunkturer ud. Det er også analyseret i boks 1.

Den offentlige sektors saldo vender fra et overskud på ca. 60 mia.kr. i 2008 til et underskud på op mod 100 mia.kr. i 2010 ved den planlagte finanspolitik, eller en svækkelse på ca. 9 pct. af BNP. Det afspejler en kombination af kraftige automatiske stabilisatorer og betydelige finanspolitiske lempelser. Trods antagelsen om en næsten neutral finanspolitik ventes også i 2011 et betydeligt underskud på knap 5 pct. af BNP og således en betydelig stigning i den offentlige gæld.

I næste afsnit gennemgås ændringerne i prognosen i forhold til prognosen fra marts 2009. Derefter følger en mere detaljeret gennemgang af prognosen, herunder de bagvedliggende antagelser.

REVISIONER I FORHOLD TIL SENESTE PROGNOSE

Produktionen har i den forløbne del af 2009 udviklet sig betydeligt svagere end ventet i prognosen fra marts. For 2009 forventes nu et fald i BNP på 3,2 pct., jf. tabel 2. Nedjusteringen kan for en væsentlig dels vedkommende henføres til en svagere udvikling på eksportmarkederne, men den indenlandske private efterspørgsel er også gået mere tilbage end ventet. Den svagere udvikling i produktionen i denne prognose betyder, at ledigheden når højere op.

Betalingsbalanceoverskuddet er formindsket i forhold til den seneste prognose, hvilket skal ses i lyset af styrken af den internationale afmatning, herunder et mindre overskud på tjenestehandel. Olieprisen er steget mere end ventet, og skønnet for forbrugerpriserne i 2009 er derfor

REVISIONER I FORHOLD TIL SENESTE PROGNOSE

Tabel 2

	Faktisk	Denne prognose			Seneste prognose		
	2008	2009	2010	2011	2009	2010	2011
BNP, pct. år-år	-1,2	-3,2	0,9	1,7	-1,1	1,0	1,9
Ledige, 1.000 personer	52	103	163	178	92	140	151
Betalingsbalance, mia.kr. .	44,1	22,4	10,9	15,9	25,0	24,5	33,0
HICP, pct. år-år	3,6	1,1	1,4	1,5	1,0	1,5	1,6

Anm.: Seneste prognose blev offentliggjort i marts 2009.

hævet lidt. Den økonomiske afmatning betyder også, at inflationen i 2010-11 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 det var ventet af de internationale organisationer forud for udarbejdelsen af den seneste prognose i marts. Begyndende tegn på bedring i verdensøkonomien har dog betydet, at de internationale organisationer senest har opjusteret deres BNP-vækstskøn for 2010 i de fleste lande, men sammenlignet med prognosen fra marts er vurderingen af den danske eksportmarkedsvækst i indeværende år blevet markant forværret. Således skønnes afsætningsmarkedet for den danske eksport at blive reduceret med 13,5 pct. fra 2008 til 2009, jf. tabel 3. Det er uden sammenligning den største årlige reduktion siden 1975, hvor OECDs opgørelse begyndte. Fremadrettet forventes eksportmarkedet igen at vokse beskedent i takt med den ventede forbedring i de internationale konjunkturer.

Det globale prispres er også lettet i forhold til det, som blev antaget ved udarbejdelsen af den seneste prognose. De ventede prisstigninger

OVERSIGT OVER PROGNOSENS ANTAGELSER

Tabel 3

	2008	2009	2010	2011
International økonomi:				
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år	2,4	-13,5	1,7	5,0
Pris på eksportmarkedet ¹ , pct. år-år	2,3	1,5	0,2	1,8
Udenlandsk pris ² , pct. år-år	2,3	1,4	0,3	2,0
Udenlandsk timeløn, pct. år-år	3,3	1,8	1,8	1,9
Finansielle forhold mv.:				
3-måneders pengemarkedsrente, pct. p.a.	4,5	1,8	1,8	3,1
Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a.	5,0	3,8	4,1	4,7
Effektiv kronekurs, 1980 = 100	105,8	107,6	107,6	107,6
Dollarkurs, DKK pr. USD	5,1	5,4	5,2	5,2
Oliepris, Brent, USD pr. tønde	98,5	60,2	71,5	75,0
Finanspolitik:				
Offentligt forbrug, pct. år-år	1,5	1,8	1,5	1,5
Offentlige investeringer, pct. år-år	4,5	14,9	15,3	3,6
Offentlig beskæftigelse, 1.000 personer	813	826	831	833

¹ Sammenvejet importpris for de lande, Danmark eksporterer til.

² Sammenvejet eksportpris for de lande, Danmark importerer fra.

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 også at forblive lave gennem fremskrivningsperioden som følge af de svage internationale konjunkturer.

Renter, valutakurs 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 september 2009. Markedsforventningerne indebærer, at den korte rente stiger med godt 2 procentpoint frem til 2011.

Obligationsrenterne er ligeledes faldet siden efteråret 2008. Den korte byggerente er nu på bundniveauet fra 2005, mens de længere renter stadig ligger lidt over niveauet fra 2005. I prognosen stiger obligationsrenterne gradvis igen til 4,7 pct. i 2011.

Kronen er blevet styrket i forhold til Danmarks samhandelspartners valutaer de senere år, og i slutningen af 2008 nåede den nominelle effektive kronekurs det højeste niveau siden 1979. Siden er den blevet svækket lidt igen. I forhold til marts-prognosen er den effektive kronekurs stort set uændret, hvilket dækker over, at kronen er styrket over for dollar, mens den er blevet svækket over for bl.a. svenske kroner. I fremskrivningen holdes dollarkursen og den effektive kronekurs konstant på niveauet primo september 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. Siden er olieprisen steget igen, og den lå ved prognosens udarbejdelse på ca. 70 dollar pr. tønde. I fremskrivningen antages olieprisen at følge futurespriserne, så olieprisen stiger svagt fra det aktuelle niveau. Olieprisen i denne prognose ligger dermed betydeligt højere end i prognosen fra marts.

Finanspolitiske forudsætninger

Finanspolitikken i prognosen afspejler den tilrettelagte finanspolitik, som er præsenteret i Økonomisk Redegørelse, august 2009. Det reale offentlige forbrug ventes at stige med 1,8 pct. i 2009 og 1,5 pct. i både 2010 og 2011. I prognosen ventes en kraftig forøgelse af de offentlige investeringer, bl.a. som følge af den aftalte fremrykning af kommunernes anlægsinvesteringer og det indgåede transportforlig. Det offentlige forbrug vokser mere end skønnet i Økonomisk Redegørelse, hvilket afspejler tendensen til overskridelse af måltallet. Den lempelige finanspolitik ventes at forøge den økonomiske aktivitet, især i 2009 og 2010.

PROGNOSE FOR DANSK ØKONOMI 2009-11**Produktion og beskæftigelse**

Produktionen er gradvis aftaget siden udgangen af 2007 og skønnes i 2. kvartal 2009 at være mere end 5 pct. under niveauet i slutningen af 2007. Bunden vurderes at være nået, og den negative vækst vendes til positiv vækst i 2. halvår 2009. Samlet reduceres produktionen med 3,2 pct. i 2009 i forhold til året før. Fremadrettet vokser produktionen gradvis med 0,9 og 1,7 pct. i henholdsvis 2010 og 2011, jf. tabel 2.

Det store fald i produktionen betyder, at der er mange ledige resurser i form af uudnyttet arbejdskraft og produktionskapacitet. Det ses tydeligt i industrien, hvor der i indeværende kvartal blev målt en betydelig ledig kapacitet.

Den økonomiske vækst bremsede op ved udgangen af 2006, mens beskæftigelsen steg med yderligere 3 pct. frem til begyndelsen af 2008. Det indebar et produktivitetsfald på omkring 1 pct. i 2007. Det er ikke unormalt, at produktivitetsvæksten svækkes mod slutningen af en højkonjunktur, men svækkelsen har denne gang været betydeligt større end under de seneste konjunkturtilbageslag. I prognosen ventes en gradvis reversering af produktiviteten, hvor den kraftige svækkelse i 2007-08 modsvares af en kraftig styrkelse af produktiviteten især i 2010-11, hvor produktivitetsvæksten ventes at blive henholdsvis 5,2 og 4,4 pct. Produktivitetsfremgangen hænger sammen med en tilbagevenden til en normal kapacitetsudnyttelse, og at beskæftigelsen typisk reagerer med en vis forsinkelse på produktionen.

Den faldende produktivitet betød sammen med hastigt stigende lønninger, at profitkvoten faldt markant i 2007-08. I fremskrivningen indebærer genopretningen af produktiviteten og den moderate lønudvikling, at profitkvoten kommer lidt nærmere sit normale niveau.

I prognosen ventes beskæftigelsen kraftigt reduceret fra sit høje niveau i 2008. I 2009-10 falder den med omkring 80.000 personer om året, jf. tabel 4. Den faldende beskæftigelse skal ses i lyset af den svage vækst i fremskrivningen og den store udvidelse af beskæftigelsen, som fandt sted i årene op til 2008.

ARBEJDSMARKEDET				Tabel 4
1.000 personer, årsgennemsnit	2008	2009	2010	2011
Beskæftigede i alt	2.875	2.795	2.718	2.689
Heraf i den private sektor	2.062	1.969	1.887	1.856
Ledige	52	103	163	178
Arbejdsstyrke	2.927	2.898	2.881	2.867

Den sæsonkorrigerede ledighed blev i juli 2009 opgjort til 103.300 personer og er dermed kommet tæt på sit strukturelle niveau, som skønnes at være mellem 100.000 og 120.000 personer. Ledigheden ventes at toppe i begyndelsen af 2011 på omkring 180.000 personer.

Arbejdsstyrken mindskes i prognosen. Den demografiske udvikling trækker arbejdsstyrken ned med omkring 5.000 personer om året. Endvidere trækker konjunkturtilbageslaget ned i erhvervsdeltagelsen. Faldet vil være størst i 2009, hvor arbejdsstyrken ventes reduceret med 30.000 personer. I 2010 og 2011 reduceres arbejdsstyrken yderligere med henholdsvis 16.000 og 14.000 personer.

Lønninger og priser

Efter en periode med stort pres på arbejdsmarkedet og høje lønstigninger er lønstigningstakten nu aftaget som følge af konjunkturaftmatningen. Den svagere lønudvikling ventes at fortsætte i prognoseperioden, hvor de årlige lønstigninger holder sig omkring 3 pct., jf. tabel 5.

Lønstigningerne har i en periode ligget højt i Danmark i forhold til vore samhandelspartnere. Senest har den globale aftatning medført en nedgang i lønstigningstakten hos vore handelspartnere under ét. Der er dermed udsigt til, at timelønnen i industrien trods den stigende arbejdsløshed fortsat vil vokse hurtigere i Danmark end i udlandet. Lønkonkurrenceevnen forværres derfor yderligere i prognoseperioden, og det følges af et moderat fald i den danske markedsandel på eksportmarkederne.

Lønomkostningerne pr. time udvikler sig fremadrettet stort set på linje med lønnen i fravær af større ændringer i virksomhedernes øvrige arbejdsomkostninger. Efter en periode med negativ produktivitetsvækst udvikler produktiviteten sig relativt stærkt i fremskrivningen. Dermed falder lønomkostningerne pr. produceret enhed i 2010-11 efter i den forudgående periode at være steget betydeligt. I takt med det aftagende pres på arbejdsmarkedet falder lønkvoten. En lønkvote på 68 pct., som er forventningen for 2011, er dog stadig relativt høj sammenlignet med de seneste årtier.

Prisstigningerne er aftaget yderligere i løbet af sommeren, og i august 2009 var den årlige stigning i forbrugerpriserne 0,7 pct. målt ved HICP-

LØNNINGER MV. I BYERHVERV

Tabel 5

Pct., år-år	2008	2009	2010	2011
Timeløn	4,2	3,1	2,9	3,0
Lønomkostninger pr. time	4,8	3,8	2,9	2,9
Timeproduktivitet	-3,2	1,3	5,2	4,4
Lønkvote, pct. af BVT	69,9	71,9	69,2	67,6

FORBRUGERPRISER

Tabel 6

Pct., år-år	Vægt ¹	2008	2009	2010	2011	2009					
						2.kvt.	3.kvt.	4.kvt.	aug.	sep.	okt.
HICP		3,6	1,1	1,4	1,5	1,1	0,6	1,0	0,7	0,5	0,7
Nettoprisindeks ...	100,0	3,7	2,2	1,7	1,6	2,1	2,0	2,2	1,9	1,9	2,1
Eksogene:											
Energi	7,1	11,5	-7,2	3,3	1,7	-8,7	-8,9	-2,7	-6,1	-8,3	-6,4
Fødevarer	14,4	8,0	0,9	0,9	3,0	0,8	-0,4	-0,4	-0,8	-0,5	-0,2
Adm. priser	4,7	3,5	5,0	3,3	2,5	5,0	5,2	5,4	5,2	5,4	5,3
Husleje	24,3	2,9	4,6	2,4	1,7	4,7	4,8	4,9	4,9	4,7	4,8
Ekskl. eksogene ...	49,5	1,7	2,6	1,2	1,1	2,6	2,7	2,2	2,3	2,5	2,4
Import	15,0	3,1	-3,7	-1,2	2,3	-3,0	-5,1	-5,8	-5,3	-5,7	-5,9
IMI	34,5	1,1	5,3	2,1	0,7	5,2	6,2	5,6	6,0	6,2	6,1

Anm.: Seneste faktiske tal er august 2009.

¹ Vægt i nettoprisindekset, procent.

indekset, jf. tabel 6. Det seneste års kraftige fald i inflationen dækker primært over, at energipriserne er faldet, og at fødevarerpriserne er lidt lavere end for et år siden. Kerneinflationen, som ekskluderer priserne på energi og fødevarer, har siden marts 2009 ligget lidt over 2 pct. og var i august 1,9 pct.

Den indenlandsk markedsbestemte inflation, IMI, er på det seneste steget betydeligt til omkring 6 pct. år-til-år. Det afspejler den sædvanlige tendens til, at IMI forøges, når import- og energipriserne falder, fordi virksomhederne i første omgang ikke fuldt ud sender prisfaldene videre til forbrugerne. De kommende måneder forventes en fortsat høj IMI som følge af de faldende importpriser. Herefter aftager IMI betydeligt, og i 2010 og 2011 vil den svage efterspørgsel og den vigende lønstignings-takt føre til, at IMI efterhånden kommer ned under 1 pct.

Det kraftige fald i råvarepriserne i anden halvdel af 2008 bevirker, at energiprisernes årstigningstakt er negativ indtil slutningen af 2009. Den seneste tids stigning i olieprisen har imidlertid medført, at energipriserne er begyndt at stige målt fra kvartal til kvartal, og i 2010 ventes energiprisernes årstigningstakt at være positiv. Fødevarerpriserne har udviklet sig moderat det seneste år, men ventes at stige lidt mere mod slutningen af prognoseperioden. Udviklingen i energi- og fødevarerpriserne fører sammen med den generelle afmatning til, at forbrugerprisinflationen holder sig et stykke under 2 pct. i fremskrivningen.

Den indenlandske efterspørgsel

Det private forbrug er faldet hvert kvartal siden 1. kvartal 2008. Forbrugsnedgangen skønnes at være dæmpet i 2. kvartal 2009, og i inde-værende halvår ventes atter fremgang i forbruget. Det afspejler bl.a., at

INDKOMST, FORMUE OG FORBRUG				Tabel 7
	2008	2009	2010	2011
Kontantpriser, pct. år-år	-4,5	-14,1	-0,3	1,9
Disp. realindkomst, privat sektor, pct. år-år ..	1,6	-1,9	4,1	0,8
Forbrugskvote, pct. af den private sektors disponible indkomst	91,8	89,6	88,1	88,6
Fordringserhvervelse, privat sektor, mia.kr. ..	-15,2	59,0	107,5	98,1

forbrugertilliden er bedret, og at muligheden for at hæve SP-opsparringen blev udnyttet i stort omfang. Forbruget udvikler sig dog svagere end de disponible indkomster, så forbrugskvoten aftager yderligere i 2009 og 2010, jf. tabel 7. Forbrugsstigningen de kommende år begrænses af nedgangen i husholdningernes formue og udsigten til stigende ledighed.

Aktiviteten på boligmarkedet er lav, og prisen på parcel- og rækkehuse faldt med mere end 5 pct. i 1. kvartal 2009. Gennem de seneste måneder er udbuddet af boliger til salg dog aftaget moderat, og faldet i udbudspriserne er bremset op. I lyset heraf og med et fortsat lavt renteniveau ventes en gradvis stabilisering af boligmarkedet gennem 2009 og 2010.

Faldet i boliginvesteringerne i 2008 er fortsat ind i 2009. 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 siden begyndelsen af 2008 dækker over lavere investeringer i maskiner, transportmidler og software samt mindre erhvervsbyggeri. Med mange ledige erhvervslokaler, vanskelige finansieringsvilkår og udsigt til en svag udvikling i produktionen ventes erhvervsbyggeriet at falde yderligere i år og ind i 2010. Materielinvesteringerne ligger nu tydeligt under niveauet i 2006-08, hvor der var stort pres på kapaciteten. Mod slutningen af prognoseperioden ventes en svag opgang i erhvervsinvesteringerne, efterhånden som produktionen øges, men investeringskvoten forbliver på det aktuelle lave niveau.

Den samlede indenlandske efterspørgsel ekskl. lagerinvesteringer faldt 0,8 pct. i 1. kvartal 2009. Lavere private investeringer og nedgang i det private forbrug ventes at føre til et fald i efterspørgslen i 2009 under ét, om end stigende offentligt forbrug og investeringer trækker i modsat retning. Herefter går den indenlandske efterspørgsel langsomt frem igen trukket af stigninger i privat forbrug og offentlig efterspørgsel og senere også højere private investeringer.

Udenrigshandel og betalingsbalance

Eksporten er faldet siden 2. kvartal 2008 i takt med, at den globale økonomiske aktivitet og verdenshandlen er aftaget. I 2. kvartal 2009 skønnes den reale eksport at være reduceret med 10 pct. i forhold til samme kvartal året før. I prognosen fortsætter eksporten med at falde frem til begyndelsen af 2010, hvorefter den vokser langsomt igen, efterhånden som de internationale konjunkturer bedres, jf. tabel 8.

Faldet i eksporten det seneste år har været mest udtalt for varer. Eksporten af industrivarer skønnes at være faldet med 18 pct. i reale termer siden 2. kvartal 2008 på baggrund af den svagere efterspørgsel i udlandet og en forringet konkurrenceevne. I prognosen stabiliseres industrieksporten mod slutningen af 2009, og fra midten af 2010 stiger den gradvis igen. Industrieksporten skønnes at udvikle sig svagere end importen af industrivarer i de vigtigste aftagerlande, så industrien fortsætter med at tabe markedsandele.

Olie- og gasproduktionen er blevet mindre de senere år, og denne tendens ventes at fortsætte, så den reale energiekспорт falder i fremskrivningen. Landbrugseksporten ventes også at falde i den nærmeste tid som følge af fald i eksporten af animalske produkter.

Eksporten af tjenester, som hovedsageligt udgøres af søtransport, har udviklet sig svagt i indværende år særligt i løbende priser. Fra 2. kvartal 2008 til samme kvartal i år skønnes tjenesteeksporten at være reduceret med godt 4 pct. opgjort i mængder og med ca. 23 pct. i løbende priser. Faldet har baggrund i den svage udvikling i verdenshandlen og et stort nedadrettet pres på fragtraterne som følge af lavere efterspørgsel og øget fragtkapacitet.

Importmængden er aftaget siden midten af 2008, hvor det hjemlige kapacitetspres er blevet mindre, og hvor eksporten, som har et højt importindhold, er svækket. I 2. kvartal 2009 skønnes den reale import at være faldet med godt 12 pct. i forhold til samme kvartal sidste år. Ligesom eksporten ventes importen at begynde at stige langsomt igen fra midten af 2010 og frem. Importen er aftaget mere end efterspørgslen siden udgangen af 2007, så importkvoten er faldet. Det afspejler, at presset på produktionsressourserne er lettet. I prognosen stabiliserer importtilbøjeligheden sig på det lavere niveau for mod slutningen at stige svagt.

Prisen på eksporten faldt markant mere end prisen på importen i 1. kvartal 2009 ifølge det foreliggende nationalregnskab, så bytteforholdet blev forværret. Forværringen afspejler bl.a., at prisen på den danske energiekспорт faldt, og at prisen på tjenesteeksporten aftog betydeligt mere end prisen på tjenesteimporten. I fremskrivningen genoprettes bytteforholdet delvis igen.

EKSPORT OG IMPORT				Tabel 8
Pct., år-år	2008	2009	2010	2011
Eksport, realt	2,2	-8,8	-2,2	2,9
Import, realt	3,4	-10,7	-1,4	2,8
Eksportpriser	5,3	-11,2	2,4	4,2
Importpriser	4,0	-8,0	1,0	3,9
Bytteforhold	1,3	-3,5	1,4	0,4
Importkvote, varer ekskl. energi, standard- beregnet, 2000 = 100	113,4	105,5	105,0	106,1

Det samlede overskud på betalingsbalancen var knap 22 mia.kr. i de første 7 måneder af 2009, hvilket er knap 4 mia.kr. mere end i samme periode sidste år. Forbedringen afspejler, at nettooverskuddet på varehandel og formueindkomst er steget, mens nettoindtjeningen på tjenestehandel, herunder søtransport, er faldet. I fremskrivningen forværres betalingsbalancen frem til midten af 2010, hvor overskuddet på tjenestehandel falder, jf. tabel 9. Herefter øges overskuddet langsomt igen, efterhånden som de globale konjunkturer begynder at vende, og overskuddet på vare- og tjenestebalancen vokser.

BETALINGSBALANCEN				Tabel 9
Mia.kr.	2008	2009	2010	2011
Varehandel	-18,3	6,5	15,1	14,5
Tjenestehandel	58,1	15,3	11,0	17,1
Renter, transfereringer mv.	4,0	0,6	-15,2	-15,7
Løbende poster, i alt	43,8	22,4	10,9	15,9

Nationalbankens euro- og dollarauktioner

BAGGRUND

Op til investeringsbanken Lehman Brothers' kollaps i september 2008 frøs de internationale pengemarkeder til. Aktørerne bestræbte sig på at sikre deres egen likviditet og var tilbageholdende med at låne ud til modparter og kunder og påtage sig modpartsrisiko. Det betød, at de danske penge- og realkreditinstitutter havde særdeles svært ved at skaffe sig den nødvendige udenlandske likviditet.

Nationalbanken tilførte euro og dollar fra valutareserven via markedet for valutaswaps¹ med de danske banker. Efterfølgende indgik Nationalbanken valutaswapaftaler med den amerikanske centralbank, Federal Reserve, og Den Europæiske Centralbank, ECB, hvor Nationalbanken tilbyder udlån af dollar og euro til Nationalbankens pengepolitiske modparter på vegne af Federal Reserve og ECB.

Nationalbankens udlån af euro og dollar til de pengepolitiske modparter er en del af en globalt koordineret indsats mellem en lang række centralbanker for at forbedre den internationale udveksling af likviditet. I Danmark såvel som internationalt er brugen af valutaswapfaciliteterne aftagende, hvilket kan tilskrives en bedring af forholdene på pengemarkederne².

NATIONALBANKEN FORMIDLER EURO- OG DOLLARLÅN

Nationalbanken etablerede i efteråret 2008 midlertidige valutaswapaftaler med Federal Reserve, Fed, og ECB. Formålet var at forbedre de danske penge- og realkreditinstitutters adgang til euro- og dollarlikviditet. Aftalerne indebærer, at Nationalbanken agerer formidler af euro- og dollarudlån til Nationalbankens pengepolitiske modparter på vegne af ECB og Fed. Udlån sker via auktioner, og der anvendes samme sikkerhedsgrundlag som ved Nationalbankens pengepolitiske udlån i kroner. Nationalbanken har udlånt euro og dollar med løbetider op til 3 måneder.

¹ En valutaswap er en aftale mellem to parter om at bytte betalinger i én valuta til betalinger i en anden valuta over en nærmere fastlagt periode. Valutaswaps kan ses som et lån mod sikkerhed i valuta.

² Se Federal Reserve System Monthly Report on Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet, Board of Governors of the Federal Reserve System, juni 2009.

I forbindelse med en auktion fastsætter Nationalbanken udlånsrente (skæringsrente) og mængde på baggrund af modparternes bud. Det euro- eller dollarbeløb, som Nationalbanken skal udbetale til modparterne, modtager Nationalbanken fra henholdsvis ECB og Fed. Til gengæld betaler Nationalbanken et tilsvarende kronebeløb til ECB og Fed. Ved forfald af udlånet formidler Nationalbanken modparternes tilbagebetaling af lån samt rentebetalinger til ECB og Fed. Til gengæld får Nationalbanken kronerne tilbage fra Fed og ECB. Risikoen for, at modparterne ikke tilbagebetaler lån til Nationalbanken, håndteres ved, at modparterne skal stille sikkerhed i Nationalbanken. Nationalbanken har ingen indtjening i forbindelse med swapaftalerne.

Nationalbankens auktioner foregår ved såkaldt hollandsk auktionsform. De deltagende modparter afgiver maksimalt 3 bud med beløb og budrente. Budrenten skal være større end eller lig minimumsbudrenten, som fastsættes af ECB og Fed. Bud med højeste budrente accepteres først, hvorefter budrenter i faldende orden accepteres, indtil den udbudte mængde af euro og dollar er tildelt. Alle deltagere betaler skæringsrenten, som er den laveste rente blandt de accepterede budrenter.

Euro- og dollarudlån øger Nationalbankens balance. Den valuta, som Nationalbanken formidler videre til de pengepolitiske modparter, indgår som aktiv på Nationalbankens balance under posten "Andre udlån, Pengeinstitutter i valuta". Nationalbankens udestående hos ECB og Fed indgår som passiv på balancen under "Indlån i.f.m. swapaftaler".

Nationalbankens swapaftale med ECB løber, så længe det vurderes nødvendigt, mens Nationalbankens swapaftale med Fed udløber 1. februar 2010 efter at være blevet forlænget to gange.

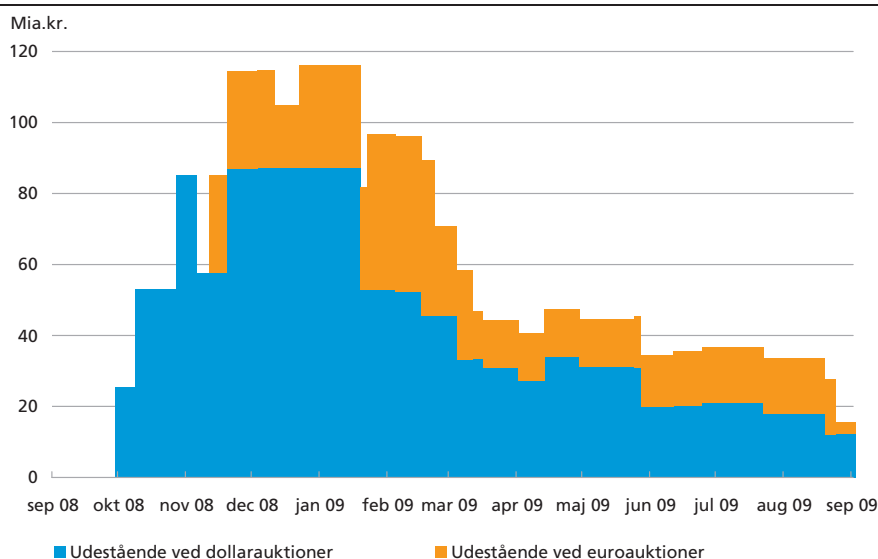
EFTERSPØRGSEL VED NATIONALBANKENS AUKTIONER

Nationalbankens udlån af euro og dollar var størst omkring årsskiftet, jf. figur 1. I januar udgjorde de samlede valutaudlån 116 mia.kr. Siden årsskiftet er efterspørgslen efter euro og dollar ved Nationalbankens auktioner faldet markant, og de samlede udlån udgør nu 16 mia.kr. Der er i alt afholdt 9 euroauktioner og 17 dollarauktioner pr. ultimo august 2009.

Der var stor efterspørgsel efter dollarlikviditet ved Nationalbankens auktioner frem til årsskiftet. Udenlandske modparter lukkede kreditlines, hvilket fik priserne på likviditet til at stige. Ved den første dollarauktion 26. september modtog Nationalbanken bud for mere end tre gange det udbudte beløb. Efterspørgslen efter euro har været knap så stor. Den efterspurgte mængde har været mindre end den udbudte mængde ved samtlige euroauktioner.

NATIONALBANKENS SAMLEDE EURO- OG DOLLARUDLÅN

Figur 1



14 penge- og realkreditinstitutter har budt på eurolikviditet via Nationalbankens auktioner, mens 13 har deltaget i dollarauktionerne. I efteråret 2008 var det primært større pengeinstitutter, der deltog, men flere mindre pengeinstitutter har siden årsskiftet vist interesse for især euroauktionerne.

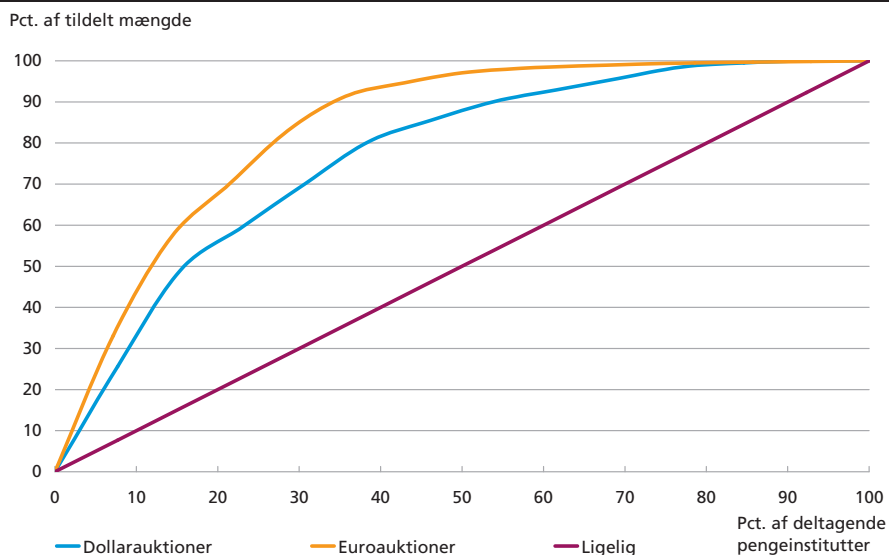
Tildelingen af likviditet ved Nationalbankens euro- og dollarauktioner har været koncentreret på få modparter, jf. figur 2. Ved euroauktionerne har halvdelen af modparterne fået tildelt 97 pct. af den samlede tildelte mængde, mens halvdelen af modparterne ved dollarauktionerne har fået tildelt 88 pct. af den samlede tildeling. Den mere ulige tildeling ved euroauktionerne skyldes, at flere mindre pengeinstitutter har deltaget i euroauktionerne end i dollarauktionerne. Det afspejler, at flere af de mindre danske pengeinstitutter i højere grad har haft brug for eurolikviditet.

Nationalbankens euro- og dollarudlån har ved samtlige auktioner været dyrere, end hvis der sammenlignes med udlån baseret på en sikret markedsrente¹. I gennemsnit har skæringsrenten ved euroauktionerne ligget 75 basispoint over den sikrede markedsrente, mens merrenten ved dollarauktionerne i gennemsnit har været 84 basispoint. Det skal ses i lyset af den øgede usikkerhed omkring modparternes kreditværdighed. Under og efter krisen har især små og mellemstore modparter stået over for langt højere renter end de generelle markedsrenter.

¹ Den sikrede markedsrente henviser til renten på Overnight Index Swaps i euro og dollar med tilsvarende løbetider.

KONCENTRATION AF NATIONALBANKENS UDLÅN AF EURO OG DOLLAR PÅ MODPARTER (LORENZ-KURVE)

Figur 2



Hensigten med Nationalbankens auktioner er at afhjælpe situationen for pengeinstitutter, som har været påvirket af de vanskelige markedsvilkår. Auktionerne har bidraget til at løse pengeinstitutternes problemer med at låne euro og dollar. Interessen for auktionerne er faldet i takt med, at de internationale pengemarkeder fungerer bedre. Den fortsatte normalisering af markederne medfører, at Nationalbankens auktioner kun afholdes, såfremt der ses et egentlig behov.

Danske realkreditobligationer under den finansielle uro

Carsten Andersen, Handelsafdelingen og Claus Johansen, Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

I mange europæiske lande betød den finansielle uro i efteråret 2008, at likviditeten forsvandt fra markedet for dækkede obligationer, såkaldte Covered Bonds. Det var pludselig ikke muligt eller attraktivt at udstede denne type obligationer, og det var heller ikke muligt at handle allerede udstedte obligationer.

Det danske realkreditmarked var i vid udstrækning en undtagelse. Sammenlignet med de fleste andre europæiske markeder forblev det danske realkreditmarked relativt likvidt, og der blev fortsat udstedt danske realkreditobligationer. Dette skyldes bl.a. en stor og stabil indenlandsk investorbase. Samtidig udgør dækkede obligationer i andre lande ét finansieringsinstrument i en palet af muligheder.

Prismæssigt blev danske realkreditobligationer dog ramt hårdere af den finansielle uro end tilsvarende tyske obligationer. Dette skyldtes en kombination af et indenlandsk salgspres samt udenlandske investorers salg af kronedenominerede obligationer som følge af, at det danske marked i forhold til andre markeder fortsat var likvidt. Det indenlandske salgspres blev håndteret med pensionspakken¹ ultimo oktober, mens den udenlandske ejerandel af danske realkreditobligationer fortsat er lavere end før den finansielle uro i efteråret 2008.

Den stejle rentekurve som følge af de lave pengepolitiske renter har medført, at langt hovedparten af nyudstedelser er af typen rentetilpasningsobligationer. Det danske realkreditmarked består som følge heraf af en stigende andel af korte rentetilpasningsobligationer, der skal refinansieres hvert år, og de kommende rentetilpasningsauktioner i november og december 2009 bliver de hidtil største.

¹ Økonomi- og Erhvervsministeriet (2008).

DET DANSKE REALKREDITMARKED SAMMENLIGNET MED DET EUROPÆISKE MARKED FOR DÆKKEDE OBLIGATIONER

I 2009 er stigningen i udeståendet på det danske realkreditmarked kommet fra et øget udestående i rentetilpasningsobligationer. Denne type obligationer har siden indførelsen af rentetilpasningslån i 1996 udgjort en stigende andel af det samlede realkreditmarked. Omvendt har udeståendet i fastforrentede konverterbare obligationer udgjort en nogenlunde fast størrelse og en faldende andel af det samlede marked, jf. figur 1.

Kombinationen af et faldende renteniveau siden medio 2008 og en stigende andel af rentetilpasningsobligationer i det danske realkreditmarked har betydet, at den gennemsnitlige rentebindingstid, udtrykt ved varigheden på realkreditmarkedet, er faldet, jf. figur 2.

Det europæiske marked for dækkede obligationer har udviklet sig fra at omfatte Tyskland (Pfandbriefe) og Danmark (realkreditobligationer) til nu at omfatte over 20 europæiske lande.¹ Udstedelserne i Europa er dog koncentreret på få lande. Således udgjorde udeståendet i dækkede obligationer i Tyskland, Danmark, Spanien og Frankrig omkring 81 pct. af det samlede udstående i EU pr. ultimo 2008, jf. figur 3.

Udestående i Danmark ultimo 2008 udgjorde 160 pct. af bruttonationalproduktet, BNP, mens udestående i Tyskland og Spanien udgjorde henholdsvis 32 og 30 pct. af BNP.

Udstedelsesomfang under den finansielle uro

I euroområdet betød den finansielle uro, at udstedelsesomfanget af dækkede obligationer i form af jumbo-udstedelser² blev mindsket ganske betydeligt. I 4. kvartal 2008 var der så godt som ingen udstedelser af denne obligationstype i euroområdet. I modsætning hertil blev der gennem 4. kvartal 2008 fortsat udstedt realkreditobligationer i Danmark, og det samlede udstedelsesomfang af danske realkreditobligationer i 2. halvår 2008 var kun en anelse lavere end udstedelsesomfanget i 2. halvår 2007, jf. figur 4.

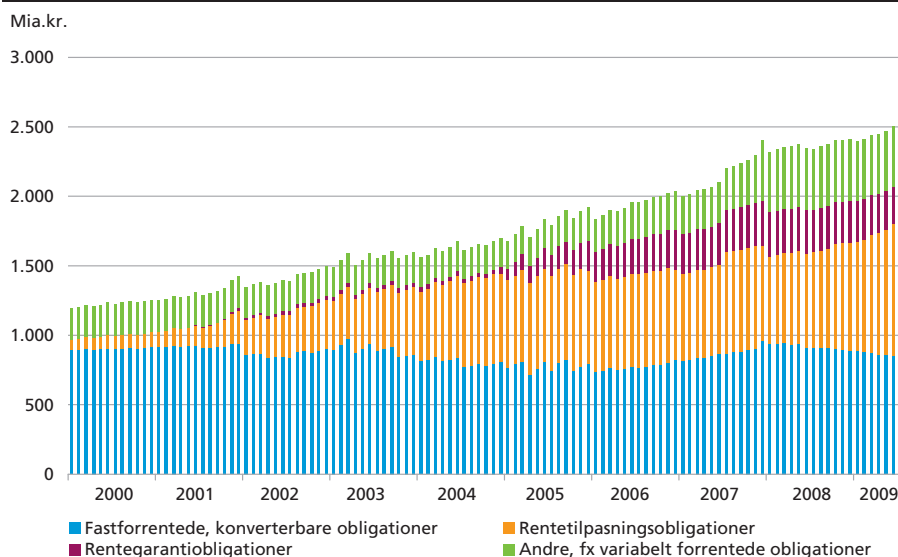
Siden 4. kvartal 2008 har danske realkreditudstedelser været koncentreret på fastforrentede konverterbare obligationer samt rentetilpasningsobligationer, jf. figur 5.

¹ BIS (2007). Se boks 1 for definition af dækkede obligationer.

² Jumbo-udstedelser har typisk et minimumsudestående på 1 mia.euro, og der er market making i obligationen fra mindst fem deltagere. For nærmere beskrivelse, se evt. European Covered Bond Council (2008).

DET DANSKE REALKREDITMARKED

Figur 1

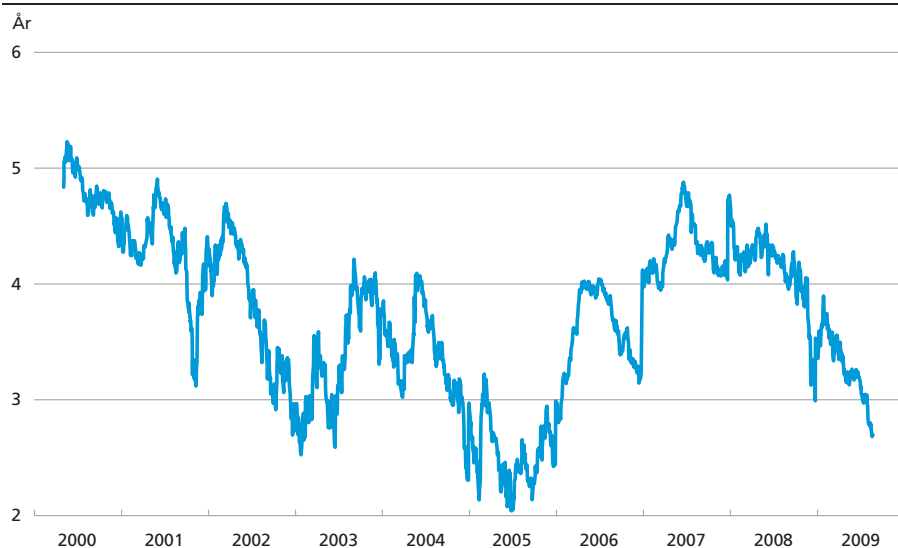


Anm.: Der er foretaget korrektion for højere udestående i december hvert år. Realkreditinstitutters beholdning af egne udstedelser er ikke medregnet.

Kilde: Nationalbankens værdipapirstatistik.

GENNEMSITLIG VARIGHED PÅ DET DANSKE REALKREDITMARKED

Figur 2

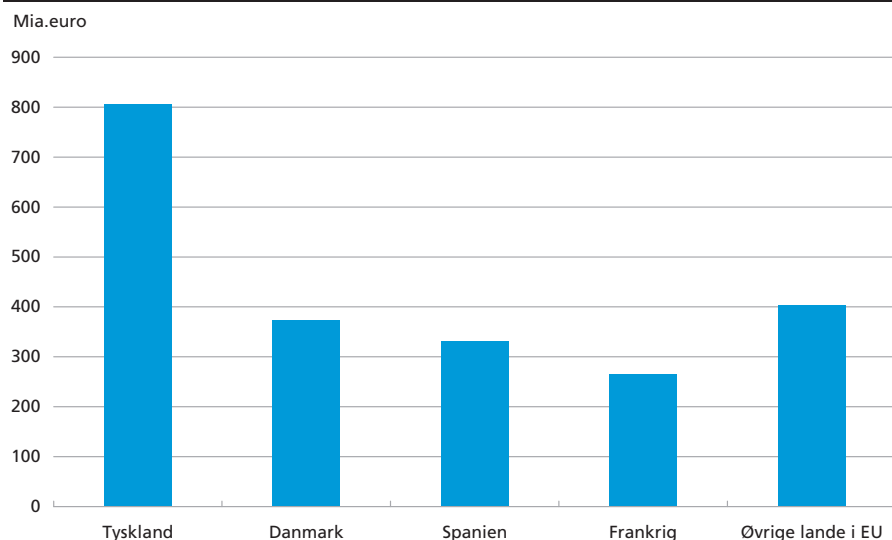


Anm.: Varigheden er beregnet som den vægtede gennemsnitlige optionsjusterede varighed på udestående danske realkreditobligationer.

Kilde: Scanrate Financial Systems A/S.

UDESTÅENDE AF DÆKKEDE OBLIGATIONER, ULTIMO 2008

Figur 3

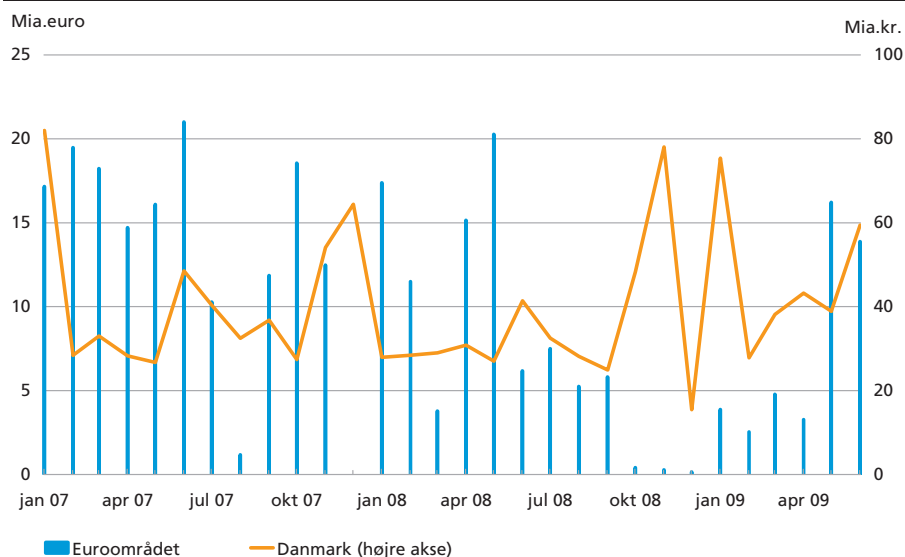


Anm.: For Danmark indgår både nyudstedte og udløbne obligationer ved RTL-refinansiering. Uden denne effekt er udestående 48 mia.euro mindre.

Kilde: European Covered Bond Council, Provisional statistics for 2008.

UDSTEDELSER AF DÆKKEDE OBLIGATIONER I EUROOMRÅDET OG I DANMARK

Figur 4



Anm.: For euroområdet er der medtaget jumbo-udstedelser. For danske udstedelser er der ikke medtaget refinansieringsauktioner i december hvert år.

Kilde: Dresdner Kleinwort Research og Nykredit Markets.

DEFINITION AF DÆKKEDE OBLIGATIONER

Boks 1

Der eksisterer ikke nogen universel anerkendt definition af begrebet *dækkede obligationer*. Den Europæiske Centralbank, ECB (2008) har dog opstillet en række karakteristika ved dækkede obligationer:

- Investor i en dækket obligation har et krav på det udstedende institut, og udsteder skal være underlagt offentlig overvågning og regulering.
- Investor i en dækket obligation har et krav i en cover pool af finansielle aktiver.
- Udsteder har en forpligtelse til at sikre tilstrækkelige aktiver i cover poolen til, at kravene fra investor er dækket på alle tidspunkter.
- Udsteders forpligtelser i forbindelse med cover pool overvåges af en offentlig eller anden uafhængig instans.

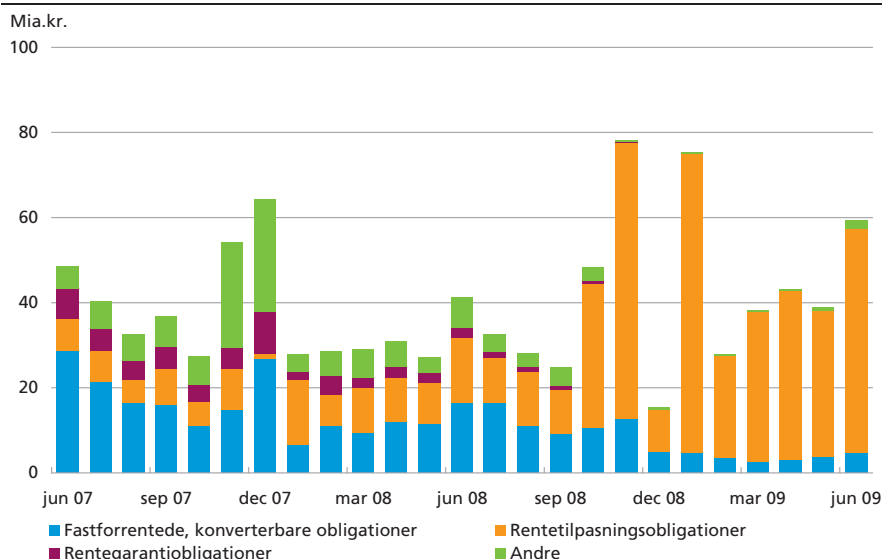
Investorer i dækkede obligationer har således både sikkerhed i det udstedende institut og i den bagvedliggende cover pool.

¹ Kilde: ECB (2008).

Der er en række grunde til, at udstedelserne fortsatte i Danmark. Udstedere substituerede ikke, som i andre europæiske lande, over i andre udstedelsesformer som fx statsgaranterede bankudstedelser og private

UDSTEDELSER AF DANSKE REALKREDITOBLIGATIONER

Figur 5

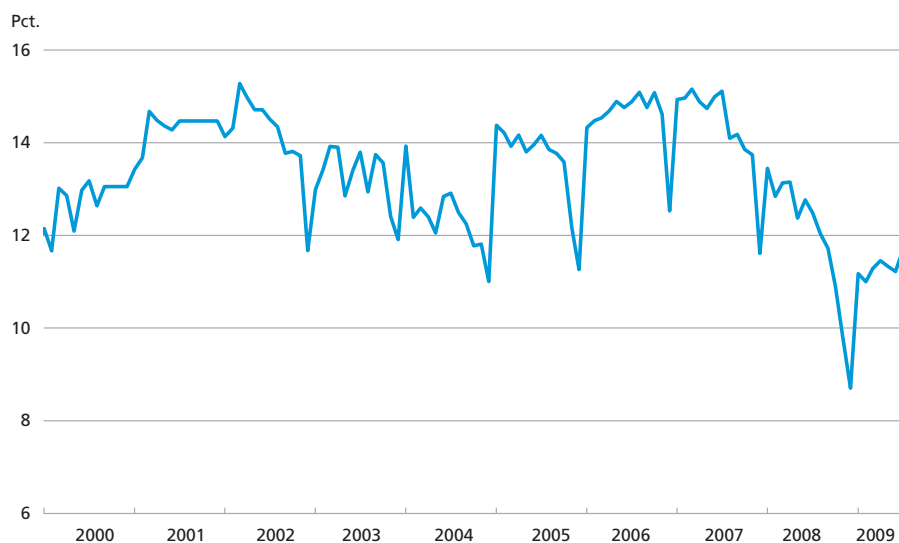


Anm.: Finansieringsauktionerne i december 2007 og 2008 er ikke medregnet. Disse var 345 mia.kr. i 2007 og 359 mia.kr. i 2008.

Kilde: Nykredit Markets.

UDLANDETS EJERANDEL I DANSKE REALKREDITOBLIGATIONER

Figur 6



Kilde: Nationalbankens værdipapirstatistik.

placements.¹ Derudover ejer udlændinge kun en lille del af de danske realkreditobligationer, jf. figur 6, hvilket medførte en relativt begrænset efterspørgselseffekt, da udenlandske investorer søgte væk fra det danske realkreditmarked.

Svarende til hvad der gælder i andre lande, er det muligt for danske pengepolitiske modparter ubegrænset at benytte realkreditobligationer som sikkerhed til at skaffe likviditet gennem Nationalbankens markedsoperationer, jf. nedenstående afsnit.

Medlemmer af den danske børsmæglerforening har etableret en frivillig market maker-ordning for handel mellem medlemmerne i en række realkreditobligationer. Denne har været suspenderet siden 4. kvartal 2008, men handlen med realkreditobligationer er fortsat på trods heraf, dog inden for større spænd mellem bud- og udbudspriser end før den finansielle uro.

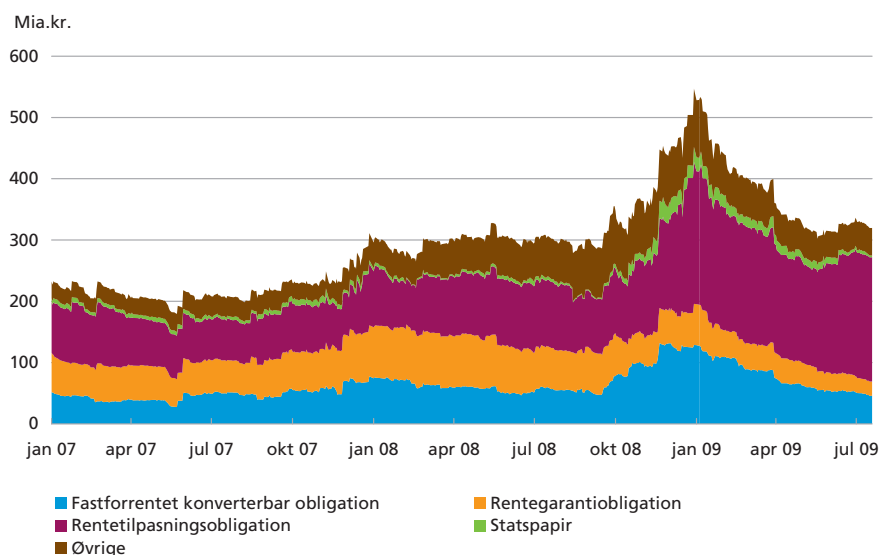
SIKKERHEDSSTILLELSE I NATIONALBANKEN

Den finansielle uro i efteråret 2008 betød, at de pengepolitiske modparter lånte betydelige beløb i Nationalbanken. Denne type udlån sker

¹ Se Jobst mfl. (2009). Private placements er udstedelser, der er udstedt til en enkelt eller en mindre kreds af investorer.

PANTSATTE OBLIGATIONER I NATIONALBANKEN

Figur 7



Anm.: Nominelle værdier.

mod sikkerhed. Frem til primo december 2008 kom over halvdelen af den forøgede sikkerhedsstillelse via pantsætning af fastforrentede, konverterbare obligationer samt rentetilpasningsobligationer, jf. figur 7.

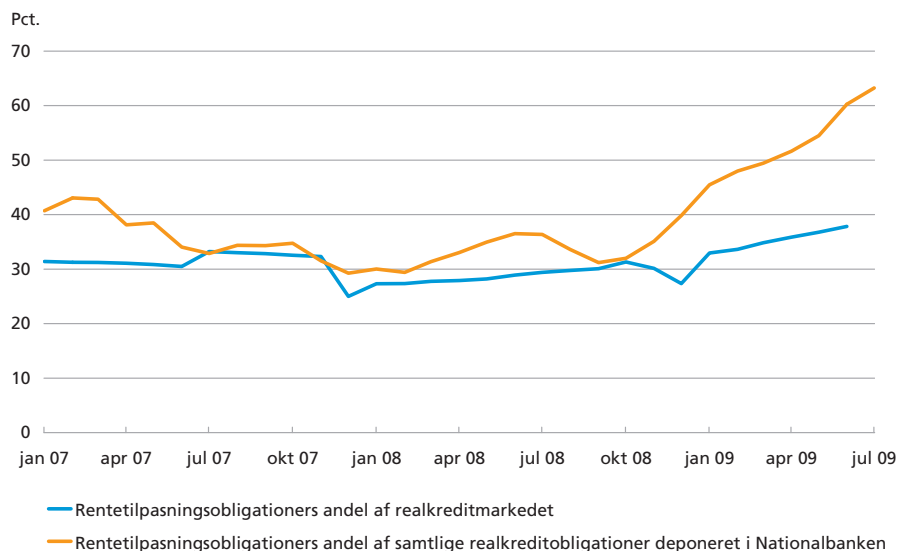
Udlån mod sikkerhed fortsatte med at stige gennem december 2008. Stigningen afspejler især, at Nationalbanken formidlede udlån i valuta jf. artiklen Nationalbankens euro- og dollarauktioner, side 47. De pengepolitiske modparter valgte i høj grad at lægge rentetilpasningsobligationer som sikkerhed.

Selv om realkreditobligationer udgør langt størstedelen af sikkerhedsstillelsen i Nationalbanken, udgør de deponerede realkreditobligationer blot omkring 13 pct. af det samlede realkreditmarked medio 2009. Rentetilpasningsobligationer har gennem 2009 udgjort en stadig større andel af den stillede sikkerhed i Nationalbanken. En stigning der mere end modsvarer den generelle stigning af denne type obligationer i realkreditmarkedet, jf. figur 8.

At rentetilpasningsobligationer udgør en stigende andel af sikkerhedsstillelsen, skyldes formentlig, at mange pengepolitiske modparter placerer en del af deres korte midler i disse obligationer, og at der er en begrænset renterisiko forbundet med at finansiere dem med pengepolitiske lån.

RENTETILPASNINGSOBLIGATIONERS ANDEL AF REALKREDITMARKEDET OG AF SIKKERHEDSSTILLELSEN I NATIONALBANKEN

Figur 8



Anm.: Nominelle værdier.

RENTETILPASNINGSAUKTIONERNE I NOVEMBER OG DECEMBER 2009

Det store udstedelsesomfang i rentetilpasningsobligationer i 2009 har bevirket, at de kommende rentetilpasningsauktioner i november og december bliver de hidtil største. Ved udgangen af august tegner disse auktioner til at blive op til 300 mia.kr. større end auktionerne i december 2008, jf. figur 9.

En vurdering af, hvor store auktionerne præcist bliver, afhænger af, i hvilket omfang låntagere fortsat vil efterspørge rentetilpasningslån, samt i hvilket omfang låntagere vælger at fastlåse deres rente før auktionerne.

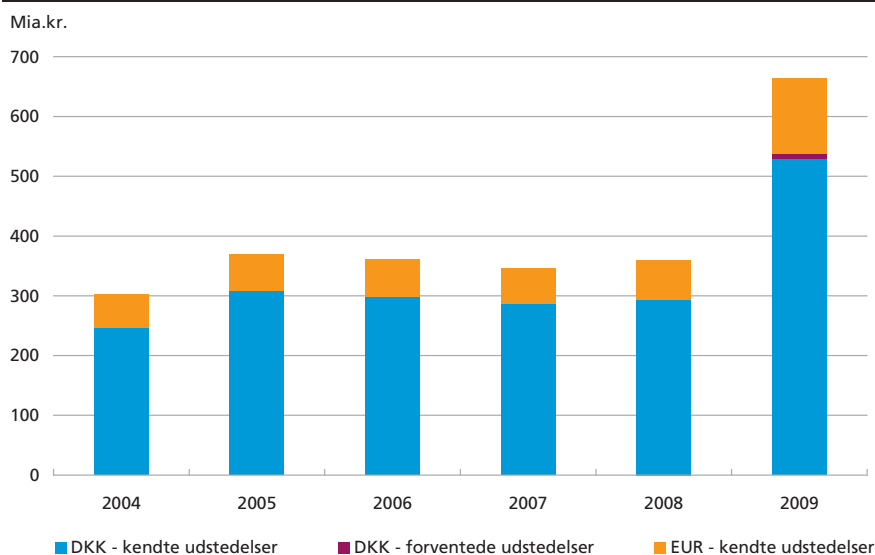
Der vil under alle omstændigheder være tale om en meget stor koncentration af salg af obligationer. Der er tillige herved et potentielt betydeligt element af variation i låntagernes renteudgifter.

UDVIKLINGEN I KREDITSPÆND UNDER DEN FINANSIELLE URO

Renteforskellen mellem realkreditobligationer og statsobligationer i Danmark har typisk fulgt det tilsvarende tyske rentespænd tæt, jf. figur 10. Til illustration heraf er for Danmark valgt en 5 pct. konverterbar realkreditobligation med udløb i 2038, og for Tyskland er valgt en stor – såkaldt jumbo-udstedelse med nogenlunde samme varighed som den

STØRRELSE PÅ RENTETILPASNINGSAUKTIONER

Figur 9

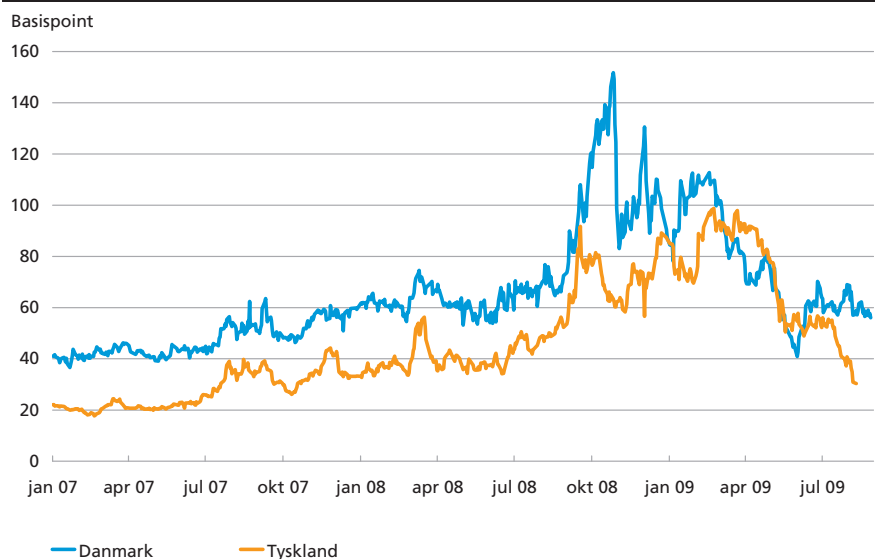


Anm.: Data for 2009 er fra ultimo august. For 2004-08 er størrelsen opgjort som de udstedte mængder, mens opgørelsen for 2009 er baseret på udestående i obligationer med udløb primo januar 2010.

Kilde: Fondsbørsmeddelelser samt Nykredit Markets.

OPTIONSJUSTERET RENTESPÆND MELLEM REALKREDITOBLIGATION OG STATSOBLIGATION

Figur 10



Anm.: For Danmark er benyttet 5 pct. 2038, og for Tyskland er benyttet DGHYP 4 10/16.

Kilde: Bloomberg samt Nordea Analytics.

danske realkreditobligation. For den danske realkreditobligation benyttes det optionsjusterede rentespænd, hvorved der korrigeres for det optionselement, der er i den danske realkreditobligation, men som ikke er i den tyske udstedelse. Merrente ved investering i realkreditobligationer frem for statsobligationer er et udtryk for, at realkreditobligationen har højere likviditets-, kredit- og eventuelt volatilitetsrisiko.

I perioden fra januar 2007 til ultimo september 2008 var korrelationen mellem de to rentespænd 0,96. I oktober 2008 skete en afkobling mellem de to markeder, og korrelationen målt over de syv måneder fra oktober 2008 til april 2009 blev negativ i takt med, at det danske rentespænd steg væsentligt. Forklaringen skal findes i en kombination af en række forskellige faktorer. Generelt var der i perioden et salgspres af danske realkreditobligationer, fordi investorer søgte at mindske deres balance og mindske deres kreditrisiko. Desuden betød den finansielle uro, at nogle investorer blev tvunget til at sælge danske realkreditobligationer.

Stigningen i rentespændet til statsobligationer var ikke kun noget, der skete i Danmark. Det skete i større eller mindre omfang på alle de europæiske markeder. For mange markeder blev spændudvidelsen efterfulgt af, at likviditeten forsvandt fra markedet. Det var ikke længere muligt at få skarpe priser eller at foretage større handler på de pågældende markeder. Som tidligere beskrevet blev den danske market maker-ordning for realkreditobligationer suspenderet. Dette skete også med tilsvarende market maker-ordninger for dækkede obligationer i det øvrige Europa.

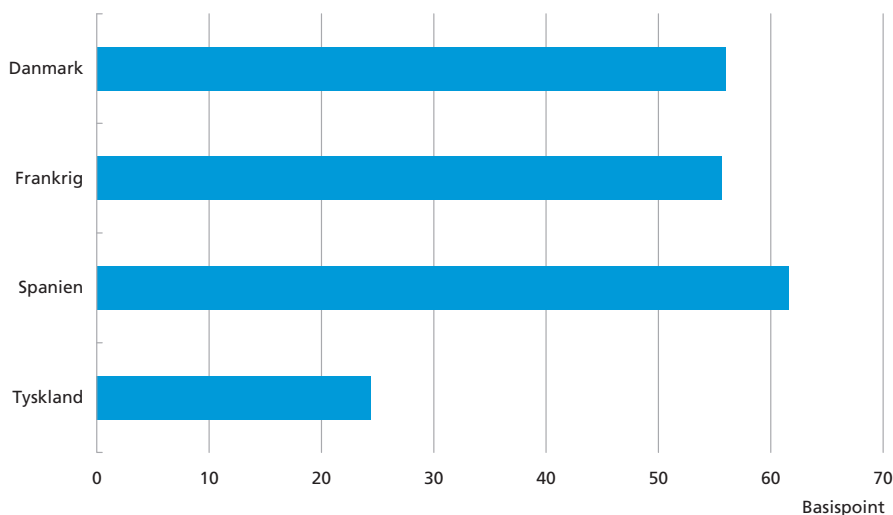
I samme periode skete også en afkobling mellem realkreditrenten og den rente, der bruges til at beregne værdien af forsikrings- og pensionsvirksomheders fremtidige forpligtelser. Afkoblingen betød, at realkreditobligationer ikke i så høj grad kunne afdække forsikrings- og pensionsvirksomheders forpligtelser. Det betød mindre efterspørgsel efter realkreditobligationer og en fare for, at forsikrings- og pensionssektoren ville afhænde betydelige mængder af realkreditobligationer.

Ultimo oktober 2008 blev *Aftale om finansiell stabilitet på pensionsområdet* (Pensionspakken) indgået. Aftalen indebærer bl.a., at renten på realkreditobligationer midlertidigt indgår i den rentekurve, som pensionsselskaberne skal bruge til at beregne deres forpligtelser med. Aftalen havde en meget tydelig og umiddelbar effekt på det danske realkreditmarked. Spændet mellem stats- og realkreditrenterne faldt kraftigt i kølvandet på aftalen.

Ultimo august 2009 var det danske kreditspænd fortsat udvidet i forhold til det tilsvarende tyske spænd, men samtidig på niveau med kreditspændet i Frankrig og Spanien, jf. figur 11. Den særligt store prisefekt af den finansielle uro på danske realkreditpriser synes således at have fortaget sig.

**SPÆND MELLEM DÆKKEDE OBLIGATIONER OG STATSOBLIGATIONER
ULTIMO AUGUST 2009**

Figur 11



Anm.: Danmark: 5 pct. 2038, Tyskland: DGHYP 4 10/16, Frankrig: CFF 3,75 01/17, Spanien: CAIXAB 4,25 01/17.
Spænd til en estimeret statsrentekurve.

Kilde: Nordea Analytics.

LITTERATUR

BIS (2007), The covered bond market, *BIS Quarterly Review*, September 2007.

ECB (2008), Covered Bonds in the EU Financial system.

European Covered Bond Council (2008), *European Covered Bond Fact Book*.

Jobst, Andreas, John Kiff og Carolyne Spackman (2009), The Covered Bond Squeeze Play, VoxEU.org.

Økonomi- og Erhvervsministeriet (2008), Aftale om finansiel stabilitet på pensionsområdet.

Kreditinstitutter og procyklikalitet

Borka Babic, Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING

Kreditgiverne har en tendens til at forstærke udsving i konjunkturerne eller sagt med andre ord at virke procyklisk. Det har også været tilfældet i de senere år. Som følge af krisen og konjunkturedgangen har kreditinstitutter lidt store tab, hvilket har svækket deres kapitalforhold. Mange institutter har reageret ved at stramme op på deres kreditgivning, fx ved at reducere deres udlån.

En række forhold, herunder finansiell regulering, kan påvirke kreditinstitutters muligheder for kreditgivning hen over en konjunkturcykel. Regnskabs- og kapitaldækningsregler er centrale i den sammenhæng. Regnskabsreglerne er bl.a. bestemmende for, hvornår tab på udlån kan medtages i institutternes regnskaber. Kapitaldækningsreglerne fastlægger kapitalkrav og har betydning for, hvor meget kreditinstitutterne har sat til side i gode tider som reserver, de kan tære på i dårlige tider, hvor tabene viser sig. Reservernes størrelse kan ikke alene have betydning for sektorens robusthed, men også for institutternes muligheder for at yde kredit under en lavkonjunktur.

En række af de initiativer, der er blevet iværksat som følge af finanskrisen, har til hensigt at mindske procyklikalitet. På internationalt plan er der enighed om, at der er behov for justering af både regnskabsregler og kapitaldækningsregler med henblik på at reducere procyklikaliteten i den finansielle sektor. Af andre initiativer kan nævnes nye regler for aflønning i den finansielle sektor og begrænsninger på muligheden for at udvide kreditinstitutternes balancer i forhold til deres kapital (gearingen).

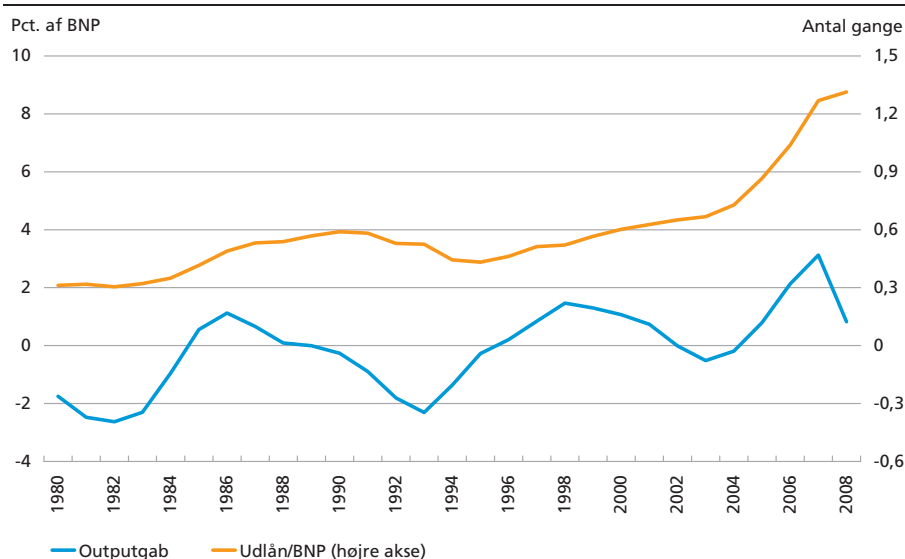
Denne artikel beskriver sammenhængen mellem procyklikalitet og regulering på de forskellige områder og giver en aktuel status for det arbejde, der er i gang med initiativerne på regnskabs- og kapitaldækningsområdet. Initiativer omkring aflønning og gearing i den finansielle sektor vil også blive kort berørt.

PROCYKLICALITET: ÅRSAGER OG KONSEKVENSER

Kreditinstitutter har som regel stor udlånsvækst i højkonjunkturer, mens kreditgivningen strammes i lavkonjunkturer. Højkonjunkturerne op til kri-

BANKERS UDLÅN OG KONJUNKTURUDVIKLING I DANMARK

Figur 1



Kilde: Finansministeriet, Danmarks Statistik og bankregnskaber.

sen har således været kendetegnet ved en kraftig stigning i udlån i forhold til bruttonationalproduktet, BNP, jf. figur 1.¹

I gode tider, når ledigheden er lav og virksomhedernes indtjening høj, er det naturligt, at kreditinstitutternes villighed til at yde kreditter er stor. Modsat vil der i lavkonjunkturer, hvor værdien af eventuelle sikkerheder for lån falder, alt andet lige være større risici forbundet med at yde kreditter til både private og virksomheder. Kreditinstitutternes villighed til at yde lån vil dermed blive reduceret. Den høje udlånsvækst medvirker til højere BNP-vækst i højkonjunkturer, og strammere kreditgivning dæmper økonomisk aktivitet under lavkonjunkturer. Kreditinstitutter har dermed en tendens til at forstærke udsving i konjunkturerne.

En række forhold kan forstærke kreditinstitutternes indbyggede tendens til at virke procyklisk. Et af de forhold er institutternes *risikovillighed*. Risikovilligheden ændrer sig over tid, og institutterne har – ligesom andre markedsdeltagere – tendens til at påtage sig større risici under en højkonjunktur end under en lavkonjunktur.² Dette påvirker deres udlån og dermed også konjunkturudviklingen.

Risikostyringspraksis i finanssektoren er ofte fremhævet som en medvirkende årsag til procyklikalitet.³ Der er en tilbøjelighed til, at modeller

¹ Se Andersen mfl. (1999).

² Se Joint FSF-BCBS Working Group on Bank Capital Issues (2009) samt Berger og Gregory (2003).

³ Jf. bl.a. Andritzky mfl. (2009) og Financial Stability Board (2009).

for risikostyring tillægger de seneste observationer for udviklingen i økonomien og de finansielle markeder størst vægt. Kortsigtede eller for simple risikostyringssystemer kan give anledning til undervurdering af risici i gode tider, hvilket igen vil medføre en for lempelig kreditgivning under højkonjunkturer. Det omvendte kan ske i lavkonjunkturer. En af forudsætningerne for stabile risikostyringssystemer er, at de har baggrund i data og erfaringer fra mindst ét fuldt konjunkturforløb.

Informationsasymmetri mellem låntagere og långivere er også et grundvilkår for finansiell virksomhed, men kan ligeledes være en af forklaringerne på uhensigtsmæssig procyklikalitet. Informationsasymmetrien opstår, fordi et kreditinstitut i sagens natur ikke kan have et lige så klart billede af låntager, som låntageren selv har. Instituttet vil derfor ikke fuldstændig præcist kunne tage højde for forskellen mellem en kreditværdig og en mindre kreditværdig låntager. I lavkonjunkturer, når kreditinstitutterne bliver mere forsigtige med at give kreditter, og værdien af sikkerheder bliver lavere, kan også låntagere med profitable projekter derfor få vanskeligere ved at få lån. Dette bidrager til yderligere at hæmme den økonomiske aktivitet.¹

Den finansielle regulering kan også skabe incitamenter for kreditinstitutter og finansielle markeder, så de økonomiske fluktuationer forstærkes. På reguleringsområdet er regnskabsregler, herunder regler vedrørende nedskrivninger og værdiansættelse, og kapitaldækningsregler centrale i relation til procyklikalitet. Disse forhold er beskrevet i de næste to afsnit.

Kreditinstitutternes tendens til store udvidelser i aktiviteterne under en højkonjunktur og tilsvarende reduktion under en lavkonjunktur har stor betydning for den finansielle stabilitet. Tendensen til at udvide aktiviteter – herunder udlån – meget under en højkonjunktur kan indebære, at institutterne påtager sig for store risici og derfor bliver sårbare over for en vending i konjunkturerne. Eliminering af de forhold, der kan føre til uhensigtsmæssige og overdrevne udsving i finansiell aktivitet, er derfor også vigtig for finansiell stabilitet.

REGNSKABSFORHOLD

To aspekter af regnskabsregler er særligt relevante i relation til procyklikalitet: Regler vedrørende hensættelser/nedskrivninger på udlån og regler for værdiansættelse af aktiver.

¹ Borio mfl. (2001).

Hensættelser/nedskrivninger på udlån

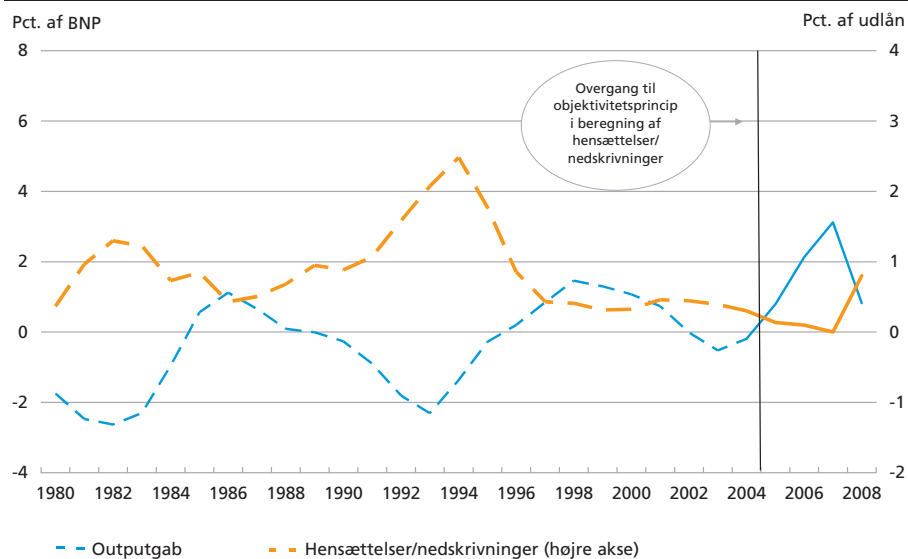
International Financial Reporting Standards, IFRS, er baseret på, at nedskrivninger skal foretages efter princippet om såkaldt objektiv indikation for tab. Det vil sige, at der skal indtræffe en begivenhed, som medfører, at et tab kan konstateres. Dette kan være, at en låntager ikke betaler de i lånedokumentet aftalte ydelser.

Princippet om objektiv indikation for tab blev introduceret i EU i 2005. I Danmark erstattede det et forsigtighedsprincip, som forpligtede kreditinstitutterne til at hensætte til dækning af forventede fremtidige tab. Med andre ord blev hensættelser i stedet til nedskrivninger, og ændringen i reglerne i samspil med konjunkturudviklingen medvirkede til, at denne balancepost blev reduceret, jf. figur 2.

Anvendelse af princippet om objektiv indikation resulterer i lave nedskrivninger og høj indtjening i højkonjunkturer. Dette vil, alt andet lige, medvirke til at øge kreditinstitutternes muligheder for at låne ud og dermed forstærke konjunkturopsvinget. En forværring af konjunkturforsværgelserne kan derimod resultere i markant stigende nedskrivninger, hvilket reducerer kreditinstitutternes indtjening og medvirker til forværring af deres kapitalforhold. Dette fænomen ses tydeligt under det nuværende konjunkturtilbageslag. Tab kan tvinge kreditinstitutterne til at reducere udlån og dermed medvirke til yderligere forværring af konjunkturerne.

BANKERS HENSÆTTELSE/NEDSKRIVNINGER OG OUTPUTGAB I DANMARK

Figur 2



Kilde: Bankregnskaber og Finansministeriet.

Der er på internationalt plan enighed om behovet for tilpasning af hensættelses-/nedskrivningsregler, så de i højere grad afspejler forventede tab på udlån. Hen over sommeren er de første forslag på området blevet offentliggjort.

IFRS fastsættes af the International Accounting Standards Board, IASB, der er en uafhængig organisation. IASB er i gang med at vurdere mulighederne for tilpasning af gældende nedskrivningsregler og har som led i denne proces sendt overvejelser omkring implementering af en såkaldt "expected loss model" i offentlig høring. IASB planlægger at offentliggøre forslag til ændring af reglerne i oktober 2009.¹ Til forskel fra gældende regler på området tager modellen højde for forventede kredit-tab, både initialt ved bogføring af lånet og i resten af lånets løbetid. Gennem hele løbetiden tages der udgangspunkt i forventede pengestrømme fra lånet (korrigeret for forventede kredittab). Hvis den tilbagediskonterede værdi af disse er mindre end lånets bogførte værdi, foretages der nedskrivninger. Både positiv og negativ udvikling i forventningerne til kredittab skal løbende registreres i resultatopgørelsen.

Europa-Kommissionens forslag til opbygning af dynamiske hensættelser

Europa-Kommissionen sendte i juli 2009 sine overvejelser vedrørende implementering af dynamiske hensættelser i offentlig høring.² Ifølge Kommissionen er forslaget et supplement til IFRS' nedskrivninger/hensættelser. Forslaget ventes implementeret i det forslag til ændringer i EUs kapitaldækningsdirektiv, som Kommissionen forventes at fremsætte i oktober 2009.³

Ifølge Kommissionens forslag skal dynamiske hensættelser fungere som en slags reserve. Reserven opbygges i gode tider til dækning af forventede tab – ud over IFRS-nedskrivninger/hensættelser – i lavkonjunktureren. Hensigten med implementering af dynamiske hensættelser er at sikre, at kreditinstitutter har reserver, der kan dække tab, som kan forekomme over en konjunkturcykel. Kommissionen foreslår således, at tilsynsmyndigheder beregner de forventede tab og hensættelser på forskellige aktivklasser ud fra historiske data over en konjunkturcykel. De af tilsynsmyndighederne beregnede parametre skal kreditinstitutterne anvende til beregning af reservens størrelse. Kommissionen forudsætter i sit forslag, at disse hensættelser vil blive accepteret under internationale regnskabsstandarder, og at de ligesom almindelige nedskrivninger

¹ For nærmere information henvises til IASB, Request for information: ("Expected Loss Model") Impairment of Financial Assets: Expected Cash Flow Approach, juni 2009.

² Dynamiske hensættelser er også foreslået af The High-Level Group on Financial Supervision in the EU (The de Larosièrre Group) (2009).

³ For nærmere information henvises til Europa-Kommissionen (2009a).

DYNAMISKE HENSÆTTELSE

Boks 1

Den spanske model for dynamiske hensættelser har siden krisens start fået meget opmærksomhed. Modellen indebærer, at spanske kreditinstitutter, ud over at nedskrive efter princippet om objektiv indikation for tab på udlån (specifikke hensættelser) også foretager en hensættelse til forventede tab på udlån. Spanien er det eneste EU-land, der har haft hensættelser af denne type.

Den spanske model er en statistisk model. I henhold til den beregnes dynamiske hensættelser på basis af gennemsnitlige historiske tabs- og hensættelsesprocenter over en økonomisk cyklus relativt til kreditinstituttets aktuelle specifikke hensættelser. Lån er inddelt i seks risikokategorier på basis af aktivernes kreditrisiko, og de historiske tabsprocenter og hensættelser er baseret på sektorgennemsnit for hver af disse kategorier. De spanske tilsynsmyndigheder beregner gennemsnitlige kredittab og hensættelsesprocenter, som kreditinstitutterne anvender på deres portefølje af udlån.

Reserven opbygges efter følgende formel:

$$\Delta \text{Dynamiske hensættelser}_t = \sum \alpha_j \Delta C_{jt} + \sum \beta_j C_{jt} - \Delta SH_t$$

hvor:

- j angiver risikokategorien
- α_j er det gennemsnitlige historiske estimerede kredittab for risikokategori j
- C_j er den samlede portefølje af aktiver i risikogruppe j , for hvilke ingen specifikke hensættelser er foretaget
- β_j er det gennemsnitlige historiske niveau for specifikke hensættelser for risikokategori j
- SH er specifikke hensættelser.

I perioder med lave specifikke hensættelser til tab vil den dynamiske hensættelse øges, mens den i perioder med høje specifikke hensættelser vil være mindre. Dermed bliver kreditinstituttets totale hensættelser til tab i en given periode mindre cyklisk.

Modellen tager ikke højde for institutspecifikke forhold, herunder for forskelle i kreditinstitutternes styring og prisfastsættelse af risici. Sammen med modellens afhængighed af historiske data vurderes dette at udgøre nogle af dens svagheder. Modellen bygger på den forudsætning, at de data, der er nødvendige til beregning af historiske tabs- og hensættelsesprocenter, er tilgængelige. Dette er ikke tilfældet i mange EU-lande, inkl. Danmark.

Europa-Kommissionen angiver i sit forslag til implementering af dynamiske hensættelser to alternative formler for beregning af dynamiske hensættelser. Den første er en kopi af den spanske model. Den anden er en tilpasset version af modellen, hvor det første led i ovenstående formel udelades. Den anden model vil ifølge Kommissionen kunne tages i anvendelse, hvis IASB ændrer den nuværende hensættelsesmetode til "expected loss"-modellen.

skal regnes ind i resultatet. Den foreslåede model tager udgangspunkt i den såkaldte spanske model for dynamiske hensættelser, jf. boks 1.

Kommissionens forslag er genstand for debat både internationalt og nationalt, herunder diskuteres det, hvorvidt forslaget til dynamiske hensættelser vil påvirke regnskabsreglerne. En række tekniske spørgsmål i

forbindelse med modellen er desuden fortsat uafklarede. Den spanske model er udviklet til den gældende hensættelsesmodel, der bygger på princippet om objektiv indikation, og det er derfor ikke helt klart, hvordan Kommissionens forslag hænger sammen med IASBs "expected loss model". Forslaget er derudover kendetegnet ved de samme svagheder som den spanske model, jf. boks 1.

Kommissionens forslag lægger op til, at hensættelser beregnes på basis af erfaringer om udvikling i tab over en konjunkturcykel. Ingen konjunkturforløb er imidlertid ens, og uforudsigelige hændelser kan og vil ske. Uventede tab, der kan opstå som følge heraf, skal kreditinstitutterne ifølge Kommissionen sikre sig imod ved at opbygge tilstrækkelige kapitalreserver. Det gælder både tab, der er større end forventede på fx udlån, og fald i markedsværdien af aktiver, herunder aktiver, der værdiansættes til fair value, jf. næste afsnit.¹

Værdiansættelse

IFRS giver kreditinstitutterne mulighed for at anvende forskellige værdiansættelsesmetoder, herunder fair value. Denne metode anvendes til værdiansættelse af aktiver, fx aktier og obligationer, som kreditinstituttet holder med henblik på videresalg. Fair value-metoden indebærer, at aktiver gennem hele løbetiden værdiansættes til markedspriser, når disse er tilgængelige (mark-to-market), mens modelberegninger anvendes, når markedspriser ikke er tilgængelige.

Fair value-metoden kan til forskel fra værdiansættelsesmetoder, som er baseret på historiske omkostninger, medvirke til procyklikalitet. Markedspriser varierer over den økonomiske cyklus. Stigning i markedspriserne i en højkonjunktur påvirker kreditinstitutternes resultat og kapitalforhold positivt og kan derfor give en tilskyndelse til udvidelse af aktiviteterne. Omvendt kan et fald i markedspriserne tilskynde til reduktion af aktiviteterne. Som den igangværende krise har vist, kan markedsværdierne falde meget kraftigt. Faldene har tendens til at være selvforstærkende, jf. boks 2.

Fair value-metoden har dog også mange fordele. Den bidrager således til mere retvisende og gennemskelige regnskaber. G20-landene er på deres møde i april blevet enige om at bevare fair value. Samtidig blev G20-landene enige om, at der er behov for bl.a. reduktion i kompleksiteten af regnskabsstandarder² samt forbedring af værdiansættelsesstandarder baseret på instrumenternes likviditet.

¹ Alle balanceposter er omfattet af Europa-Kommissionens forslag om dynamiske hensættelser på nær aktiver i handelsbeholdning.

² IASB (2009b).

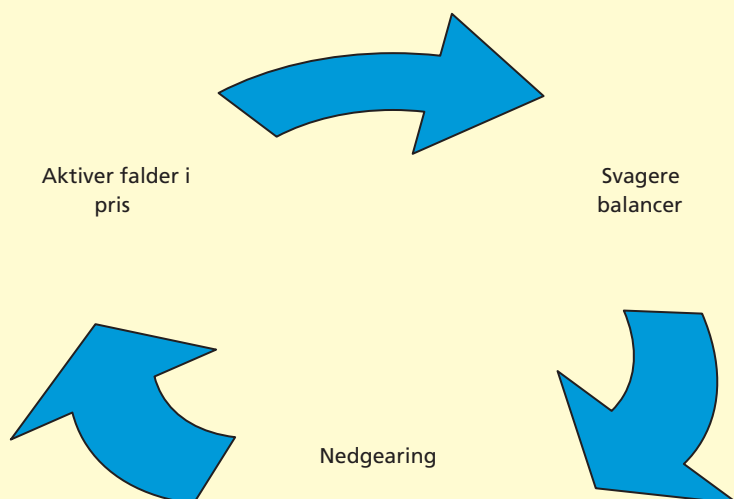
SELVFORSTÆRKENDE EFFEKT AF FALDET I AKTIVPRISER

Boks 2

Fald i markedspriserne på de aktiver, som er værdiansat efter fair value-metoden, påvirker kreditinstitutternes indtjening og kapitalforhold negativt. Institutterne kan derfor være tvunget til at reducere deres balancer og sælge nogle af disse aktiver, dvs. til at nedgeare. Dette kan forstærke prisfaldene og medføre yderligere tab for kreditinstitutterne. Den selvforstærkende effekt af faldet i aktivpriserne er illustreret i figur 3. Markedernes illikviditet kan forstærke denne nedadgående prisspiral. Fair value-metoden er bl.a. derfor blevet kritiseret for, at den ikke fungerer, når markederne er under stress eller kendetegnet ved lav likviditet.

SELVFORSTÆRKENDE EFFEKT AF FALDET I AKTIVPRISER

Figur 3



Når markederne er illikvide, kan værdiansættelse være forbundet med stor usikkerhed. En mulig måde at adressere usikkerhed i værdiansættelse af instrumenter og hjælpe investorerne i deres vurdering af risici i forbindelse med et finansielt instrument er skærpelse af offentliggørelseskravene. IASB har derfor foreslået styrkelse af kravene omkring offentliggørelse af antagelser og modeller anvendt ved værdiansættelse samt i visse tilfælde krav til oplysninger omkring, hvordan værdiansættelsesmetoden påvirker indtjeningen.¹

En anden måde at adressere usikkerhed omkring værdiansættelse af finansielle instrumenter er gennem etablering af såkaldte værdiansættelsesreserver.² Financial Stability Board, FSB, har anbefalet, at det vurderes, om der er mulighed for implementering af værdiansættelsesre-

¹ IASB (2009a).

² EFC (2009).

server, når finansielle instrumenter er illikvide og værdiansættelse er baseret på data, der er svære at verificere.¹ Når der er usikkerhed omkring stigningen i værdien af aktiver, vil værditilvæksten ikke blive indtægtsført, men sættes til side som reserve.

KAPITALKRAV

I kølvandet på finanskrisen er der på kapitalområdet iværksat flere tiltag til at styrke kreditinstitutternes kapitalforhold og modvirke procyklikaltet. Opbygning af mere solide kapitalreserver er blandt de centrale initiativer. Institutterne skal i gode tider opbygge reserver på en sådan måde, at der også er tilstrækkelig kapital, når økonomien gennemløber en lavkonjunktur.

Gældende kapitaldækningsregler, Basel II

Kreditinstitutter har en særlig rolle i samfundsøkonomien, og de er derfor i modsætning til andre erhvervsvirksomheder underlagt en omfattende regulering, hvor kapitalkrav er et væsentligt element. Formålet med myndighedernes kapitalkrav er bl.a. at hindre, at økonomiske problemer i ét institut spredes og dermed truer den finansielle stabilitet. Dette er tilfældet, hvis en hændelse i et institut udløser væsentlige økonomiske tab i og/eller mistillid til andre dele af det finansielle system. Kapitalkrav mindsker i sidste ende risikoen for at ende i en situation, hvor det offentlige må overveje at tilføre kapital til kreditinstitutter.

På kapitaldækningsområdet følger Danmark ligesom andre EU-lande Basel II-reglerne, som er indarbejdet i EUs kapitaldækningsregler. I Danmark påbegyndtes implementering af reglerne i 2007, hvor reglerne erstattede Basel I. Med de nye kapitaldækningsregler er der blevet introduceret et regelsæt, der i langt højere grad end tidligere er institutspecifikt. Under Basel II har kreditinstitutterne mulighed for at vælge mellem forskellige metoder for opgørelse af kapitalkrav, og kapitalkravet afspejler i vidt omfang de risici, som hvert enkelt institut påtager sig.

Allerede i forbindelse med udarbejdelsen af Basel II var der opmærksomhed på, at den risikobaserede tilgang til kapitalkrav kunne virke procyklisk. Der blev derfor i forbindelse med implementeringen af de nye regler iværksat et analytisk arbejde til yderligere at afdække regelsættets procykliske effekter, ligesom der blev iværksat en løbende overvågning af udviklingen på dette område.² Problemstillingen er med finanskrisen kommet mere i fokus.

¹ Financial Stability Board (2009).

² Jf. bl.a. artikel 156 i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/48/EF af 14. juni 2006.

Regelsættets risikobaserede tilgang gør, at minimumskapitalkravet vil have tendens til at falde i opgangsperioder, hvor risikoen opfattes som begrænset. Det giver plads til, at kreditinstitutterne kan øge kreditgivningen. Omvendt vil kapitalkravet stige og kreditgivningen falde i nedgangsperioder, hvor risikoen opfattes som høj. Hermed kan kapitaldækningsreglerne få en forstærkende effekt på konjunkturudviklingen.

Inden for rammerne af Basel II-regelsættet har kreditinstitutterne dog mulighed for at være mere konservative i deres vurdering af risici. Institutterne skal fx på basis af egne stresstest reservere mere kapital til dækning af risici. Tilsynsmyndigheder kan også inden for regelsættets rammer pålægge kreditinstitutterne ekstra kapitalkrav, hvis de vurderer, at den af instituttet beregnede kapital ikke er tilstrækkelig til at dække de risici, instituttet påtager sig. Overvejelser omkring, hvordan disse muligheder bedre udnyttes, indgår i det arbejde omkring procyklikalitet, der er i gang på kapitaldækningsområdet, jf. boks 3.

Større kapitalreserver og bedre kvalitet af kapital

Basel II-reglerne er først for nylig begyndt at blive implementeret¹ og anses derfor ikke for at være årsag til krisen. Krisen har dog vist, at størrelsen af kreditinstitutternes kapital er utilstrækkelig, og at institutternes incitamenter til at opbygge kapital i gode tider er for svage. Der er derfor på internationalt plan enighed om det grundlæggende princip, at kreditinstitutterne skal opbygge større kapitalreserver i gode tider til anvendelse i dårlige tider. Det er vigtigt både for institutternes robusthed over for chok og for begrænsning af procyklikalitet. Lave kapitalbuffer kan medføre, at kreditinstitutterne på grund af tab er tvunget til at begrænse deres aktiviteter, herunder reducere udlån, for at overholde lovmæssige kapitalkrav.

Spørgsmålet om konkret udformning af kapitalreserver er fortsat åbent. Både Europa-Kommissionen og Basel Committee on Banking Supervision, BCBS, ventes inden udgangen af 2009 at offentliggøre deres overvejelser og forslag omkring kapitaldækningsregler og procyklikalitet.²

I forbindelse med den finansielle krise er det ikke kun niveauet af kreditinstitutternes kapital, der er kommet i fokus. Krisen har i høj grad vist, at sammensætningen af kreditinstitutternes kapital også er væsentlig, når sektoren bliver presset. Krisen har afsløret mangel på kapital af høj kvalitet, fx aktiekapital, i dele af banksektoren.³ G20-landene blev

¹ USA ventes at implementere Basel II-kapitalkrav i 2010.

² BCBS, Comprehensive response to the global banking crisis, pressemeddelelse, september 2009.

³ For en illustration af betydningen af sammensætningen af bankernes kapital se boks 17 i Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 1. halvår 2009.

CEBS' FORSLAG TIL KONTRACYKLISK KAPITALSTØDPUDE

Boks 3

EUs tilsynskomite, CEBS, har i juli offentliggjort overvejelser omkring, hvordan procyklikaliteten i kapitalkravene – dvs. kravenes tendens til at falde i højkonjunkturer og stige i lavkonjunkturer – kan reduceres. CEBS' forslag vedrører udelukkende kreditrisici i kreditinstitutternes såkaldte bankaktiviteter, hvor bl.a. almindelige udlån indgår.¹

Forslaget er rettet mod tilsynsmyndigheder og skal hjælpe dem i deres vurdering af tilstrækkeligheden af kreditinstitutternes reserver. CEBS foreslår, at tilsynsmyndighederne justerer de af kreditinstitutterne estimerede defaultsandsynligheder (probability of default, PD), som er en af de afgørende faktorer i forhold til udviklingen af institutternes minimumskapitalkrav under Basel II. De løbende defaultsandsynligheder korrigeres med en faktor, der afspejler forskellen mellem defaultsandsynligheder i en recession og de løbende defaultsandsynligheder. På basis af disse korrigerede sandsynligheder skal kreditinstituttets kapitalbehov beregnes. Tilsynsmyndighederne skal i deres vurdering af kreditinstitutionens robusthed sammenligne kapitalbehovet med det kapitalbehov, der er beregnet ved løbende defaultsandsynligheder.

Forslaget medvirker til opbygning af større kapitalreserver i gode tider. Stødpuderne kan ventes at stige i højkonjunkturer og blive reduceret i lavkonjunkturer.

¹ CEBS (2009). CEBS' papir vedrører desuden udelukkende de kreditinstitutter, der anvender egne kreditrisikomodeller til opgørelse af minimumskapitalkravet for kreditrisici (IRB, internal rating based approach).

derfor i april 2009 enige om, at der er behov for at styrke kreditinstitutternes kapitalgrundlag ikke alene ved større kapitalreserver, men også ved en bedre kvalitet af kapitalen. BCBS overvejer forskellige muligheder for styrkelse af kvaliteten af kreditinstitutternes kapital, men lægger især vægt på, at almindelig aktiekapital og reserver bør være den dominerende del af institutternes kernekapital.

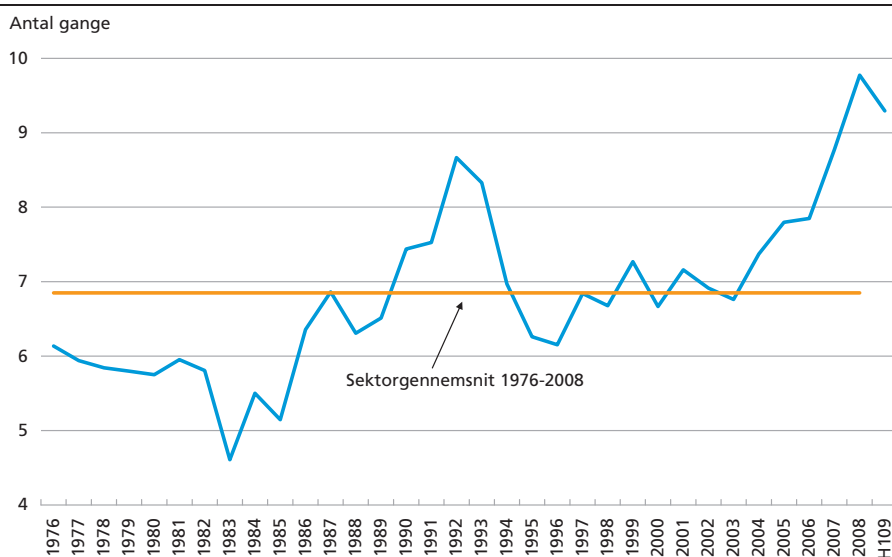
ANDRE TILTAG FOR AT MODVIRKE PROCYKLICALITET

Ud over det ovenfor beskrevne, er der foreslået en række andre tiltag til modvirkning af procyklikalitet. Der er således enighed om at indføre begrænsninger på den udvidelse af kreditinstitutternes balancer i forhold til deres kapital (gearing), som har kendetegnet både den globale og den danske finansielle sektor i årene op til krisens udbrud, jf. figur 4. Europa-Kommissionen ventes snart at komme med et forslag til implementering af en simpel gearingsratio. Dette mål ventes at kunne fungere som supplement til de øvrige kapitalkrav, enten som en indikator til brug for tilsynsmyndighedernes vurdering af holdbarheden af kreditinstitutternes udvidelser af aktiviteter eller i form af et bindende krav.

Af andre forhold, der kan medvirke til procyklikalitet, kan nævnes aflønningspraksis i finanssektoren. Aflønningen af ledelse og medarbejdere har i nogle kreditinstitutter fokuseret overdrevent på performance på

DANSK BANKSEKTORS UDLÅNSGEARING

Figur 4



Anm.: Udlånsgearing er her defineret som udlån i forhold til egenkapital. Den danske banksektor omfatter banker i Finanstilsynets gruppe 1-3.

Kilde: Bankernes regnskaber.

kort sigt. Aflønningen har desuden i mange tilfælde været uafhængig af de risici, der blev taget. Aflønningsformerne gav derfor incitamenter til udvidelse af kreditinstitutternes aktiviteter bl.a. på de finansielle markeder, hvor store kortsigtede gevinster kunne opnås ved at påtage sig store risici.

I sin henstilling fra april 2009 anbefaler Europa-Kommissionen, at aflønningsincitamenter tilpasses virksomhedens rentabilitet på langt sigt, og at resultatkriterier risikojusteres.¹ Kommissionen har desuden foreslået bindende forpligtelser for kreditinstitutter til at have en aflønningspolitik, der understøtter effektiv risikostyring. Ifølge forslaget skal tilsynsmyndighederne kunne pålægge finansielle og ikke-finansielle sanktioner i tilfælde af, at et kreditinstituts aflønningspolitik ikke er konsistent med effektiv risikostyring. Myndighederne kan bl.a. pålægge kreditinstitutter ekstra kapitalkrav.²

AFRUNDING

I kølvandet på den finansielle krise er der lanceret en række initiativer med det formål at reducere den finansielle sektors procyklikalitet. Større hensættelser og opbygning af større kapitalbuffere i gode tider har en central plads blandt tiltagene.

¹ Europa-Kommissionen (2009c).

² Europa-Kommissionen (2009b).

Arbejdet på de enkelte områder er i forskellige faser. På hensættelsesområdet er løsningsmodellerne begyndt at tegne sig, selv om der fortsat er en del usikkerhed om, hvordan Europa-Kommissionens forslag omkring dynamiske hensættelser hænger sammen med IASBs "expected loss model". Spørgsmålet om udformning af reglerne vedrørende kapitalkrav er derimod fortsat åbent, og konkrete forslag ventes i de kommende måneder.

Udviklingen har vist, at der er behov for både større hensættelser og større kapitalstødpuder. Samtidig lægges der vægt på, at ændringer i reglerne implementeres på en måde, så transparensen i kreditinstitutternes regnskaber bevares.

Hensigten med initiativerne er ikke at løse den nuværende krise, men at øge sektorens robusthed over for fremtidige chok og dæmpe kreditinstitutters tendens til at forstærke konjunkturudsving i fremtiden. Initiativerne har sammen med krisen selv sandsynligvis allerede haft en effekt på institutternes adfærd. Hertil kommer, at mange institutter har modtaget statslige kapitalindskud. Der er med andre ord tid til at overveje løsningsmodellerne grundigt.

LITTERATURLISTE

Andersen, Jens Verner, Hanne Lyngesen og Erik Haller Pedersen (1999), Kreditgivning under to højkonjunkturer, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

Andritzky Jochen, John Kiff, Laura Kodres, Pamela Madrid, Andrea Maechler, Aditya Narain, Noel Sacasa, og Jodi Scarlata (2009), Policies to Mitigate Procyclicality, IMF, *Staff position note*, maj.

Berger, Allen og Gregory F. Udell (2003), Institutional memory hypothesis and the procyclicality of bank lending behaviour, *Finance and Economics Discussion Series*, nr. 2, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Borio, Claudio, Craig Furifine og Philip Lowe (2001), Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options, *BIS Paper*, nr. 1, marts.

Committee of European Banking Supervisors (2009), Position paper on countercyclical capital buffers, juli.

EFC (2009), Final Report of the EFC Working Group on procyclicality to the EFC/Ecofin, Working Group on Procyclicality, juni.

Europa-Kommissionen (2009a), Possible further changes to the capital requirements directive, juli.

Europa-Kommissionen (2009b), Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC as regards capital requirements for the trading book and for re-securitisations, and the supervisory review of remuneration policies, juli.

Europa-Kommissionen (2009c), Recommendation on remuneration policies in the financial services sector, april.

Financial Stability Board (2009), Report of the Financial Stability Forum on addressing procyclicality in the financial system, april.

FSA (2009), The Turner review, A regulatory response to the global banking crisis, marts.

IASB (2009a), Fair value measurement, Exposure Draft ED/2009/5, maj.

IASB (2009b), Financial Instruments: Classification and Measurement, Exposure Draft ED/2009/7, juli.

Joint FSF-BCBS Working Group on Bank Capital Issues (2009), Reducing procyclicality arising from the bank capital framework.

The High-Level Group on Financial Supervision in the EU (2009), Chaired by Jacques de Larosière, Report, 25. februar.

Virkning af finanspolitik under krisen

Ann-Louise Winther, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

For at dæmpe virkningerne af den finansielle og økonomiske krise, herunder store stigninger i ledigheden, er der i det seneste års tid gennemført finanspolitiske stimuluspakker i mange lande, og nogle lande planlægger yderligere lempelser i 2010. De enkelte landes finanspolitik under krisen skal ses i sammenhæng med omfanget af den økonomiske afmatning i det pågældende land, det finanspolitiske råderum og størrelsen af de automatiske stabilisatorer. Desuden er pengepolitikken lempet i form af renter tæt på nul, og mange lande har taget ukonventionelle pengepolitiske instrumenter i brug for at lette kreditformidlingen. Det store fokus på finanspolitiske lempelser skal derfor også ses i lyset af begrænsningerne for yderligere pengepolitiske lempelser.

Artiklen ser nærmere på den førte finanspolitik under krisen og de makroøkonomiske virkninger af denne. Først beskrives de gennemførte og planlagte finanspolitiske lempelser i OECD-landene, og hvordan de har påvirket de offentlige finanser i de respektive lande. Der er generelt stor variation i størrelsen af de finanspolitiske lempelser på tværs af lande. I de fleste lande medfører ekspansiv diskretionær finanspolitik sammen med virkningen fra de automatiske stabilisatorer, at de offentlige finanser forværres betydeligt i år og næste år.

I anden del af artiklen ses nærmere på de potentielle effekter af den ekspansive finanspolitik, som er givet ved de såkaldte finanspolitiske multiplikatorer. I både den teoretiske og den empiriske litteratur spænder størrelsen af multiplikatorerne vidt. De afhænger bl.a. af husholdningers og virksomheders opsparingsadfærd, den finanspolitiske holdbarhed og omfanget af handel med udlandet. Det har også betydning, om finanspolitikken lempes på indtægts- eller udgiftssiden. På kort sigt er der empirisk belæg for, at øgede offentlige investeringer og øget offentligt forbrug har større effekt end skattelettelser, men virkningen af skattelettelser kan stige på længere sigt i takt med, at den større opsparing kanaliseres ud i privatforbruget. Sidste del af artiklen omhandler, hvorfor effekterne af finanspolitik under den nuværende krise kan afvige fra de estimerede effekter i mere "normale tider". Hvis husholdningers og virksomheders adgang til kredit er begrænset, kan ekspansiv

finanspolitik have en relativt stor virkning. På den anden side kan øget usikkerhed omkring fremtidig indkomst og beskæftigelse i lyset af den økonomiske krise betyde, at den private sektor vælger at spare op frem for at forbruge, hvilket svækker finanspolitikens stabiliserende effekt. Finanspolitikens holdbarhed har også betydning for virkningen af aktiv finanspolitik på den økonomiske aktivitet. Store offentlige underskud og voksende offentlig gæld kan forstærke usikkerheden omkring den økonomiske fremtid, hvilket kan forøge den private sektors opsparrings-tilbøjelighed. Dertil kan stigende offentlig gæld medføre rentestigninger – i form af stigninger i det generelle renteniveau eller enkelte landes rentespænd – som derved modvirker stimulansen fra finanspolitikken.

For at opnå den størst mulige virkning af finanspolitikken under krisen er det afgørende, at de finanspolitiske lempelser er rettidige og målrettede. Holdbarheden er desuden afgørende for, om der er plads til yderligere lempelser i de enkelte lande. De offentlige finanser forværres betydeligt i mange lande frem mod 2010, hvorfor der i mange tilfælde er brug for en snarlig konsolidering, ikke mindst i lyset af den demografiske udfordring, som en del lande står over for i de kommende år. Lempelseerne bør derfor være af midlertidig karakter for at undgå en permanent forværring af de offentlige finanser.

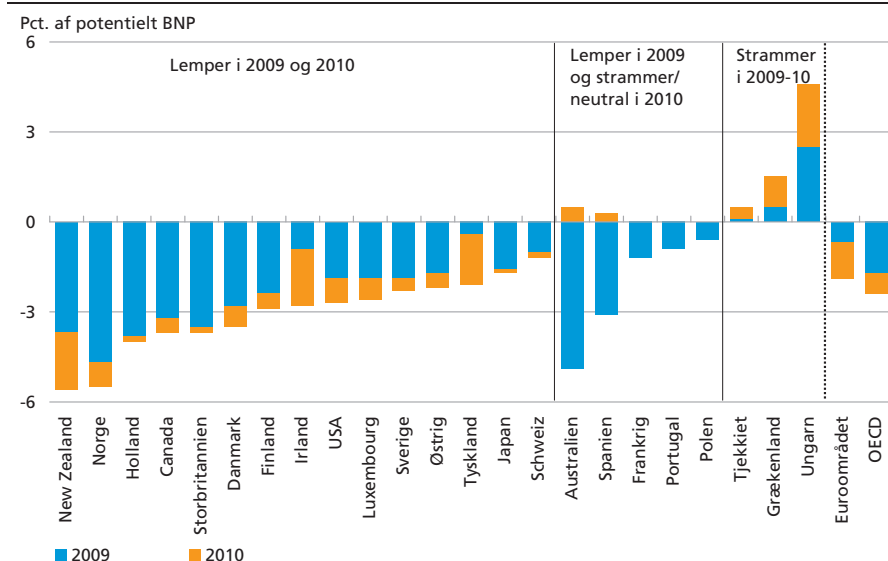
FINANSPOLITIK I LYSET AF KRISEN

Omfanget af de finanspolitiske lempelser på tværs af lande

I lyset af den finansielle og økonomiske krise er der i lande verden over foretaget finanspolitiske lempelser i forsøg på at dæmpe den kraftige nedgang i efterspørgslen og mindske den stigende ledighed. Muligheden for yderligere stimulans fra pengepolitikken er begrænset, hvilket har skabt øget interesse for aktiv finanspolitik. Størrelsen af de finanspolitiske hjælpepakker varierer på tværs af lande. Målt ved den årlige ændring i den strukturelle offentlige saldo gennemføres der i OECD-landene tilsammen diskretionære finanspolitiske lempelser på lidt under 2 pct. af bruttonationalproduktet, BNP, i 2009, og der er udsigt til lempelser på yderligere knap 1 pct. af BNP i 2010, jf. figur 1. I euroområdet er de samlede lempelser i 2009-10 på næsten 2 pct. af BNP, mens USA gennemfører større lempelser på knap 3 pct. af BNP i samme periode. Også inden for EU er der store forskelle på den førte finanspolitik under krisen. Blandt EU-lande, som har gennemført lempelser i 2009, og som planlægger yderligere lempelser i 2010, er Tyskland, Finland, Sverige og Danmark. Danmark er et af de lande, hvor finanspolitikken er lempet mest. Målt ved de direkte provenuvirkninger, lempes finanspolitikken ifølge Økonomisk Redegørelse, august 2009, med 1,9 pct. af BNP i 2009,

AKTIV FINANSPOLITIK I OECD-LANDE I 2009 OG 2010

Figur 1



Anm.: Den diskretionære finanspolitik er approksimeret som ændringen i den strukturelle budgetbalance fra år til år. For den strukturelle saldo er anvendt OECDs skøn for den underliggende saldo, som er den cyklisk korrigerede budgetsaldo korrigeret for særlige forhold. En negativ (positiv) ændring i den underliggende saldo angiver en lempelse (stramning) af finanspolitikken. Italien, som ifølge OECD strammer finanspolitikken i 2009 og lempet i 2010, og Belgien, som fører neutral finanspolitik i 2009 og lempet lidt i 2010, er ikke medtaget i figuren.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, nr. 85, juni 2009.

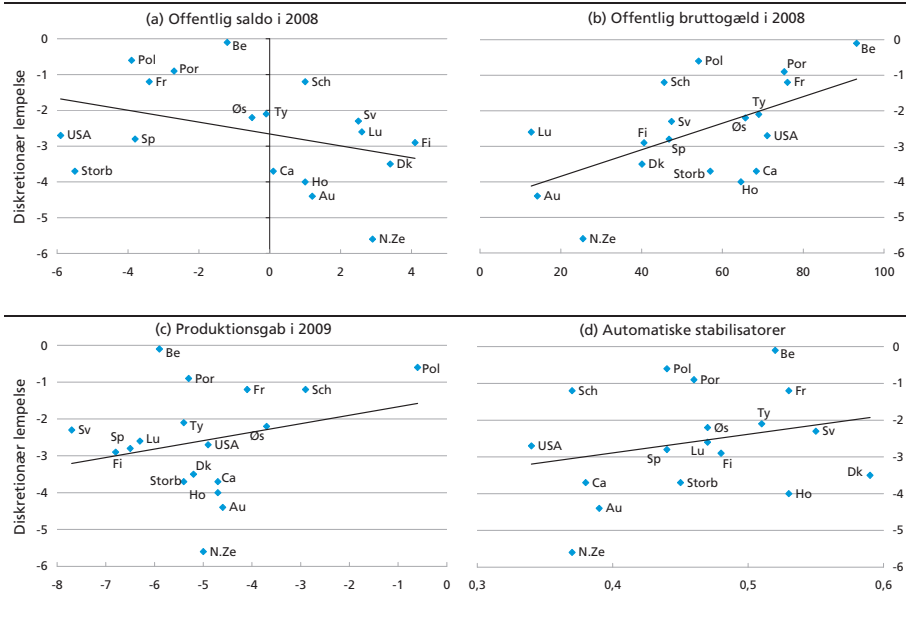
og indtil videre er der besluttet yderligere lempelser svarende til 1,3 pct. af BNP i 2010.

Andre lande i EU, heriblandt Frankrig og Spanien, har gennemført stimuluspakker i 2009, men ventes at konsolidere de offentlige finanser allerede i 2010. Endelig er der EU-lande, som allerede ved krisens begyndelse havde betydelige underskud på det offentlige budget, og som derfor til trods for den økonomiske nedgang har været nødsaget til at føre neutral eller stram finanspolitik gennem 2009. Grækenland og Ungarn er blandt de lande, som strammer finanspolitikken i 2009.

Finanspolitikken skal ses i sammenhæng med, hvor hårdt de enkelte landes økonomier er ramt af krisen og størrelsen på det finanspolitiske råderum i form af den offentlige saldo og gæld ved krisens begyndelse. Figur 2a-b illustrerer sammenhængen mellem størrelsen af de finanspolitiske lempelser og størrelsen af det finanspolitiske råderum ved krisens begyndelse på tværs af OECD-lande. Figuren viser, at de lande, som havde store offentlige underskud og høj gæld i 2008, generelt har lempet mindre end lande med større finanspolitisk råderum. Dermed har lande, som har konsolideret de offentlige finanser i løbet af de "gode tider", haft bedre mulighed for at bruge finanspolitikken som instrument til at stabilisere økonomien. Figur 2c viser sammenhængen mellem omfanget

EKSPANSIV FINANSPOLITIK I 2008-10

Figur 2



Anm.: Au: Australien, Be: Belgien, Ca: Canada, Dk: Danmark, Fi: Finland, Fr: Frankrig, Ty: Tyskland, Lu: Luxembourg, Ho: Holland, N.Ze: New Zealand, Pol: Polen, Por: Portugal, Sp: Spanien, Sv: Sverige, Sch: Schweiz, Storb: Storbritannien, Øs: Østrig.

De diskretionære finanspolitiske lempelser i hvert land er angivet som den negative ændring i den offentlige strukturelle saldo (OECDs skøn for den underliggende saldo) fra 2008-10. Figuren viser kun lande, som samlet har lempet finanspolitikken fra 2008 til 2010. De automatiske stabilisatorer er OECDs beregninger af budgetelasticiteter og angiver ændringen i den offentlige budgetsaldo i procent af BNP ved en ændring i produktionsgabet på 1 pct. af potentielt BNP. Linjerne angiver den estimerede lineære sammenhæng mellem observationerne.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, nr. 85, juni 2009 og Girouard og André, Measuring cyclically-adjusted budget balances for OECD countries, OECD, *Working Paper*, nr. 34, 2005.

af de finanspolitiske lempelser og størrelsen af den økonomiske nedgang i de enkelte lande, målt ved produktionsgabets størrelse. De lande, hvis produktion ligger længst under det potentielle produktionsniveau, lempes generelt finanspolitikken mere.

Derudover er der en svag negativ sammenhæng mellem omfanget af de finanspolitiske tiltag og størrelsen af de såkaldte automatiske stabilisatorer, jf. figur 2d. De automatiske stabilisatorer er et mål for, i hvilken grad de offentlige indtægter og udgifter reagerer på konjunkturudsving¹. De finanspolitiske lempelser har generelt været store i lande med små automatiske stabilisatorer såsom USA, Canada og Australien og relativt mindre i de fleste EU-lande. Blandt undtagelserne er Danmark, Sverige og Holland, som har relativt store automatiske stabilisatorer, men hvor de diskretionære finanspolitiske lempelser også har været betydelige. Ifølge OECDs beregninger har Danmark de største automatiske

¹ Jan Overgaard Olesen og Ann-Louise Winther, *Automatiske Stabilisatorer*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2009.

stabilisatorer blandt alle OECD-landene. Styrken af de automatiske stabilisatorer afhænger bl.a. af den offentlige sektors størrelse, indretningen af skattesystemet og kompensationsgraden for overførselsindkomster. I den nuværende lavkonjunktur betyder styrken af de automatiske stabilisatorer i Danmark, at de offentlige udgifter til bl.a. overførselsindkomster stiger relativt meget, og at skatteindtægterne falder meget på grund af faldende produktion og stigende arbejdsløshed. Derved sker der en automatisk lempelse af de offentlige finanser, som dæmper nedgangen i den økonomiske aktivitet og beskæftigelse og dermed mindsker behovet for egentlige diskretionære lempelser. Virkningen fra de automatiske stabilisatorer afhænger af, hvilken type stød der er årsag til den nuværende nedgang i konjunkturen. Det er imidlertid svært at identificere det underliggende stød til økonomien, som kan komme fra både efterspørgsels- og udbudssiden. Hvis det antages, at omkring halvdelen af det økonomiske tilbageslag i Danmark er drevet af et fald i privatforbruget, og den anden halvdel er drevet af nedgang i eksporten, betyder den automatiske stabilisering, at faldet i beskæftigelsen formindskes med omkring 30.000 personer i 2009, jf. multiplikatorberegninger i Olesen og Winther (2009)¹. Effekten er dermed omkring det dobbelte af de 16.000 personer, som beskæftigelsesvirkningen af de diskretionære lempelser i 2009 er skønnet til i Økonomisk Redegørelse, august 2009. Størrelserne flugter med, at omkring to tredjedele af forværringen i den offentlige saldo fra 2008 til 2009 skønnes at være konjunkturbetinget og komme fra den automatiske stabilisering, mens omkring en tredjedel tilskrives diskretionære lempelser². Den automatiske stabilisering af beskæftigelsen skal også ses i sammenhæng med, at den samlede beskæftigelse forventes at falde med omkring 80.000 personer fra 2008 til 2009.

Udsigterne for de offentlige finanser

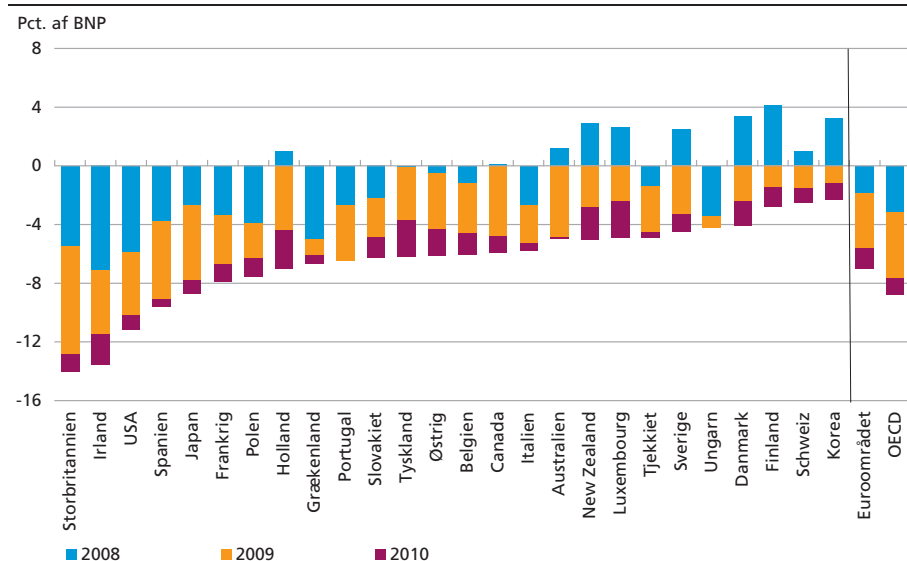
Den ekspansive finanspolitik medfører sammen med effekten fra de automatiske stabilisatorer en svækkelse af den offentlige saldo i de fleste lande. Blandt OECD-landene forventes en mærkbar forværring af de offentlige finanser frem mod 2010, jf. figur 3. Underskuddet i OECD-landene under ét forventes at blive knap 9 pct. af BNP i 2010, og i euroområdet 7 pct. af BNP, ifølge OECD, Economic Outlook, nr. 85, juni 2009, hvilket er en svækkelse af saldoen på godt 5 pct. af BNP siden 2008 i begge tilfælde. Selv lande, der i 2008 havde relativt store overskud på

¹ Der er taget udgangspunkt i de estimerede aktivitetsmultiplikatorer. Aktivitetsvirkningen fra de automatiske stabilisatorer bliver større, jo større en andel af det underliggende stød der kan henføres til privatforbruget, og mindre med andelen, der kan henføres til eksporten.

² Fordelingen angiver forholdet mellem ændringen i den strukturelle saldo, jf. Økonomisk Redegørelse, august 2009, og ændringen i den offentlige saldo, jf. artiklen Dansk økonomi 2009-11, side 33.

DE OFFENTLIGE BUDGETSALDI I OECD-LANDE I 2008-10

Figur 3



Anm.: Saldoen i et givent år er angivet som summen af de farvede søjler, bortset fra lande, som i 2008 havde overskud. I de lande er underskuddet i 2010 angivet som summen af den gule og røde søjle. Norge med et offentligt budgetoverskud på 18,8 pct. af BNP og Island med et underskud på 14,3 pct. af BNP i 2008 er ikke medtaget i figuren.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, nr. 85, juni 2009.

de offentlige finanser, som Danmark, Sverige og Finland, får underskud i både 2009 og 2010. Det afspejler til dels, at det er politisk svært at gennemføre finanspolitiske stramninger under en højkonjunktur, der svarer til omfanget af de diskretionære lempelser, som gennemføres under en lavkonjunktur. Tilbøjeligheden til asymmetri i den aktive finanspolitik er med til at øge de offentlige underskud i en nedgangsperiode.

Ifølge OECD kan lidt under halvdelen af forværringen i de offentlige finanser fra 2008 til 2010 tilskrives et fald i den strukturelle budgetsaldo, mens lidt over halvdelen af forværringen kan henføres til effekten fra de automatiske stabilisatorer. I Danmark er en lidt større andel af forværringen i den offentlige budgetsaldo konjunkturbetinget, hvilket skal ses i lyset af de store automatiske stabilisatorer. De gennemførte og planlagte finanspolitiske tiltag betyder sammen med virkningen fra de automatiske stabilisatorer, at den danske offentlige saldo vendes fra et overskud på 3,4 pct. af BNP til et underskud på 5,6 pct. af BNP i 2010, jf. artiklen *Dansk økonomi 2009-11*, side 33. Det er en forværring af den offentlige saldo på 9 pct. af BNP svarende til knap 160 mia.kr. Så brat en forværring er ikke sket i Danmark siden 2. verdenskrig, og svækkelsen af saldoen er væsentligt større end i de fleste andre lande. Den signifikante forværring af de offentlige finanser i de fleste OECD-lande medfører en hastig stigning i den offentlige gæld. I euroområdet ventes en gennemsnitlig stigning på

knap 16 pct. af BNP fra 2008 til 2010, hvorefter den gennemsnitlige offentlige gæld vil være knap 90 pct. af BNP, mens gældsbyrden i USA stiger fra godt 70 pct. af BNP i 2008 til knap 100 pct. af BNP i 2010, jf. OECDs seneste skøn. I Danmark stiger den offentlige bruttogæld ifølge Økonomisk Redegørelse, august 2009, fra godt 33 pct. af BNP i 2008 til godt 42 pct. af BNP i 2010.

VIRKNINGEN AF FINANSPOLITIK

Finanspolitikken som middel til stabilisering

Målet med de finanspolitiske lempelser er via øget efterspørgsel at dæmpe krisens effekt på den økonomiske aktivitet og beskæftigelse. Den store interesse for finanspolitisk stimulans kommer efter en længere periode, hvor den økonomiske politik mere har været fokuseret på strukturelle reformer, der styrker arbejdsudbud og de offentlige financers holdbarhed på langt sigt. I lyset af den finansielle krise og den svækkede mulighed for at stabilisere økonomien gennem pengepolitik, er det blevet et centralt spørgsmål, i hvor høj grad finanspolitik kan hjælpe til at stabilisere økonomien, uden at den langsigtede finanspolitiske holdbarhed sættes over styr. Brugen af finanspolitik som middel til at stabilisere økonomien blev udviklet efter den store depression i 1930'erne med udgangspunkt i den berømte økonom John Keynes' *General Theory*. Ifølge den traditionelle keynesianske teori vil øgede offentlige udgifter stimulere den aggregerede efterspørgsel, enten direkte i form af højere offentligt forbrug og investeringer, eller indirekte ved at øge de private indkomster gennem skattelettelser eller højere overførsler. I hvor høj grad den ekspansive finanspolitik slår igennem på den økonomiske aktivitet, kan udtrykkes ved de såkaldte finanspolitiske multiplikatorer. Usikkerheden omkring virkningen af aktiv finanspolitik bunder i, at størrelsen af multiplikatorerne spænder vidt i den teoretiske og empiriske litteratur, jf. boks 1. Den store variation i størrelsen af multiplikatorerne skyldes både, at de er svære at estimere, og at størrelsen afhænger af en lang række økonomiske faktorer. Det er afgørende for virkningen af ekspansiv finanspolitik, at der er ledig kapacitet i økonomien. Hvis økonomien opererer med høj kapacitetsudnyttelse og lav ledighed, slår finanspolitiske lempelser i stedet ud i øgede prisstigninger og større import fra udlandet. Dertil kommer, at multiplikatorerne også afhænger af den private sektors opsparringstilbøjelighed og omfanget af samhandel med udlandet. I en lille åben økonomi påvirkes den økonomiske aktivitet derfor ikke kun af den indenlandske finanspolitik, men også af finanspolitikken hos handelspartnerne.

FINANSPOLITISKE MULTIPLIKATORER

Boks 1

De finanspolitiske multiplikatorer måler effekten af diskretionær finanspolitik på BNP og er angivet som ændringen i BNP ved en ændring i den offentlige saldo, som kan henføres til aktiv finanspolitik. I den økonomiske litteratur spænder størrelsen af de finanspolitiske multiplikatorer bredt. Ifølge den oprindelige keynesianske teori er de forholdsvis høje og over 1, hvilket betyder, at en given finanspolitisk lempelse vil øge produktionen med mere end størrelsen på den oprindelige lempelse. Der findes dog en lang række økonomiske argumenter for, at multiplikatorerne er mindre og endda kan antage negative værdier. I udvidelser af den simple keynesianske teori er der mulighed for, at øgede offentlige investeringer medfører en højere rente eller styrker en flydende valutakurs, hvilket reducerer de private investeringer eller svækker nettoeksporten. Denne effekt kan forstærkes, hvis den ekspansive finanspolitik fører til offentlig gældsætning, som øger usikkerheden omkring den finanspolitiske holdbarhed eller risikoen for inflationsstigninger. Sådanne virkninger kan forhøje risikopræmien og dermed renten. Hvis økonomien desuden er tæt på fuld kapacitetsudnyttelse, og ledigheden er lav, kan ekspansiv finanspolitik også føre til løn- og prisstigninger, hvilket kan mindske effekten fra finanspolitik på den private efterspørgsel. Fortrængningen af den finanspolitiske stimulans kan også ske direkte, hvis en del af stigningen i den private efterspørgsel imødekommes af import fra udlandet. Derfor er multiplikatorerne generelt mindre i små åbne økonomier end i større økonomier, fordi en del af stimulansen kommer handelspartnerne til gode.

Der findes også argumenter for, at aktiv finanspolitik slet ingen effekt har på den private efterspørgsel. Såfremt forbrugerne er forudseende, forventer de, at den offentlige sektor må finansiere finanspolitiske lempelser i dag gennem skattestigninger i fremtiden. Hvis forbrugerne dertil ønsker at udjævne deres forbrug over livet, sparer de op svarende til den finanspolitiske lempelse. Derved stiger den private opsparing med det samme, som den offentlige opsparing falder, hvilket kaldes ricardiansk ækvivalens og indebærer, at finanspolitikken slet ingen effekt har på efterspørgslen. Ricardiansk ækvivalens i sin strengeste form er ikke så sandsynlig, idet den er baseret på nogle forholdsvis stærke antagelser. Forhold såsom kreditbegrænsninger, uperfekte kapitalmarkeder, og at forbrugerne ikke er fuldkomment forudseende, kan medføre en større forbrugstilbøjelighed.

Hvorvidt midlertidige eller permanente finanspolitiske lempelser har de største multiplikatorer, afhænger af typen af finanspolitisk lempelse. Tiltag, som påvirker de private indkomster, såsom skattelettelser, har generelt størst effekt, hvis de er permanente, såfremt de ikke skaber usikkerhed om den finanspolitiske holdbarhed. På den anden side har tiltag, som påvirker prisniveauet, såsom nedsættelser af de indirekte skatter, størst effekt, hvis de er midlertidige, idet forbruget sandsynligvis påvirkes positivt af et midlertidigt lavere prisniveau. Effekten fra en midlertidig nedsættelse af indirekte skatter afhænger dog af, i hvilken grad afgiftsnedsættelsen påvirker forbrugerpriserne i sidste ende.

Vender man fokus mod den empiriske litteratur, findes der en lang række studier, som estimerer størrelsen af de finanspolitiske multiplikatorer¹. Resultaterne varierer betydeligt på tværs af studierne, hvilket bl.a. skyldes, at de anvendte metoder til estimation af multiplikatorerne er forskellige. Typisk estimeres multiplikatorerne enten

¹ Oversigt over estimerede finanspolitiske multiplikatorer i den empiriske litteratur findes i Spilimbergo, Symansky og Schindler, *Fiscal Multipliers*, IMF, 2009 samt Hemming, Kell og Mahfouz, *The Effectiveness of Fiscal Policy in Stimulating Economic Activity – A Review of the Literature*, IMF, *Working Paper*, nr. 2, 2008.

FORTSAT

Boks 1

ved hjælp af simulationer af makroøkonomiske modeller eller ved empiriske studier, såsom strukturelle VAR-modeller eller case studies. En betydelig udfordring ved de empiriske studier er at adskille den diskretionære finanspolitik fra den konjunkturbe-tingede udvikling i de offentlige finanser. Det kan især være svært at måle multiplika-torerne i en økonomisk nedgangsperiode, da der er mange forskellige faktorer, som spiller ind på den økonomiske udvikling. De fleste studier koncentrerer sig omkring USA, Japan og de større europæiske lande.

Estimaterne varierer på tværs af lande, men man kan alligevel drage nogle generel-le konklusioner fra de empiriske studier. For det første er estimaterne af multiplikato-terne generelt positive, men små. Estimaterne viser, at virkningen på kort sigt af øget offentligt forbrug eller investeringer generelt er større end virkningen af skattelettel-ser eller overførsler. Mens en stigning i offentligt forbrug eller investeringer påvirker efterspørgslen direkte, afhænger lempelser, som øger den private disponible ind-komst, af, hvor meget af den ekstra indkomst forbrugerne vælger at opspare. Effek-ten er dog ikke nødvendigvis mindre på længere sigt, idet forbrugerne gradvis kan vælge at forbruge den ekstra indkomst. Man kan øge virkningen ved at målrette lem-pelserne mod forbrugere med begrænset adgang til kredit og med de laveste ind-komster, som ofte har den højeste forbrugstilbøjelighed.

Selv om empiriske resultater varierer en del, er der generelt kun lille empirisk belæg for, at virkningen af finanspolitik fortrænges på grund af rentestigninger eller styrkel-se af valutakursen. Ligeledes understøtter de empiriske studier kun mindre grader af ricardiansk ækvivalens.

Desuden afhænger virkningen ikke kun af omfanget, men også af sam-mensætningen af de finanspolitiske lempelser. En overvejende del af empiriske studier viser, at øgede offentlige investeringer eller øget of-fentligt forbrug har større virkning på den økonomiske aktivitet på kort sigt end lempelser i form af skattelettelser, hvorimod skattelettelser godt kan have større effekt på længere sigt.

I vurderingen af den potentielle virkning af finanspolitik under den nuværende økonomiske og finansielle krise skal man tage højde for, at størrelsen af de finanspolitiske multiplikatorer kan have ændret sig i forhold til de multiplikatorer, som er estimeret i mere "normale tider", hvor især de finansielle markeder var mere velfungerende. På den ene side kan den finansielle krise have begrænset husholdningers og virk-somheders adgang til kredit, hvilket kan resultere i, at de forbruger en højere andel af deres indkomst. Udsigter til lav inflation og store negati-ve produktionsgab kan desuden skabe forventning om et lavt renteni-veau i en længere periode¹, så de lange renter stiger relativt mindre med en ekspansiv finanspolitik. Det kan mindske fortrængningen af private

¹ Jf. tale af Donald L. Kohn ved Conference on Monetary-Fiscal Policy Interactions, Expectations, and Dynamics in the Current Economic Crisis, Princeton University, maj 2009.

investeringer. På den anden side kan den højere usikkerhed omkring beskæftigelse og indkomst medføre, at husholdninger reducerer deres gæld eller sparer mere op, hvilket betyder, at den ekspansive finanspolitik har mindre effekt på den økonomiske aktivitet, end de hidtil estimerede multiplikatorer tilsiger. Det samme kan være gældende for virksomheder, som på grund af mere usikre økonomiske udsigter vælger at udskyde investeringsbeslutninger.

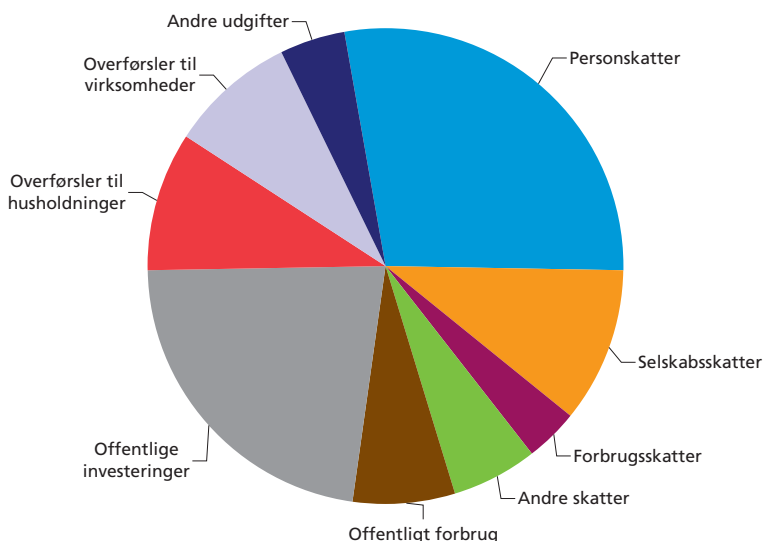
Den stabiliserende effekt af finanspolitik under krisen afhænger også af det finanspolitiske råderum i de enkelte lande. I lande, hvor den offentlige gæld stiger kraftigt, og den finanspolitiske holdbarhed er under pres, kan den private sektor have tendens til at opspare mere, hvilket dæmper finanspolitikens stimulans på økonomien. På samme måde kan et højere offentligt gældsniveau betyde stigninger i det generelle renteniveau eller i enkelte landes rentespænd gennem en højere risikopræmie, hvilket også potentielt dæmper effekten på den samlede efterspørgsel.

Finanspolitikens sammensætning under krisen

For at få den størst mulige virkning af de finanspolitiske tiltag under krisen bør de gennemførte lempelser være rettidige og målrettede. Det er afgørende, at lempelserne bliver gennemført i tide, så finanspolitikken dæmper krisen, mens den er værst. Hvis de finanspolitiske tiltag først gennemføres, når konjunktoren er begyndt at vende, kan finanspolitikken virke direkte destabiliserende på økonomien. Dertil kommer, at lempelserne er mest virkningsfulde, hvis de direkte er rettet mod de økonomiske problemer, som er opstået under krisen. For at mindske forværringen af den finanspolitiske holdbarhed bør lempelserne desuden være af midlertidig karakter, således at finanspolitikken kan strammes igen, når krisen er ovre. Selv om finanspolitikken har den mest gavnlige virkning på økonomien, hvis den er rettidig, målrettet og midlertidig, kan tilrettelæggelsen af den være begrænset af både politiske og praktiske hensyn. Størstedelen af de lempelser, som OECD-landene har gennemført i løbet af krisen, er i form af skattelettelser, jf. figur 4, som viser sammensætningen af finanspolitikken fra 2008 til 2010. Det er til trods for, at virkningen af skattelettelser i høj grad afhænger af forbrugstilbøjeligheden, som kan være mindsket under krisen. Prioriteringen kan meget vel skyldes, at skattelettelser hurtigt kan effektueres i forhold til eksempelvis at øge de offentlige investeringer. Skattelettelserne har generelt været rettet mod hele befolkningen, hvilket typisk er lettere at gennemføre politisk end skattelettelser, som er rettet mod bestemte befolkningsgrupper. Den økonomiske virkning ville sandsynligvis have været større, hvis den havde været rettet mod lavindkomstgrupper med større forbrugstilbøjelighed. Skattelettelser kan også have

FINANSPOLITIKKENS SAMMENSÆTNING I 2008-10

Figur 4



Anm.: OECDs opgørelse af sammensætningen af de finanspolitiske tiltag på tværs af lande. Andelene angiver, hvor meget en given finanspolitisk lempelse udgør af de samlede lempelser. Lempelserne er summeret på tværs af lande. Der er kun medtaget lande, som lemper finanspolitikken i perioden 2008-10.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, nr. 85, juni 2009.

den ulempe, at det er politisk svært at øge skatterne igen, når krisen er ovre. Permanente skattelettelser kan derved forværre den langsigtede holdbarhed af de offentlige finanser.

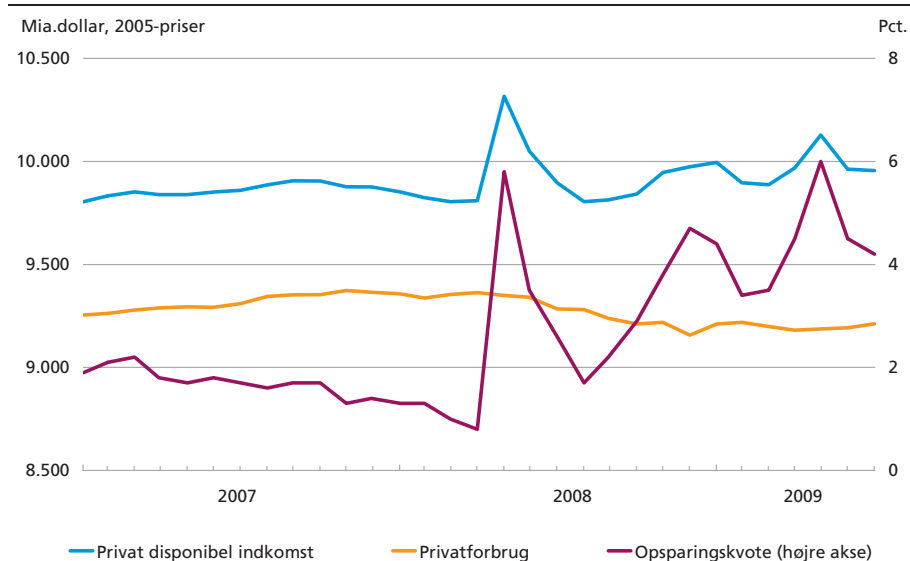
Ud over de betydelige skattelettelser er der annonceret forøgelse af de offentlige investeringer i mange lande. Fordelene ved at fremrykke offentlige investeringer er, at de direkte stimulerer efterspørgslen, og at de er af midlertidig karakter og derved ikke permanent forværrer den finanspolitiske holdbarhed. Da man gennem offentlige investeringer ofte stimulerer enkelte delsektorer i økonomien, bør man undgå investeringer, som virker konkurrenceforvridende, eller som skaber flaskehalse i økonomien. En ulempe ved at hæve de offentlige investeringer er, at de tager længere tid at implementere end eksempelvis skattelettelser. Selv om det hurtigt kan besluttes politisk at øge fx investeringerne i infrastruktur, tager det tid, før de praktisk set kan sættes i gang. Man risikerer derfor at stimulere økonomien for sent.

Det er endnu forholdsvis tidligt at se virkningerne af de mange finanspolitiske tiltag under den nuværende krise. I EU træder mange af tiltagene først i kraft i anden halvdel af 2009. En undtagelse er tiltaget rettet mod bilsalget i Tyskland, hvor ejere af ældre biler kan få tilskud til at købe en ny bil. Her er set en mærkbar fremgang i bilsalget efter indførelsen, men effekten er formentlig kun midlertidig. Hvis man ser på de

midlertidige skattenedsættelser og udbetaling af engangsoverførsler, som er gennemført i USA i 2008 og 2009, har det ikke haft nogen mærkbar effekt på husholdningernes forbrug, jf. figur 5. I stedet er der en tydelig virkning på den private opsparingskvote. Lempelserne rettet mod de private disponible indkomster i USA blev implementeret hurtigt og kunne potentielt øge den private efterspørgsel på det tidspunkt, hvor økonomien var hårdest ramt. Prioriteringen af opsparing frem for højere forbrug kan hænge sammen med, at tiltagene kun øger de private disponible indkomster midlertidigt. Derudover kan den højere ledighed meget vel skabe usikkerhed omkring fremtidig indkomst og dermed øge opsparingskvoten.

I Danmark er de finanspolitiske lempelser nogenlunde ligeligt fordelt på indtægts- og udgiftssiden i 2009 og 2010. Personskatterne lempes både i 2009 og 2010, mens fremrykkede kommunale anlægsinvesteringer og øgede transportinvesteringer også hæver de offentlige investeringer. De gennemførte skattelettelser skal ses i lyset af, at de blev gennemført med henblik på at øge arbejdsudbuddet, og derfor potentielt også har en strukturelt gavnlig effekt. Da skattelettelserne er underfinansierede på kort sigt, men fuldt finansierede på længere sigt, kan de have en positiv indvirkning på den økonomiske aktivitet under krisen, men forværrer ikke den langsigtede holdbarhed. Det er dog afgørende for effekten af skattelettelserne, om husholdningerne vælger at opspare eller forbruge den ekstra disponible indkomst. De øgede offentlige investeringer i 2009 og 2010 påvirker den økonomiske aktivitet mere direkte

DISPONIBEL INDKOMST, PRIVATFORBRUG OG OPSPARINGSKVOTE I USA Figur 5



Kilde: Reuters EcoWin.

end skattelettelserne. Fremrykningen af offentlige investeringer, som alligevel skulle være gennemført inden for de næste år, udgør midlertidige lempelser af finanspolitikken, som ikke medfører en permanent forværring af de offentlige finanser. Virkningen af løftet i investeringerne kommer dog bl.a. an på kommunernes implementering af de øgede anlægsinvesteringer, herunder hvor hurtigt det er muligt at igangsætte initiativerne. Den etablerede renoveringspulje på 1,5 mia.kr. har det formål direkte at styrke beskæftigelsen i bygge- og anlægssektoren. En spørgeskemaundersøgelse gennemført af Erhvervs- og Byggestyrelsen¹ viser, at puljen kun i begrænset omfang har betydet, at danske boligejere gennemfører forbedringer, de ellers ikke ville have gennemført. Til gengæld har puljen fremskyndet projekter for langt størstedelen af ansøgerne.

Muligheden for at hæve SP-opsparingen er ikke egentlig aktiv finanspolitik, da det blot giver danskerne mulighed for at hæve deres indbetalinger på den særlige pensionsordning før tid. I modsætning til de øvrige tiltag forbedrer ordningen de offentlige finanser på kort sigt i form af fremrykkede skatteindtægter. Ordningen løber fra juni til december 2009, og allerede primo august var over 80 pct. af de samlede SP-midler udbetalt. Efter et fald gennem 1. halvår 2009 viste detailhandlen en stigning på 1 pct. fra juni til juli, hvilket kan være hjulpet på vej af de udbetalte SP-midler.

Finanspolitikken fremadrettet

Hvorvidt der er brug for og plads til yderligere finanspolitiske lempelser, varierer meget på tværs af lande. Først og fremmest er der usikkerhed omkring den økonomiske udvikling, og man kan derfor risikere at lempe finanspolitikken, når konjunktoren er vendt. Desuden begrænser den betydelige forværring af de offentlige finanser og den stigende gældsbyrde det finanspolitiske råderum i mange lande. Det er vigtigt, at den finanspolitiske holdbarhed ikke sættes over styr, og at de offentlige finanser konsolideres på det mellemlange sigt. En snarlig konsolidering er især vigtig i de lande, hvor de offentlige finanser i de kommende år kommer under pres som følge af stigende demografiske udfordringer. I EU er det ifølge Europa-Kommissionens seneste skøn² kun 4 ud af 27 lande, som i 2010 forventes at overholde kravet i stabilitets- og vækstpagten om, at det offentlige underskud ikke må overstige 3 pct. af BNP. Dertil er mange lande langt fra deres mellemfristede mål for den strukturelle saldo. Der er derfor inden for rammerne af EU brug for en betydelig konsolidering i den nærmeste fremtid.

¹ Effekt af renoveringspuljen – resultater fra en interviewundersøgelse, juni 2009.

² Public Finances in EMU, Europa-Kommissionen 2009.

Færøsk økonomi, oversigt medio 2009

Niels Bartholdy, Økonomisk Afdeling

SAMMENFATNING

Den økonomiske afmatning, som satte ind i 2008 og i første omgang var begrænset til fiskeriet, har oven på den globale finanskrisen udviklet sig til en økonomisk tilbagegang for hele den færøske økonomi. Det giver sig udslag i faldende beskæftigelse i alle sektorer på nær den offentlige. Arbejdsløsheden er derfor kraftigt stigende.

Fiskeriet og fiskeindustrien er hårdt ramt af fald i både fangstmængder og priser. Til gengæld er der fortsat fremgang i havbrugenes produktion af laks og ørred, hvilket sammen med en gunstig prisudvikling på laks er med til at holde eksportindtægterne oppe. Efter kraftige fald i importen synes underskuddet på handelsbalancen stort set at blive elimineret i 2009.

De færøske pengeinstitutter havde samlet underskud i 2008 efter stort overskud i 2007, men finanskrisen har ramt pengeinstitutterne i meget varierende grad.

Den økonomiske nedgang har medført stigende underskud og begyndende gældsætning for landskassen.

ØKONOMISK AKTIVITET¹

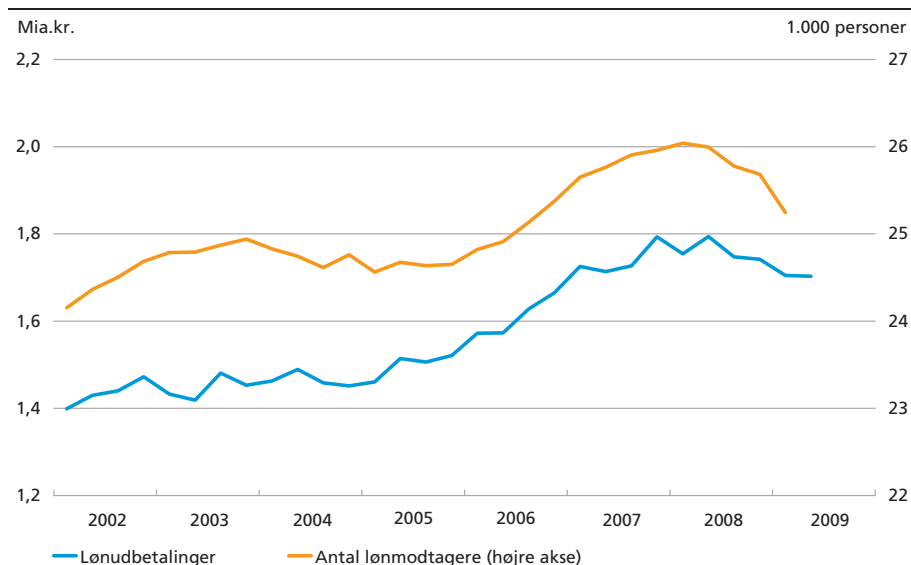
Allerede inden den internationale finanskrisen eskalerede i efteråret 2008 og for alvor slog igennem på den økonomiske vækst verden over, var den færøske økonomi inde i en afdæmpning efter nogle år med højkonjunktur. Siden midten af 2008, og i takt med den globale recession, er afdæmpningen slået over i et fald i den økonomiske aktivitet, både målt ved beskæftigelsen og ved de samlede lønudbetalinger, jf. figur 1.

Lønudbetalingerne steg i 2008 samlet med 1 pct. Da inflationen målt ved forbrugerprisindekset steg med 6,3 pct. i 2008, var der tale om et betydeligt fald i aktiviteten målt i faste priser. I de første 7 måneder af 2009 var lønudbetalingerne 5 pct. lavere end i samme periode i 2008.

¹ Nationalregnskabet for Færøerne offentliggøres med forsinkelse og kun i løbende priser. Det indebærer, at en aktuel vurdering af færøsk økonomi må baseres på andre indikatorer, såsom løn- og beskæftigelsesstatistik. Færøernes Statistik, Hagstovas opgørelse af bruttonationalproduktet, BNP, for 2008 viser en nominal vækst på 0,5 pct. i forhold til 2007, hvilket er tæt på stigningen i lønudbetalinger på 1,1 pct.

LØNUDBETALINGER OG BESKÆFTIGELSE

Figur 1



Anm.: Sæsonkorrigerede kvartalsdata.

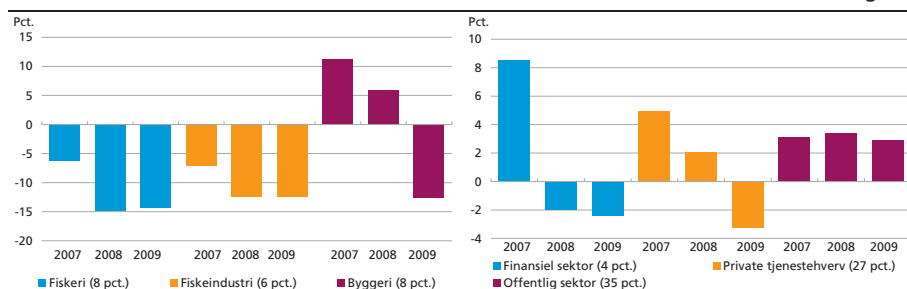
Kilde: Hagstova Føroya og egne beregninger.

Beskæftigelsen har reageret med nogen forsinkelse på den økonomiske nedgang og viste nulvækst i 2008. I de første 5 måneder af 2009 var den samlede beskæftigelse 3 pct. lavere end i samme periode sidste år.

For såvel fiskeriet som fiskeindustrien er der fortsat betydelige fald i beskæftigelsen i den forløbne del af 2009 efter de store fald i 2008, jf. figur 2. Udviklingen afspejler de fortsatte problemer med lav bestand af torsk og kuller samt en ret markant vigende tendens for fiskepriserne. Omkostningerne i fiskeriet var ellers blevet reduceret som følge af faldet i olieprisen siden sommeren 2008. Rentabiliteten er så i stedet blevet formindsket af de faldende priser, som primært må tillægges det generelle fald i den globale efterspørgsel.

LØNMODTAGERBESKÆFTIGELSE I UDVALGTE SEKTORER

Figur 2



Anm.: Tal for 2009 viser ændringen for perioden januar-maj 2009 i forhold til samme periode sidste år. Tal i parentes i figurforklaringen angiver erhvervs andel af den samlede lønmodtagerbeskæftigelse i 2008.

Kilde: Hagstova Føroya.

Lønudbetalingerne i fiskeriet faldt med 24 pct. i 2008 og har i de første 7 måneder af 2009 været hele 27 pct. lavere end i samme periode i 2008. For fiskeindustrien var lønudbetalingerne 10 pct. lavere i 2008 i forhold til 2007 og 5 pct. lavere i de første 7 måneder af 2009 i forhold til samme periode sidste år.

Mens beskæftigelsen i fiskeriet fortsat synes at være faldende, har der i det seneste halve års tid været tendens til en vis stabilisering af beskæftigelsen i fiskeindustrien. Fra 2005 til 2008 er fiskeriets og fiskeindustriens samlede andel af beskæftigelsen på Færøerne faldet fra 19 til 14 pct.

Til gengæld har havbrugserhvervet været i kraftig fremgang i de seneste par år, og beskæftigelsen i havbrugene udgjorde i 2008 godt 2 pct. af den samlede beskæftigelse, mere end en fordobling i forhold til 2005.

Finanskrisens gennemslag på den generelle økonomiske udvikling har verden over været særlig markant for byggeriet. Det gælder også for Færøerne. Beskæftigelsen i byggeriet har været faldende siden 3. kvartal 2008. I de første 5 måneder af 2009 var byggebeskæftigelsen næsten 13 pct. lavere end i samme periode året før, om end fortsat en del højere end i begyndelsen af 2006, da højkonjunktoren satte ind på Færøerne, og boligpriserne steg kraftigt. Igangsættelsen af offentlige byggeprojekter har i nogen udstrækning kompenseret for afmatningen i det private boligbyggeri oven på finanskrisen fra efteråret 2008.

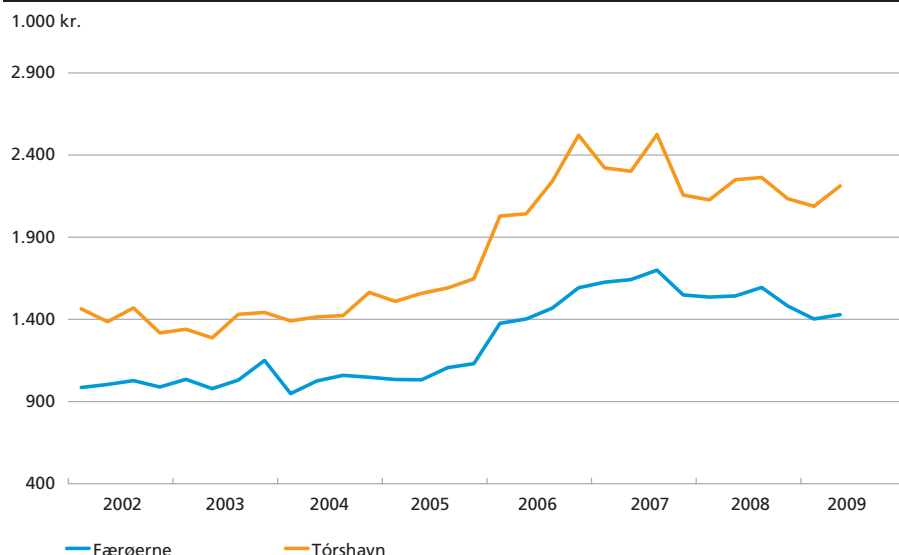
Boligpriserne har været faldende siden midten af 2007, og omsætningen på boligmarkedet har været meget lav i den forløbne del af 2009. Priserne steg dog lidt i Tórshavn-området i 2. kvartal 2009, jf. figur 3. For Færøerne som helhed er boligpriserne tilbage på niveauet i 1. halvår 2006, dvs. umiddelbart efter, at nye låneformer med længere løbetid og afdragsfrihed havde medført en markant tilpasning opad i prisniveauet.

De færøske pengeinstitutter har fra 2008 haft opbremsning i væksten efter et par år med kraftig ekspansion, og på det seneste har der været fald i såvel beskæftigelse som lønudbetalinger. Afdæmpningen af pengeinstitutternes vækst var i første omgang udløst af konjunkturafmatning og faldende huspriser, men blev fra efteråret 2008 accentueret af den globale finanskris. Beskæftigelsen var i de første 5 måneder af 2009 godt 2 pct. lavere end i samme periode sidste år. Lønudbetalingerne var 5 pct. lavere i perioden januar-juli 2009 end i samme periode i 2008.

For de øvrige private tjenesteerhverv var beskæftigelsen voksende helt frem til slutningen af 2008. I starten af 2009 er beskæftigelsen imidlertid også faldet i denne sektor, og den var i januar-maj 2009 3 pct. lavere end i samme periode i 2008, mens lønudbetalingerne i de første 7 måneder af 2009 var 6 pct. lavere end samme periode sidste år.

BOLIGPRISER

Figur 3



Anm.: Kvartalsgennemsnit, seneste observation 2. kvartal 2009. Boligprisen for Færøerne under ét er en sammenvejning af priser for henholdsvis små bygger, store bygger og Tórshavn. Ved sammenvejningen er anvendt befolkningsvægte.

Kilde: Eik Bank, Hagstova Føroya og egne beregninger.

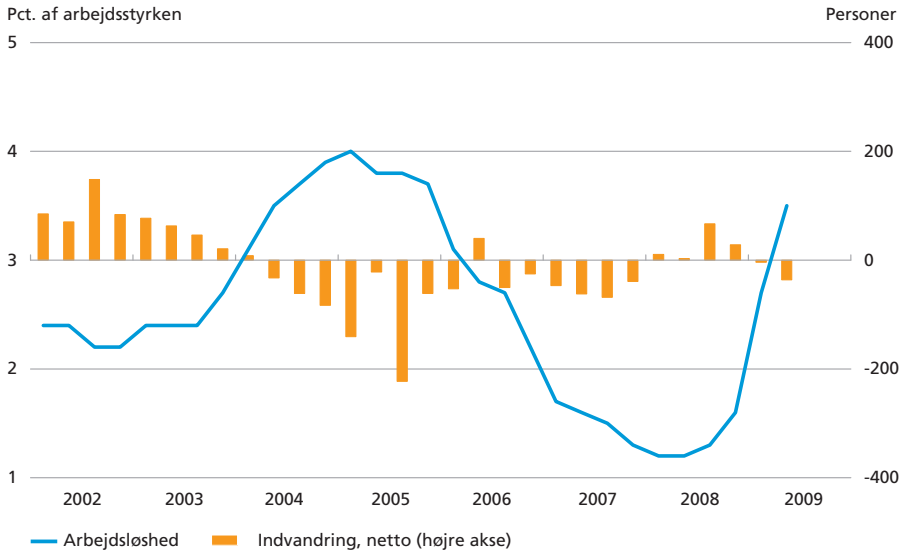
Tilbagegangen var særlig markant for hotel- og restaurationsbranchen. Detailhandlen har kunnet mærke den afdæmpning af forbruget, som kan ses i importstatistikken. Beskæftigelse og lønudbetalinger i detailhandlen var henholdsvis 3 og 5 pct. lavere i den forløbne del af 2009 end i samme periode i 2008.

Den offentlige sektor skiller sig ud ved som eneste delsektor at have en stabil positiv vækst i beskæftigelse og lønudbetalinger, både i 2008 og i den forløbne del af 2009. Efter den udbredte mangel på arbejdskraft under højkonjunktoren frem til 2008 er det nu blevet langt lettere at få besat ledige stillinger, hvilket antagelig forklarer en del af den offentlige beskæftigelsesvækst.

Den faldende beskæftigelse i alle sektorer på nær den offentlige har medført en kraftig stigning i arbejdsløsheden, jf. figur 4. Det sker dog fra et meget lavt niveau. Arbejdsløsheden udgjorde i juli 2009 3,9 pct. I takt med den stigende arbejdsløshed synes indvandringsmønstret gradvis at være ved at vende fra nettoindvandring i 2008 til nettoudvandring i 2009. Normalt ville man også forvente en tendens til nettoudvandring, når arbejdsløsheden stiger. Den globale økonomiske recession oven på finanskrisen, med kraftigt stigende arbejdsløshed verden over, kan imidlertid gøre det vanskeligere at få eller opretholde beskæftigelse uden for Færøerne, og det kan lægge en dæmper på nettoudvandringen.

ARBEJDSLØSHED OG INDVANDRING

Figur 4

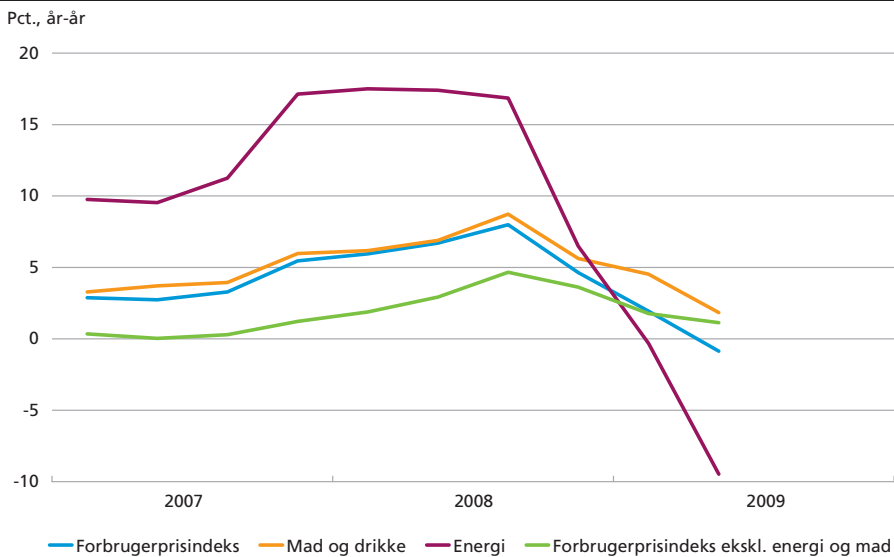


Anm.: Kvartalstal. Både arbejdsløshed og indvandring er sæsonkorigeret.
Kilde: Hagstova Føroya og egne beregninger.

En anden typisk – og positiv – udløber af finanskrisen, som også gør sig gældende for Færøerne, er den kraftigt aftagende inflation, jf. figur 5. Forbrugerprisindekset steg kraftigt i 2007 og første halvdel af 2008,

FORBRUGERPRISINDEKS PÅ UNDERKOMPONENTER

Figur 5



Kilde: Hagstova Føroya og egne beregninger. Sidste observation er 2. kvartal 2009.

navnlig som følge af stigende olie- og fødevarepriser, som efterhånden også slog igennem på andre delkomponenter i indekset. Omvendt har det efterfølgende fald i oliepris og fødevarepriser ført til aftagende – og i foråret 2009 endog negativ – inflation. I 2. kvartal 2009 var prisniveauet 1 pct. lavere end i 2. kvartal 2008. Den faldende inflation understøtter husholdningernes købekraft og må forventes at have en vis stimulerende virkning på forbruget.

Fiskeriet

Fiskeriet i farvandet tæt på Færøerne, som overvejende er bundfiskeri efter torsk, kuller og sej, har i 2008 og den forløbne del af 2009 været hårdt ramt af problemer med lav bestand og lave priser. Mest markant er tilbagegangen for kuller, som bl.a. anvendes til "fish and chips" i Storbritannien. Fangstmængden for kuller faldt med 42 pct. fra 2007 til 2008 og ser ud til at falde yderligere i 2009. Samtidig faldt prisen fra efteråret 2008 til foråret 2009 i takt med det globale fald i efterspørgslen oven på finanskrisen.

For torsk var fangstmængden 9 pct. lavere i 2008 end i 2007. Prisen var også i gennemsnit lidt lavere i 2008 end i 2007, og den faldt markant fra slutningen af 2008 og ind i 2009. I foråret 2009 var torskeprisen halveret i forhold til prisen i efteråret 2008. Da også fangstmængden er faldet i den forløbne del af 2009, er der udsigt til et betydeligt fald i værdien af torskefangsten i 2009.

Også fangsten af lavværdis-fisken sej gik ned fra 2007 til 2008, med 9 pct. i mængder, men her har prisen holdt niveauet, også i den forløbne del af 2009, hvor fangstmængden har været stigende.

Samlet set er værdien af fisk fanget i færøsk farvand faldet med 22 pct. fra 2007 til 2008, og der er udsigt til yderligere et betydeligt fald i 2009.

Det internationale råd for havudnyttelse, ICES, anbefalede i juni 2009, ligesom året før, at man stopper alt fiskeri efter torsk og kuller i en periode for at understøtte retableringen af bestanden. Lagtinget besluttede i august 2009 at reducere antallet af fiskedage med 5 pct.

Produktionen af laks og ørred i havbrugene er til gengæld blevet forøget meget markant i de senere år efter lavpunktet i 2006, hvor erhvervet var ramt af sygdomsepidemier. På et nyt og sundere grundlag er produktionen steget fra 18.000 tons i 2006 til 47.000 tons i 2008. Havbrugsforeningen venter en lidt mindre produktion i 2009. Prisen på laks steg kraftigt fra slutningen af 2008 og frem til sommeren 2009, navnlig som en markedsreaktion på, at den betydelige chilenske lakseproduktion faldt drastisk oven på sygdomsepidemier. I juli 2009 blev en stor del af denne prisstigning dog reverseret.

UDENRIGSHANDEL

Opgjort ekskl. handel med skibe har underskuddet på handelsbalancen været voksende frem til 2008, jf. tabel 1. I 1. halvår 2009 var der imidlertid omtrent balance i samhandlen med udlandet, idet de øgede indtægter fra lakseeksporten holdt eksportindtægterne oppe, samtidig med at importen faldt betydeligt.

Laks har nu overtaget positionen som væsentligste eksportindtægtskilde fra torsk, jf. figur 6. Lakseeksporten udgjorde 22 pct. af de samlede eksportindtægter (ekskl. skibe) i 2008 og næsten en tredjedel i 1. halvår 2009. Det såkaldte pelagiske fiskeri efter sild, makrel og blåhvilling har også givet øgede eksportindtægter i de seneste år. Fangst af blåhvilling er dog gået markant ned i 2008 og 2009 som følge af en formindsket færøsk andel af de internationale kvoter.

Opgjort ekskl. skibe var eksporten i 1. halvår 2009 4 pct. lavere end i samme periode i 2008.

Importen faldt en smule i 2008, hvilket afspejler et accelererende fald fra efteråret 2008, som er fortsat ind i den forløbne del af 2009. Importnedgangen er særlig udpræget for biler, energi – efter et kraftigt fald i olieprisen – og varer til byggeri, jf. figur 7. Importen af forbrugsvarer og øvrig import er også aftaget, om end mindre drastisk.

Opgjort ekskl. skibe var importen i 1. halvår 2009 hele 30 pct. lavere end i 1. halvår 2008.

Importfaldet og den relativt stabile eksport medfører, at handelsbalancen i 1. halvår 2009 kun viste et beskedent underskud på 93 mio.kr. (ekskl. skibe og sæsonkorrigeret) mod 804 mio.kr. i samme periode i 2008.

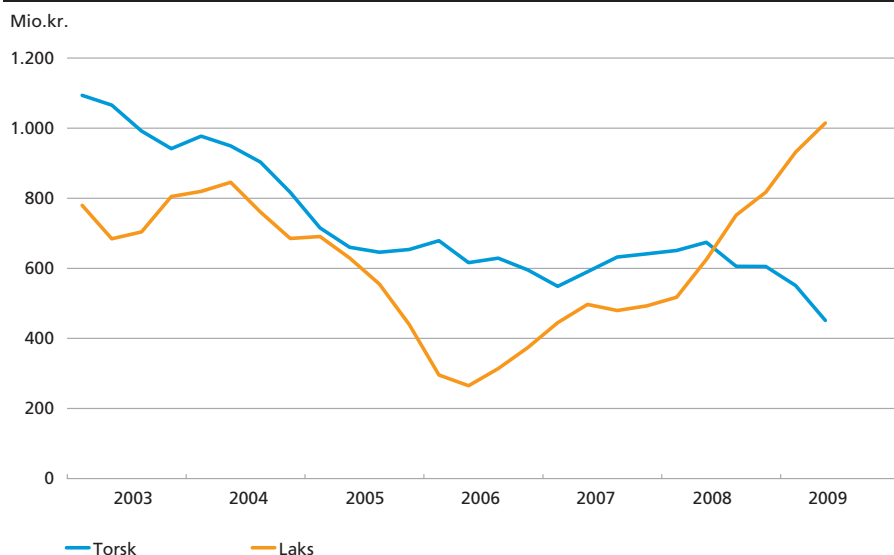
Hvis tendensen holder i resten af 2009, er der udsigt til overskud på betalingsbalancens løbende poster, som ud over handelsbalancen også omfatter handel med tjenester og overførsler til og fra udlandet. Beta-

HANDELSBALANCE			Tabel 1
Mio.kr.	2006	2007	2008
Eksport	3.869	4.057	4.323
Eksport ekskl. skibe	3.793	3.963	3.718
Import	4.692	5.522	5.013
Import ekskl. skibe	4.559	5.032	4.922
Handelsbalance	-823	-1.466	-690
Handelsbalance ekskl. skibe	-766	-1.069	-1.204
Memo: Betalingsbalancens løbende poster	142		

Kilde: Hagstova Føroya.

EKSPORTVÆRDI AF TORSK OG LAKS

Figur 6



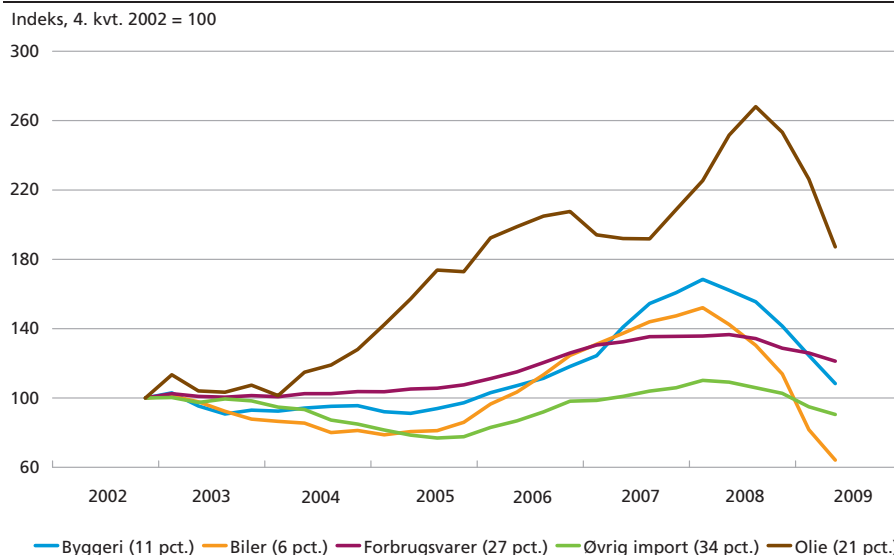
Anm.: Sum af seneste 4 kvartaler. Seneste observation er summen af 3. kvartal 2008 - 2. kvartal 2009.

Kilde: Hagstova Føroya og egne beregninger.

lingsbalancen er endnu ikke opgjort for 2007 og 2008. Færøerne havde ved udgangen af 2006 et samlet nettotilgodehavende over for udlandet på 3,7 mia.kr.

IMPORTVÆRDI PÅ UNDERKOMponenter

Figur 7



Anm.: Sum af 4 seneste kvartaler omregnet til indeks. "Øvrig import" er samlet import ekskl. varer til byggeri, biler, forbrugsvarer, energi og skibe. Tal i parentes angiver andel af den samlede import i 2008.

Kilde: Hagstova Føroya og egne beregninger.

RESULTAT I PENGEINSTITUTTERNE					Tabel 2
Mio.kr.	2004	2005	2006	2007	2008
Rente- og gebyrindtægter, netto	553	550	632	830	1.006
Kursreguleringer mv.	95	47	49	181	-213
Resultat af finansielle poster	648	597	682	1.011	793
Driftsomkostninger	290	313	371	483	490
Afskrivninger og hensættelser, netto ...	119	-15	-74	25	324
Resultat af datterselskaber mv.	13	41	123	149	-194
Ordinært resultat før skat	252	341	507	652	-216
Solvensprocent	31,4	20,6	18,4	18,7	18,9

Anm.: Eik Bank Danmark er helejet datterselskab af Eik Bank og indgår gennem "Resultat af datterselskaber mv. ".

Kilde: Regnskaber for Eik Bank, Føroya Banki, Norðoya Sparikassi og Suðuroyar Sparikassi.

FINANSIEL SEKTOR

Det samlede resultat før skat for de færøske pengeinstitutter blev i 2008 et underskud på 216 mio.kr. mod et overskud på 652 mio.kr. i 2007. Vendingen fra et stort overskud til et samlet underskud skyldes kurstab på værdipapirer, kraftigt forøgede afskrivninger og hensættelser til tab på udlån, samt tab i datterselskaber, jf. tabel 2.

Billedet af den globale finanskrisens virkning på de færøske pengeinstitutters regnskaber afviger ikke fra billedet verden over, men pengeinstitutterne blev ramt i stærkt varierende grad, hvilket bl.a. afspejler forskelle i ekspansion uden for Færøerne i de foregående år. Føroya Banki kom ud af 2008 med et overskud før skat på 200 mio.kr., mens Eik Bank og Norðoya Sparikassi havde underskud før skat på henholdsvis 353 og 63 mio.kr.

Pengeinstitutternes udlån har, siden finanskrisen eskalerede i september 2008, vist en lille stigning for erhvervsudlån og været faldende for udlån til husholdninger. I årene forud havde der været en meget kraftig udlånsvækst, som kulminerede i slutningen af 2007.

OFFENTLIGE FINANSER

Den økonomiske afmatning og et forhøjet renteniveau medførte, at landskassen efter et par år med overskud fik et underskud på 330 mio.kr. i 2008, jf. tabel 3, svarende til 2,6 pct. af BNP.

Oprindelig var der i finansloven for 2008 budgetteret med et lille overskud. Indtægterne fra skatter og afgifter, inkl. importmoms, blev ca. 200 mio.kr. mindre end budgetteret, mens udgifterne blev godt 100 mio.kr. større. De øgede udgifter skyldes bl.a. øget rentestøtte til bolig- og studielån oven på det stigende renteniveau, som finanskrisen forårsagede gennem hele 2008.

LANDSKASSENS FINANSER					Tabel 3
Mio.kr.	2005	2006	2007	2008	Budget 2009
Skatter og afgifter mv.	2.897	3.349	3.558	3.502	3.407
Bloktilskud	631	632	632	635	635
Indtægter i alt	3.528	3.981	4.190	4.137	4.042
Driftsudgifter	3.467	3.578	3.766	4.251	4.313
Anlægsudgifter	201	268	292	232	227
Renteudgifter, netto	71	-7	-14	-16	4
Udgifter i alt	3.739	3.839	4.044	4.467	4.544
Saldo	-211	142	146	-330	-502
Landskassens nettogæld, ultimo	2.088	1.405	-48	61	

Anm: Indtægter og saldo er ekskl. ekstraordinære indtægter fra udlodning af ekstraordinært udbytte fra Føroya Banki på 535 mio.kr. i 2006 og fra salg af 2/3 af aktierne i Føroya Banki og 1/3 af aktierne i Atlantic Airways for henholdsvis 1.212 og 87 mio.kr. i 2007. Landskassens nettogæld er ekskl. finansielle aktiver, som i 2008 udgjorde 1.217 mio.kr.

Kilde: Figgjarmálaráðið og Landsbanki Føroya.

I finansloven for 2009 forudses underskuddet at stige til ca. 500 mio.kr., primært som følge af yderligere fald i indtægterne. Underskuddet må imidlertid forventes at blive endnu større, især fordi importen, og dermed indtægterne fra importmoms og andre afgifter, ser ud til at falde en del mere end forudset, da finansloven blev vedtaget i slutningen af 2008. Landsstyret fremlagde i juli 2009 forslag til en række tiltag, "Olajpakken", som sigter mod at begrænse væksten i landskassens underskud og samtidig stimulere den økonomiske aktivitet. I den forbindelse blev det forventede underskud angivet til 730 mio.kr. i 2009 og 810 mio.kr. i 2010.

Landskassen var selv efter underskuddet i 2008 stort set gældfri, men de store underskud i 2009 og 2010 vil medføre en øget gældsbyrde.

Også kommunerne står over for en hastigt voksende gældsbyrde. I henhold til den seneste opgørelse havde kommunerne ved udgangen af 2008 en samlet nettogæld på 394 mio.kr. For 2009 blev der budgetteret med et underskud på 124 mio.kr., men i lyset af den økonomiske nedgang og de faldende skatteindtægter må underskuddet forventes at blive større.

ØKONOMISKE UDSIGTER

En økonomisk afmatning, som i første omgang var begrænset til fiskeriet, har nu udviklet sig til en økonomisk tilbagegang i alle dele af den færøske økonomi.

Opbremsningen og den efterfølgende økonomiske nedgang har afhjulpet de to mest presserende problemer for økonomien i de foregående 2 år, nemlig manglen på arbejdskraft og det hastigt voksende underskud på handelsbalancen. Til gengæld betyder den økonomiske vending, at arbejdsløsheden stiger, om end fra et meget lavt niveau, og at landskassen og kommunerne er konfronteret med hastigt voksende underskud og gældsætning.

En væsentlig udfordring på kort sigt bliver at bringe udviklingen i landskassens og kommunernes gældsætning under kontrol.

Et vigtigt bidrag til nedbringelsen af handelsbalanceunderskuddet kommer fra den vellykkede reetablering af havbrugenes produktion af laks og ørred. De har nu nået deres kapacitetsgrænse. Det betyder, at der atter må forventes at opstå betydelige underskud på handelsbalancen, når konjunkturerne vender, og importen begynder at stige igen fra det ekstraordinært lave niveau i den forløbne del af 2009.

Økonomiske mekanismer i den globale klimapolitik

Per Callesen, Finansministeriet

INDLEDNING

Klimaproblemet er i første omgang et naturvidenskabeligt fænomen, men der er også gode økonomiske og energimæssige grunde til at tage de tiltag, der samtidig bremser den globale opvarmning. Løsningen er en enestående økonomisk-politisk og global koordineringsopgave. Den involverer elementer fra så forskellige discipliner som skat, subsidier, finansielle markeder, ulandsbistand, forskning, strukturpolitik i en bred vifte af sektorer inkl. industri, transport, byggeri, landbrug og skovbrug samt global "regeringsførelse". Den særlige karakteristik ved CO₂-problemet er, at det er globalt, og at udledninger har samme effekt, uanset fra hvilke lande eller sektorer de kommer. Den reelle globale klimapolitik er dårligt belyst, indtil nu uden de store virkninger og med sikkerhed ineffektiv. Der findes ikke i dag systemer for et globalt samarbejde, der kan håndtere den nødvendige karakter og skala af løsningen. Men med en kombination af politisk vilje, store reformer og internationalt samarbejde er der mulighed for at løse opgaven med overkommelige omkostninger og ganske mange sidegevinster.

1. OPGAVERNS STØRRELSE

Den videnskabelige usikkerhed er for stor til, at den globale opvarmning i egentlig forstand kan kontrolleres. Den allerede indtrufne og uundgåelige fremtidige stigning i koncentrationen af drivhusgasser vil med meget stor sikkerhed føre til betydelig global opvarmning. Visionerne i de globale diskussioner kredser derfor om at nedbringe det fremtidige udslip i en grad, så risikoen for meget store eller ukontrollerede temperaturstigninger kan dæmmes ind. Mange søger det omsat til en vision om, at det årlige udslip af drivhusgasser skal nedbringes til 50 pct. af niveauet i 1990.

Opgavens størrelse kan bedst illustreres ved følgende perspektiver:

- Siden 1990 og til i dag har det globale årlige udslip været støt stigende uden at bøje af, jf. figur 1. Udslippet er i 2009 30-40 pct. højere end

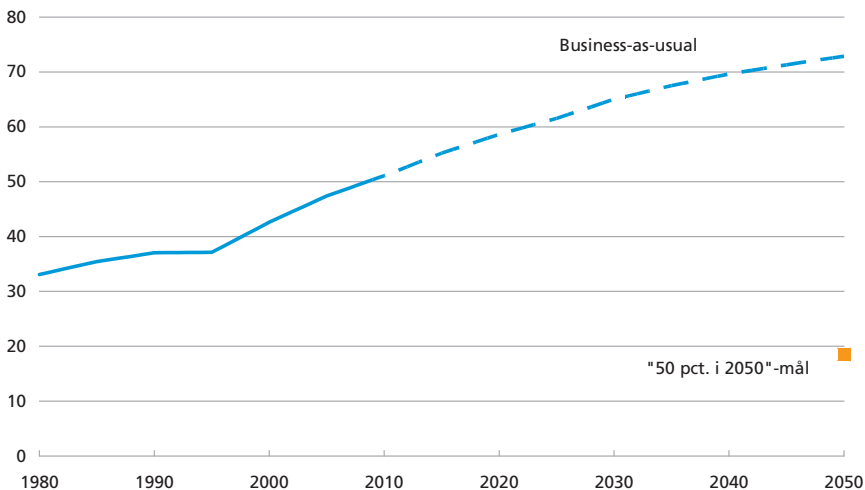
i 1990. Hvis de globale diskussioner og politiske tiltag de seneste to årtier har haft nogen positiv effekt, er den domineret og opvejet af øget velstand, øget befolkning og udslipsforøgende politik på andre områder.

- Den globale befolkning stiger med 50 pct. frem til 2050, og visionen indebærer, at udslippet skal nedbringes fra 6-7 tons til omkring 2 tons pr. indbygger pr. år, jf. figur 2. Til sammenligning er niveauet i dag 6 tons i Kina, 10 tons i Europa og over 20 tons i USA. I Indien er udledningen ca. 2 tons pr. indbygger, men kraftigt stigende.
- Samtidig må forventes en fortsat kraftig økonomisk vækst i lande med de 80-90 pct. af den globale befolkning, som frem til 1990 udledte CO₂ i begrænset omfang. Selv om udslippet af CO₂ – urealistisk – helt ophørte i OECD-landene, vil den forventede vækst i et business-as-usual referenceforløb for resten af verden gøre opgaven uløselig.

Udviklingen af ny teknologi er helt nødvendig, men kan ikke løse opgaven alene. Den allerede udviklede teknologi, ofte ganske simple tiltag som isolering og automatik, anvendes kun i begrænset omfang på globalt plan. Det er heller ikke nok at effektivisere allerede kendt og typisk produktion og forbrug, da potentialet for at bruge mere energi på fx aircondition, helikopterflyvning og afsaltning af havvand er uden loft. Opgaven kan kun løses i en kombination med tilstrækkelig prissætning og regulering og medvirken fra alle lande i tæt koordination.

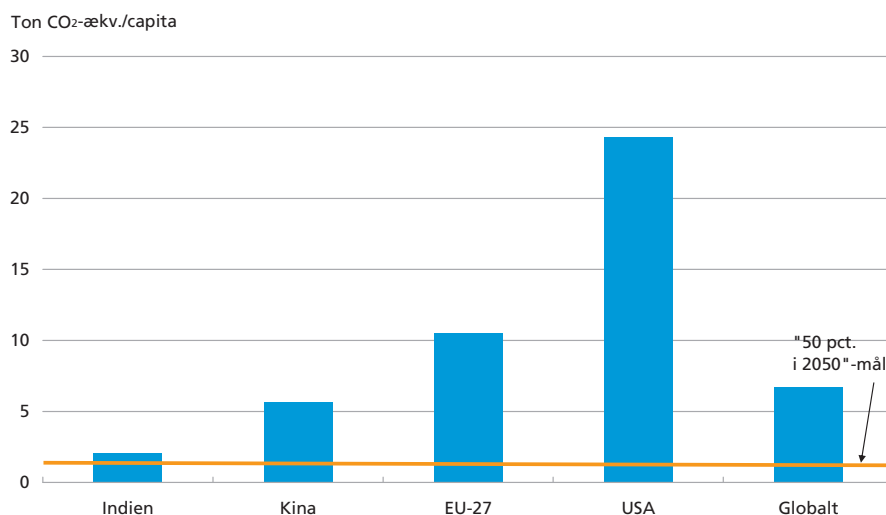
GLOBALT CO₂-UDSLIP

Figur 1

Mia. ton CO₂-ækv.Kilde: OECD, *Environmental Outlook*, 2008.

CO₂-UDSLIP PR. INDBYGGER I UDVALGTE LANDE

Figur 2



Kilde: OECD, CO₂ Emissions from Fuel Combustion, 2008.

2. OMKOSTNINGERNE

Mange ingeniører og økonomer har søgt at opstille skøn for de økonomiske omkostninger ved at leve op til den nævnte vision. Det er nyttige øvelser, om end de teoretiske antagelser rummer store begrænsninger. Fx ses der på den ene side ofte bort fra det, også økonomisk gunstige, potentiale i at fjerne eksisterende ineffektiv politik. På den anden side forudsættes, at reduktionsindsatsen bliver omkostningseffektiv – hvilket de hidtidige erfaringer ikke borger for.

Skønnene angiver typisk et isoleret niveautab af produktion på mellem 1 og 4 pct. af bruttonationalproduktet, BNP, hvilket i en makroøkonomisk sammenhæng må siges at være overkommeligt sammenlignet med andre økonomiske begivenheder (som finansielle kriser) og tiltag (som pensionsreformer) og måske især den forventede globale velstandsstigning mellem 1990 og 2050 på mange hundrede procent. Størrelsesordenen kan måske bedst afmystificeres ved at oversætte den forventede politisk bestemte CO₂-pris på 40-80 dollar/ton over de næste 10 år til de 50-100 øre pr. liter benzin og 25-50 øre pr. kWh el, den svarer til. Oversat til dollar pr. tønde olie er det godt 15-30 dollar. BNP-effekten, en vækstafdæmpning på omkring 0,1 procentpoint pr. år, er konsekvensen af den ekstra strukturtilpasning en provenuneutral skatteomlægning med sådanne CO₂-priser giver anledning til. En sådan CO₂-pris kan næppe forskrække europæere i større omfang, men i resten af ver-

den forholder det sig noget anderledes, jf. afsnit 3, og på længere sigt skal der højere CO₂-priser til.

At det er en "isoleret" effekt, skyldes, at der ikke er taget hensyn til økonomiske gevinster ved at undgå en global opvarmning, der overskrider risikogrænsen. Ifølge mange skøn er de gevinster større end omkostningerne ved CO₂-nedbringelsen. Sådanne gevinster er imidlertid globale, indebærer et free-rider problem – da det enkelte land kan spekulere i, at andre gør indsatsen – og er næppe tilstrækkeligt politisk overbevisende i enkeltlande, bl.a. fordi gevinster og tab er ulige fordelt mellem lande og mellem sektorer.

Der er heller ikke taget hensyn til de potentielle gevinster for olie-importerende lande ved, at reduceret efterspørgsel efter olie dæmper verdensmarkedspriserne. Med andre ord er det aldrig lykkedes de olie-importerende lande at opstille en modvægt til karteldannelsen på udbudssiden. En koordineret afgiftsforhøjelse i de centrale importerende regioner ville i store træk have en overskuelig effekt på energiforbrugernes slutpris, men flytte en stor regning fra import over til de hjemlige statskasser med tilsvarende aflastning af skatteyderne som helhed.

Med få nuancer diskuteres klimaindsatsen altovervejende som en omkostningsudfordring, hvilket naturligvis hverken er overraskende eller irrelevant, men også overdriver problemerne og ser bort fra de økonomiske gevinster, der i mange lande vil være ved at nedbringe CO₂-udslippet. Nogle eksempler er:

- *Parallellen til handelsforhandlingerne i World Trade Organization, WTO.* Disse føres lidt karikeret efter deisen: "jeg vil ikke holde op med at bruge toldsatser og subsidier (i klimasammenhæng: for meget CO₂), der skader min egen økonomi, medmindre du gør det samme".
- *I-landenes fokusering på carbon-leakage*, dvs. den mulige udflytning af CO₂-intensive industrier. Disse industrier udgør kun 1-2 pct. af ilandenes økonomi, men det udlægges ofte som et makroøkonomisk konkurrenceevneproblem at omfatte dem af CO₂-regulering. Omkostningerne ved indsatsen bliver imidlertid større, hvis den friholder CO₂-intensiv produktion og derfor skal stramme tilsvarende mere for dem, der bruger forholdsvis lidt¹.
- *De fattige landes ret til vækst.* Retten til vækst er ubestridelig, men bør ikke overdrives som et CO₂-spørgsmål. De rige lande blev ikke rige, fordi de brugte meget fossilt brændstof. Snarere er det stigningen i velstanden, der – i sammenhæng med forkert regulering og prissætning – blev hovedårsag til stort forbrug af fossile brændsler.

¹ Endvidere har OECD beregnet, at den CO₂-mæssige leakage-effekt udgør 12 pct. af CO₂-reduktionen ved en generel CO₂-afgift i EU og kun 2 pct. af reduktionen ved en koordineret afgift i alle OECD-lande.

- *Energieksportørernes kompensationsønsker.* Eksportørerne har hurtigere end importørerne set, hvad en effektiv CO₂-indsats kan betyde for priser og mængder på deres eksport. Inden man bliver betænkelig ved at belaste energiekssportørernes økonomi, skal imidlertid erindres, at der snarere er tale om en mindre stigning – ikke et fald – i de forventede merindtægter i takt med væksten i verdensøkonomien.

Der er naturligvis ikke tvivl om, at en omlægning af strukturerne i den globale økonomi af det nødvendige omfang kræver en hidtil uset politisk handlekraft og investeringsvilje. Men barriererne over for en effektiv CO₂-politik fremstår mere politiske end makroøkonomiske. Det kan gode forklaringer og information måske afhjælpe noget, og der er behov for et grundlæggende skifte fra at opfatte CO₂ som en særlig dynamisk produktionsfaktor til en omkostning, som typisk opsluger 5-10 pct. af landes BNP med udgifter, der kunne bruges bedre til andre formål. Omstillingen kan således lade sig gøre uden at sætte vækst og velfærd over styr. Men der er ikke fortilfælde for internationale løsninger i den skala og modsætningsvis mange eksempler på, at strukturpolitik er vanskelig på grund af etablerede interesser og på trods af generelle økonomiske gevinster.

3. DEN HITTIDIGE POLITIK

Der er overraskende lidt sammenlignelig international information om den førte klimapolitik. Der er god teknisk information om CO₂-forbrug og -intensitet mv., men ikke et globalt overblik over nationale priser og regulering af energi og CO₂, hvor store udgifter der bruges privat og offentligt på energi og på CO₂-politik, endsiqe hvorledes disse størrelser har udviklet sig over tid. Heller ikke det globale samarbejde er godt belyst. Eksempelvis er der ikke statistik for priserne på køb af CO₂-kreditter fra ulande. Det er en stor uløst opgave for de internationale organisationer.

Indtrykket af den førte klimapolitik kan derfor kun baseres på brudstykker og anekdotisk information, hjulpet af information skaffet af Udenrigsministeriet og de danske ambassader. Disse brudstykker er imidlertid interessante, og underholdningsværdien af følgende eksempler kan kun på kort sigt opveje bekymringen for effekterne:

- Den globale implicitte pris på CO₂ er efter alt at dømme negativ. Kun i Europa og Japan er der betydelige afgifter og kvotepriser. Provenuet fra de europæiske energiafgifter udgør ca. 210 mia.dollar, jf. tabel 1. Omvendt er der skøn for de globale subsidier og tilskud til brug af fossile brændstoffer på op til 600 mia.dollar, heraf 75 pct. i ulande (inkl. Mellemøsten). Flere sydøstasiatiske lande bruger 5-10 pct. af BNP i of-

ØKONOMISKE NØGLETAL, 2006

Tabel 1

	Mia.dollar	Pct. af global BNP
Subsidier til fossile brændsler (energiforbrug)	600	1,2
Energibeskatning, samlede indtægter, EU	210	0,5
Udviklingsbistand (ODA)	105	0,22
Subsidier til vedvarende energi	(25)	(0,05)
OPEC olieeksport	605	1,3
Samlet oliemarked ved 100 dollar/tønde	3000	6,2
OPEC betalingsbalanceoverskud	340	0,7
USA betalingsbalanceunderskud	810	1,7
Handel med CO ₂ -kvoter, "offset", mv. globalt	31	0,05
CDM-projekter mv.	7	0,02
Afrika syd for Sahara, brændselsimport (2005)	23	0,05

Kilde: Global Subsidies Initiative, IMF, IEA, Verdensbankens State and Trends of the Carbon Market, 2008.

fentlige tilskud til at holde lave priser på benzin mv. Til sammenligning udgør den globale udviklingsbistand omkring 100 mia.dollar.

- Et par år gammelt øjebliksbillede af benzinpriser målt i kroner pr. liter giver en variation fra 8-9 kr. i Europa, 4 kr. i USA, 3 kr. i Kina, 1,5 kr. i Indonesien og i størrelsesordenen 0,5 kr. i olielande som Iran og Venezuela. Tilsvarende variation ses mellem priser på el.
- I store dele af verden betales ikke for varmeforbruget, men evt. et beløb pr. kvadratmeter. Det indebærer reelt en nul-prisning (ingen marginalpris) af forbruget. Den forbrugsforøgende effekt forstærkes i de udbredte tilfælde, hvor det ikke er muligt for den enkelte forbruger at regulere varmen under kolde vintre på anden måde end ved at åbne og lukke vinduet, mens radiatoren kører.
- I rige lande kan forbrug af varme og aircondition ofte ikke reguleres individuelt i kontorbygninger, den marginale benzinpris for brugere af firmabiler er nul, marginalprisen på el og varme holdes nede ved brug af tilslutningsafgifter, og EU havde indtil for nylig en høj straffetold på billige sparepærer.
- Der bruges offentlig støtte på subsidiering af indenlandsk biobrændstof med en tilvirkningsgrad på få procent (den andel af det færdige brændstof, der ikke opvejes af energiforbruget ved dets fremstilling) – i stedet lægges told på importeret biobrændstof med høje tilvirkningsgrader.
- I betydelige tropiske områder fremstilles palmeolie til anvendelse som brændstof i en produktionsproces, der inkl. rydning af det dyrkede areal for regnskov udleder op til 30 gange mere CO₂, end der fortrænges i slutforbruget.

Effekterne af en sådan politik, som på samme tid indebærer økonomiske og miljømæssige tab, er ikke trivielle. Det er skønnet, at mellem 5-10

pct. af det globale CO₂-udslip ville ophøre, såfremt alene subsidieringen af fossile brændstoffer blev faset ud. Og mens kun omkring 20 pct. af ulandenes energiforbrug i dag kan henføres til forbrug i husholdningerne, er potentialet for vækst i dette meget stort, hvorved praksis i pris-sætning og regulering automatisk udvider sig løbende til at omfatte en stigende del af det samlede forbrug.

Der er heller ikke tvivl om, at markeder og prissignaler virker (også) på energi- og CO₂-området. Det er ikke noget tilfælde, at CO₂-forbruget pr. indbygger er omkring det dobbelte i Australien, Canada og USA end i Europa og Japan. I det mere nære område er det heller ikke kun naturbestemt, at det norske elforbrug pr. indbygger er 4-6 gange højere end det danske (elprisen er omkring en fjerdedel af den danske). Mens estimation på tidsrækker ofte har svært ved at påvise store priselasticiteter i energiforbruget, kan der med en simpel tværsnitsanalyse konstateres en elasticitet mellem prisindikatorer og CO₂-intensiteten på 0,6-0,7.

Formentlig har det internationale samarbejde på området historisk virket, herunder med Kyoto-protokollen og dertil hørende handelsmekanismer mv., således at CO₂-udledningerne havde været endnu større i dets fravær. Men dette samarbejde har omfattet – og er blevet ratificeret af – for få lande, hvortil kommer, at målopfyldelsen har været beskeden. Endvidere er der grundlag for betydelig skepsis over for effekterne af det hidtidige samarbejde om tiltag til nedbringelse af CO₂-udslip i ulandene.

Samlet må konstateres, at hverken indsatsen i de rige lande eller det internationale samarbejde har haft et omfang og en karakter, der effektivt forebygger og nedbringer CO₂-udslip. Det betyder ikke, at indsatsen har været spildt. Designet af de helt nye systemer, der er brug for, har nu mulighed for at bygge videre på både gode og dårlige historiske erfaringer.

4. DEN FREMTIDIGE POLITIK

Det internationale samarbejde kredser om to hovedelementer, nemlig opstilling af forpligtende reduktionsmål – dvs. et loft over den samlede nationale CO₂-udledninger – for de rige lande og et sammenhængende system med en ramme for reduktionstiltag i ulandene baseret på disses egen politik kombineret med støtte til yderligere tiltag.

Reduktionsmål i rige lande

Fordelen ved reduktionsmål er enkelhed, sammenlignelighed, og at andre lande og verdenssamfundet i princippet ikke behøver at interessere sig for, om reduktionsindsatsen gennemføres effektivt eller med store

omkostninger, så længe målet opfyldes. Reduktionsindsatsen kan i så fald ske med fuld anvendelse af EU-princippet om subsidiaritet.

I praksis ser de rige landes reduktionsindsats ud til i høj grad at blive bygget op om kvotesystemer med planer om at åbne for handel med disse kvoter mellem rige lande eller køb af såkaldte offsetkreditter i ulandene. Det rejser helt andre og større krav til international koordination.

Handel med CO₂-kvoter mellem rige lande fremstår umiddelbart som enkel og nyttig. Når deres reduktionsforpligtelser er lagt fast, kan det påvises, at handel altid reducerer omkostningerne ved den samlede indsats, fordi markedet vil dirigere reduktionerne hen, hvor de er billigst. Før fastlæggelsen af reduktionsforpligtelserne er det langt mere nuanceret. Kan et land med uambitiøse mål overtale et andet land (eller region) med stramme mål til at sammenkæde kvotehandlen, vil det skabe en penge-maskine for sig selv og sine virksomheder. Nettoretningen på handlen med CO₂-kvoter bestemmes således af de påtagne reduktionsforpligtelser.

Dette kompliceres af, at kræfter også i lande med ambitiøse mål alligevel kan forventes at arbejde for sammenkædning. Dem, der skal gennemføre (læs: finansministerier) et givet mål sat af andre (læs: klimaministerier), vil ønske de lavest mulige økonomiske omkostninger, og på overfladen er det jo nærmest en fordel at handle med lande med uambitiøse mål, for så er købsprisen for reduktioner tilsvarende lav. Betragtningen er imidlertid partiel og ser bort fra den globale sammenhæng. Den globale reduktionsindsats skal jo summe til helheden. Jo lempeligere andre lande sætter mål, jo strammere bliver ens eget mål inden for rammerne af den globale vision.

Tilsvarende er det vigtigt ikke at udstyre andre lande med incitamenter til at påtage sig lempelige mål. Det er derfor positivt, at både EU og USA har lagt vægt på, at sammenkædning af kvotehandel skal ske mellem systemer med sammenlignelige ambitionsniveauer.

Mange fagfolk spørger, hvorfor i hvert fald ilandene ikke i stedet benytter afgifter frem for et kvotesystem, der i sin kompleksitet og potentielt utilsigtede sideincitamenter er konkurrencedygtigt med finansiel regulering. Svaret kan formentlig findes i en politisk logik, der foretrækker synlige effekter med mindre synlige priser og incidens frem for synlige priser og mere usynlige effekter.

Både afgifter og kvotesystemer virker ved at sikre en pris på CO₂, der tilskynder til besparelser (opnåelse af den samme produktion og komfort ved andre midler), omlægning til andre drivmidler og udvikling af mindre CO₂-intensiv teknologi. Denne højere pris betales af slutbrugerne. Den umiddelbare forskel er, at prisen i kvotesystemet skabes af et særskilt marked, der sætter prisen til det niveau, der fortrænger CO₂ i et omfang, så reduktionsmålet er opfyldt.

Virkningerne af kvotesystemer kan i princippet bringes til næsten at ligne effekten af en afgift. Det forudsætter imidlertid, at især tre forudsætninger er opfyldt: a) systemet skal dække hele økonomien (det er teknisk meget svært – EUs kvotehandelssystem dækker kun ca. halvdel af emissionerne), b) kvoterne skal sættes én gang for alle, så der ikke i et system med helt eller delvis gratis kvoter kan spekuleres i at pumpe emissionerne op i periode 1 for at gøre sig fortjent til flere kvoter i periode 2 (det er urealistisk), samt c) kvoter skal fuldt ud bortauktioneres og ikke foræres væk (det har vist sig politisk meget vanskeligt).

Foræres kvoterne væk – typisk til etablerede virksomheder med historisk store udledninger – går provenuet fra den tilsigtede højere CO₂-pris for slutbrugerne til de kvoteomfattede virksomheder i stedet for statskassen. Det virker som et subsidium til virksomhedernes indtjening, og subsidiet erstatter en tilbageføring af provenuet til slutbrugerne i form af lavere skatter og afgifter på andre områder. Der kan dog argumenteres for – og det bliver der mere end argumentet kan bære – at energintensive virksomheder ikke kan overvælte CO₂-prisen til slutbrugerne, såfremt de er udsat for hård konkurrence fra tredjelande uden en CO₂-pris. Til fordel for at forære kvoter til virksomheder fremhæves til gengæld, at der derved skabes interesse i at bevare og uddybe CO₂-regulering fra en ellers skeptisk gruppe.

I mange ilande er der en præference for regulering – også på områder som standarder for bilers energieffektivitet, hvor prismekanismen er velegnet – og tilskud til vedvarende energi. Det indebærer større omkostninger end ved anvendelse af afgifter. Nogle af de enkle forklaringer herpå er, at effektivitetsstandarder for biler, modsat afgifter, ikke påvirker måden at køre på eller valget af bilstørrelse. Tilskud til vedvarende energi øger, modsat afgifter, ikke prisen på energi. Derved opnås kun en omlægning mellem energikilder og ikke samtidig et fald i energiforbruget med tilskyndelse til på andre måder at skabe produktion og komfort. Med tilskud til vedvarende energi frem for afgifter på fossile brændsler kan siges, at det offentlige foretager teknologivalget frem for, at der på markedsvilkår kan vælges billigst mellem energibesparelser og vedvarende energi. Præferencen for tilskud hænger formentlig sammen med, at udgiften fordeles på alle skatteydere og ikke på forbrugere af megen energi.

Endelig har der under det aktuelle konjunkturtilbageslag været en del international debat om brug af de finanspolitiske lempelser til klimavenlige formål. Det kan trække i den ønskede retning på kort sigt, men det er næppe klogt at bygge klimainsatsen op om udgifts- og konjunkturpolitiske virkemidler. Når konjunkturerne er vendt, skal snarere forventes en periode på 5-10 år med store finanspolitiske stramninger for at

genoprette de offentlige finanser i næsten alle lande. Til gengæld kan en del af disse stramninger tænkeligt omfatte CO₂-afgifter mv.

Tiltag i ulande

Diskussionen af reduktionsindsatsen i ulandene er bl.a. fokuseret på opstilling og præsentation af såkaldte low carbon development strategies (LCDS) og specifikke tiltag. Indsatsen fokuseres således ikke på reduktionsmål. Tiltag kan tage form af understøttet egen indsats, internationalt støttede tiltag og tiltag finansieret ved salg af offsetkreditter (karbonmarkedet).

De to gensidige forudsætninger for et sådant system er på den ene side ulandenes sikkerhed for, at der er finansiering til konkrete tiltag, og på den anden side ilandenes sikkerhed for, at konkrete finansieringsbidrag fører til de tilsigtede reduktioner og ikke opvejes af lempelig CO₂-politik andre steder i økonomien.

Fraværet af nationale reduktionsmål gør det svært at måle, om der sker en ekstra indsats. I fravær af mål for alle lande vil der heller ikke på forhånd være sikkerhed for omfang og fordeling af den globale reduktionsindsats. Der er imidlertid gode grunde til, at ulandene, afhængigt af udviklingstrin, tøver med at opstille nationale mål. Mens det er forholdsvist enkelt for ilandene at forudsige trenden i økonomisk vækst og energieffektivitet, er det meget vanskeligt for ulandene. Bliver væksten 5 eller 10 pct. om året, og hvor længe er den så høj? Et nationalt mål kan således vise sig at være enten alt for stramt eller lempeligt. Er det for stramt, vil det koste ulandet penge. Er det for lempeligt, kan støtte-systemer fra ilandene vise sig at blive en utilsigtet pengemaskine med støtte til reduktioner, der er nemme at opfylde.

En af konsekvenserne er, at et uland inden for rammerne af en samlet global vision reelt kommer til at overvælte et ellers antaget reduktionsbidrag på andre lande, såfremt det vokser hurtigere end forudset. Hvis det alene skyldes økonomisk vækst, er det imidlertid heller ikke urimeligt, da den indbyrdes størrelse af udfordringerne dermed viser sig at være anderledes end forudset.

I boks 1 gennemgås hovedelementerne i en globale reduktionsindsats. Tallene er naturligvis kun eksempler. For det første er referenceforløbet usikkert. For det andet kan det aldrig på forhånd forudsiges, hvor meget af et reduktionsmål der opfyldes ved køb af kreditter, da det netop afhænger af private virksomheders egne valg. For det tredje skal effekten af kreditter og offentlig støtte i ulandene ikke nødvendigvis købes ton for ton, men kan i en eller anden udstrækning baseres på ulandenes egen indsats – i takt med at mange af dem bliver rigere – og ved at konstruere mekanismerne, så de tilskynder til en ekstra egen indsats.

REDUKTIONSBEHOV OG -FORDELING

Boks 1

McKinsey har i det såkaldte "project catalyst" arbejde opstillet et pædagogisk eksempel på kravene til den globale reduktionsindsats. Både den samlede udfordring og den indbyrdes størrelsesorden af de mulige bidrag skal tages med store forbehold. Målt i gigaton, Gt CO₂, skal de globale udledninger i 2020 nedbringes fra 61 i et referenceforløb (BAU, business-as-usual) til 44, jf. tabel 2, dvs. med 17 Gt.

EKSEMPEL PÅ REDUKTIONSBEHOV I 2020

Tabel 2

	2005	BAU, 2020	Reduktions forløb, 2020
Industrilandene	18	21	16
Udviklingslandene	27	40	28
I alt, referenceforløb	45	61	44

Kilde: Project Catalyst (www.project-catalyst.info).

McKinsey skønner, at 5 Gt kan gennemføres i ilandene til omkostninger under 60 dollar/ton, og at 3 Gt kan gennemføres af ulandene selv uden omkostninger eller med økonomiske gevinster. Skønnene er foretaget på grundlag af de såkaldte omkostningskurver, der rangordner konkrete tiltag efter deres tekniske meromkostninger (negative eller positive).

EKSEMPEL PÅ FORDELING AF REDUKTIONSINDSATSER I 2020

Tabel 3

	1. Begrænset offset	2. Betragtelig offset
I-landenes forpligtelse i forhold til referenceforløbet	8	11
Reduceret i ilandene (egne reduktioner)	5	5
Dækket med køb af offsetkreditter i ulande	3	6
Offsetkreditter i ulande	3	6
Reduceret i ulande med økonomisk omkostning	6	3
Reduceret i ulande med økonomisk gevinst	3	3
Tiltag i udviklingslandene, i alt	12	12
Globale reduktioner i forhold til referenceforløbet ..	17	17

Kilde: Project Catalyst (www.project-catalyst.info).

I ét eksempel påtager ilandene sig en reduktion på 8 Gt i forhold til referenceforløbet, hvoraf 3 Gt dermed købes som kreditter. De sidste 6 Gt skal skaffes ved ulandenes egen indsats, herunder med offentlig støtte fra ilandene. I et andet eksempel strammes ilandenes reduktion til 11 Gt i forhold til referenceforløbet, og 6 Gt købes som kreditter. Det efterlader 3 Gt, som skal skaffes ved ulandenes egen indsats og international støtte.

Endelig er det ikke muligt at opstille gode operationelle skøn for behovet for støtte til ulandene. Der er tekniske og tidsmæssige usikkerheder ved sådanne skøn, og omkostningerne vil afhænge af, om indsatsen

gøres effektivt. I givet fald bør skøn opgøres som merudgifterne i forhold til en provenuneutral investeringskalkule og ikke som udlægget til kapitalomkostninger, som er et andet – om end ofte meget vigtigt – finansielt spørgsmål om långivning. Skøn præsenteres ofte i aggregeret form. Det svarer til, at ekstra omkostninger til effektivisering af kinesiske kraftværker delvis opvejes af de investeringer i olieproducerende lande, der spares ved lavere olieforbrug. Den sikreste konklusion er formentlig, at støtte med fordel kan skaleres op og udvikles over tid i takt med kapacitetsopbygning og udvikling af absorptionskapacitet og muligheder for en effektiv indsats. Konstruktionen af effektive støttesystemer er et meget omfattende kernespørgsmål i klimaforhandlingerne, som ligger uden for rammerne af denne artikel.

5. PROBLEMSTILLINGER VED OFFSETBASEREDE KØB AF CO₂-KREDITTER I ULANDE

Det såkaldte offsetsystem kan blive meget centralt i det internationale finansieringssystem for klimatiltag. Systemet virker ved, at virksomheder eller det offentlige i ilande betaler for en reduktion i CO₂-udledningerne i et uland, hvorefter denne reduktion kan trækkes fra ("krediteres" eller "modregnes") i egne reduktionsforpligtelser. Der er generelle forventninger til, at offsets vil drive hovedparten af de finansielle strømme mellem landene.

Formålet med køb af CO₂-kreditter i ulande er ikke at nedbringe CO₂-udslippet, men at gennemførelsen af reduktionsforpligtelser i ilandene kan ske billigere ved udnyttelse af laverehængende frugter i ulandene frem for i ilandene selv. Offsetsystemet kan kun bidrage til den globale reduktionsindsats, hvis det enten muliggør strammere reduktionsforpligtelser i ilandene eller samtidig motiverer en ekstra egen indsats i ulandene.

For en given påtagen reduktionsforpligtelse i et iland fremstår offset da også umiddelbart som en billigere måde at gennemføre sine forpligtelser på. Inden for rammerne af en sammenhængende global reduktionsindsats er det væsentligt mere kompliceret, om metoden faktisk indebærer omkostningseffektivitet. Offset indebærer jo, at ilandene trækker indkøbet af kreditter fra i deres hjemlige indsats. Det reelle effektivitetsspørgsmål er, om ilandene bedst støtter reduktioner i ulandene ved direkte offentlige midler eller ved at påtage sig større reduktionsforpligtelser, end de ellers ville gøre, og derved tilskynde private virksomheder til at købe kreditter. Eksempelvis opnås det samme bidrag til den globale reduktionsindsats, hvis et iland påtager sig et reduktionsmål på 20 pct. med adgang til at købe kreditter for 10 procentpoint eller

sætter reduktionsmålet til 10 pct. og supplerer det med en offentlig støtte, som kan købe ekstra reduktioner svarende til yderligere 10 procentpoint i ulandene. Det er ikke på forhånd oplagt, hvad der er billigst.

Grundlæggende har offsetsystemet tre store udfordringer:

- *Dobbeltregning.* Eftersom kreditter dækker en del af ilandenes egne forpligtelser og foregår i ulandene, er der en tilskyndelse til at tage ejerskab for den samme reduktion to gange. I-lande hævder med nogen ret, at kreditkøb også kunne regnes som en måde at give støtte til ulandene. Men eftersom offsets hidtil har været forklaret som en del af ilandenes egne reduktioner, er det en betydelig politisk og pædagogisk udfordring også at ville have anerkendelse for kreditkøb som støtte. Det hænger kun sammen ved tilstrækkeligt stramme reduktionsmål. Det er imidlertid ikke muligt at gøre op, hvor stramme reduktionsforpligtelserne i ilandene havde været i fravær af muligheden for offset. Derfor er den eneste mulige kontrol på risikoen for dobbeltregning, om de samlede globale reduktionsforpligtelser er ambitiøse nok. De hidtil udmeldte forpligtelser fra ilandene rækker ikke til at løse den udfordring, selv om det i en række ilande forventes at være lettere at opstille strammere mål – med offsetadgang – end at opnå løbende parlamentarisk tilsagn om offentlig støtte til ulandene.
- *Miljømæssig integritet.* Spørgsmålet er, om de enkelte tiltag faktisk fører til større reduktioner i ulandene. Det er meget svært – i praksis umuligt – at godtgøre i det hidtidige projektbaserede CDM-system (Clean Development Mechanism) i lande, der ikke har samlede målsætninger. Problemet er, at det er uobserverbare produkter, der handles på denne del af karbonmarkedet. Kreditten gives, ofte på virksomhedsbasis, for forskellen mellem det faktiske forløb og et grundforløb, der ikke kan observeres, men kun skønnes. Samtidig går tilskyndelsen til en reel effekt direkte på tværs af en fælles interesse hos køber og sælger i at opstille et CO₂-intensivt grundforløb, der giver anledning til opgørelse af så stor en "reduktion" som muligt. Køber og sælger vælger selv en agent til at foretage denne vurdering blandt et antal virksomheder, der er godkendt af FN til at udføre verificering. Hertil kommer, at en omlægning fra CO₂-intensitet i en enkelt virksomhed ikke forhindrer, at problemet flytter til andre virksomheder i samme sektor, at landet anvender det frigjorte brændstof til ekstra udledninger i andre sektorer, eller at CO₂-intensiteten stiger igen på et senere tidspunkt.
- *Rents eller overnormal indtjening hos mellemhandlere eller i ulandene.* Rents opstår, ifald den betalte pris for kreditten – fx målt i dollar pr. ton – er væsentligt større end de faktiske reduktionsomkostninger. Kina har eksempelvis i flere tilfælde følt det nødvendigt at indføre en

særskat på virksomheder, der har solgt CO₂-kreditter, for at inddrage en overnormal indtjening. Systemet giver god grund til at forvente sådanne rents. Incitamentet til kreditkøbet er således drevet af de marginale reduktionsomkostninger i ilandene, som er langt højere end omkostningerne ved den reduktion, der betales for. Selv om virksomhederne i ilandene som nævnt har et stærkt incitament til at få godkendt så mange tons "reduktion" som muligt ved projektet, har de dog ikke tilskyndelse til at betale mere pr. ton end nødvendigt. Men kombineret med en markant overefterspørgsel efter kreditter opstår der rents. Overefterspørgslen skyldes en kombination af flaskehalsproblemer i verificeringsenhederne, kapacitetsproblemer i ulandene til at udbyde projekter og et uigennemsigtigt marked uden effektiv konkurrence mellem projekterne.

Disse problemer kan næppe løses fuldt ud, men der er muligheder for store forbedringer ved at overgå til sektorbaserede og programbaserede (fx politiktiltag på et bredere område) systemer, hvor kredit gives for reduktioner i forhold til et grundforløb, der er mere ambitiøst end blot business-as-usual. Grundforløbet kan analyseres ud fra historiske data og benchmark i andre lande mv. Endvidere kan med fordel udvikles markeder med en reel konkurrence mellem programmer og projekter. Overgang til sektorniveau vil også være nødvendig, hvis omfanget af det offsetbaserede marked skal skaleres op i det omfang, som forventes. Som for CDM-projekter vil det være afgørende med en troværdig international instans, der kan verificere "additionalitet" og forebygge, at en koalition af interesser mellem virksomheder og myndigheder i de to omfattede lande får held til at tælle effekter i forhold til CO₂-intensive referenceforløb.

Offentlig støtte til reduktionsindsatser i ulandene – støtte som ikke kan modregnes i ilandenes egne forpligtelser – rummer en række tilsvarende problemstillinger. En ulempe er, at ekspertise i de private virksomheder ikke inddrages. Til gengæld kan det være lettere at undgå rents, da drivkraften er det politiske ønske om reduktioner i tons og ikke økonomiske besparelser drevet af egne reduktionsomkostninger. Endvidere vil effekterne af offentlig støtte skulle stå til regnskab for direkte parlamentarisk kontrol.

Pressemeddelelser

DEN 26. JUNI 2009: FORLÆNGELSE AF SWAFTAFTALE MED DEN AMERIKANSKE CENTRALBANK

Den midlertidige gensidige swaftale på 15 mia.dollar med Federal Reserve og andre centralbanker, herunder Danmarks Nationalbank, er forlænget indtil 1. februar 2010.

Nationalbanken vurderer løbende behovet for dollarauktioner. Planlagte auktioner offentliggøres på www.nationalbanken.dk, hvor der også findes nærmere information om auktionsvilkårene.

DEN 10. AUGUST 2009: NY 50-KRONESEDDDEL 11. AUGUST

En ny 50-kroneseddel udkommer i morgen den 11. august som den første seddel i en ny dansk seddelserie. Sedlen præsenteres i dag på et pressemøde i Nationalbanken.

Den nye seddelserie har motiver af broer og oldtidsfund. På 50-kronesedlen ses Sallingsundbroen og Skarpsalling-karret. Seddelserien er designet af kunstneren Karin Birgitte Lund i samarbejde med Nationalbankens seddeltrykkeri. Karin Birgitte Lund har valgt at fortolke broer som bindeled mellem landsdele og sedlen som bindeled mellem fortid og nutid. Nutiden repræsenteres af broerne, mens fortiden repræsenteres af fem karakterfulde oldtidsfund fundet i områderne ved broerne.

Baggrunden for den nye seddelserie er ønsket om øget seddelsikkerhed. Den teknologiske udvikling giver falskmøntnere bedre værktøjer til at kopiere de ægte sedler, og det vil Nationalbanken komme i forkøbet med indarbejdelsen af nye sikkerhedselementer i den nye seddelserie. Det gælder bl.a. en vinduestråd med bevægeligt bølgemotiv og et nyt avanceret hologram, der reflekterer lyset i forskellige farver. Derudover vil eksisterende sikkerhedselementer som fx vandmærket og den skjulte sikkerhedstråd også være på de nye sedler.

Alle sedler udstedt efter 1945 er fortsat gyldige og kan ombyttes til pålydende i Nationalbanken.

DEN 13. AUGUST 2009: RENTENEDSÆTTELSE

Nationalbankens udlånsrente nedsættes med 0,1 procentpoint til 1,45 pct. med virkning fra 14. august 2009. Det sker på baggrund af køb af valuta i markedet. Samtidig nedsættes renten på indskudsbeviser med 0,1 procentpoint til 1,35 pct., ligesom diskontoen og foliorenten nedsættes med 0,1 procentpoint til 1,10 pct.

DEN 27. AUGUST 2009: RENTENEDSÆTTELSE

Nationalbankens udlånsrente nedsættes med 0,1 procentpoint til 1,35 pct. med virkning fra 28. august 2009. Det sker på baggrund af køb af valuta i markedet. Renten på indskudsbeviser nedsættes med 0,1 procentpoint til 1,25 pct., ligesom diskontoen og foliorenten nedsættes med 0,1 procentpoint til 1,0 pct.

Tabelafsnit

Renter og aktiekursindeks.....	1
Udvalgte poster fra Nationalbankens balance	2
Forskellige faktorerers påvirkning af penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken	3
Udvalgte poster fra MFI-sektorens konsoliderede balance	4
Pengemængden	5
Udvalgte poster fra pengeinstitutternes balance.....	6
Udvalgte poster fra realkreditinstitutternes balance.....	7
Penge- og realkreditinstitutternes udlån til indlændinge	8
Realkreditinstitutternes udlån fordelt på lånetype.....	9
Pengeinstitutternes effektive rentesatser	10
Udvalgte poster fra investeringsforeningernes balance	11
Indenlandske værdipapirer fordelt på ejers hjemland.....	12
Husholdningernes finansielle aktiver og passiver	13
Virksomhedernes finansielle aktiver og passiver	14
Betalingsbalancens løbende poster (nettoindtægter)	15
Betalingsbalancens 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 10. september 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 AKTIEKURSIINDEKS

Tabel 1

Gældende ultimo året/fra	Nationalbankens rentesatser				ECB's rente-sats	Ultimo	Penge-mar-keds-rente, 3 må-neders usikret	Effektive obligationsrenter		Aktie-kurs indeks OMXC20 (tidl.KFX)
	Diskon-to	Udlån	Ind-skuds-beviser	Primære mar-keds-operati-oner, fast rente ¹	10-årig stat			30-årig realkre-dit		
	Procent p.a.					Procent p.a.			3.7.89 =100	
2004	2,00	2,15	2,15	2,00	2004	2,16	3,87	5,07	286,66	
2005	2,25	2,40	2,40	2,25	2005	2,46	3,30	4,39	393,52	
2006	3,50	3,75	3,75	3,50	2006	3,81	3,95	5,24	441,48	
2007	4,00	4,25	4,25	4,00	2007	4,65	4,48	5,61	464,14	
2008	3,50	3,75	3,75	2,50	2008	4,20	3,31	6,21	247,72	
2009 3 apr	1,75	2,00	2,00	1,25	feb 09	2,00	3,46	6,19	241,48	
11 maj	1,40	1,65	1,65	1,00	mar 09	2,50	3,40	6,05	228,36	
8 jun	1,20	1,55	1,45	1,00	apr 09	1,85	3,46	5,46	274,79	
14 aug	1,10	1,45	1,35	1,00	maj 09	1,65	3,77	5,50	290,83	
28 aug	1,00	1,35	1,25	1,00	jun 09	1,50	3,62	5,42	290,70	
					jul 09	1,35	3,66	5,28	311,23	
10 sep	1,00	1,35	1,25	1,00	aug 09	1,40	3,54	5,18	335,03	

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.						
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
2008	211,7	61,3	262,8	118,5	9,7	240,9	-112,7
mar 09	260,7	58,1	202,6	164,3	21,8	192,7	-6,6
apr 09	286,4	59,0	210,3	173,0	19,3	180,4	11,9
maj 09	325,3	59,9	188,7	239,8	5,9	173,8	71,8
jun 09	330,3	60,0	190,8	238,0	18,0	180,5	75,5
jul 09	336,4	60,2	204,1	216,6	6,5	153,3	69,9
aug 09	374,1	59,4	177,7	206,9	8,1	113,2	101,9

**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	-112,7
mar 09	27,4	6,8	20,7	18,1	-0,6	17,5	0,4	4,2	42,8	-6,6
apr 09	17,1	8,9	8,2	8,9	0,9	9,8	0,5	0,1	18,6	11,9
maj 09	35,4	4,1	31,3	28,5	0,8	29,3	0,7	-1,4	59,9	71,8
jun 09	1,9	7,2	-5,3	6,7	1,5	8,2	3,1	-2,3	3,6	75,5
jul 09	4,6	18,6	-14,0	6,6	0,5	7,1	3,7	-2,3	-5,6	69,9
aug 09	30,8	4,5	26,3	26,9	10,8	37,7	-7,1	-25,0	32,0	101,9

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	4.672,7	116,8	2.953,6	51,8	60,3	1.077,0	1.433,4	-224,2
2007	5.497,4	119,9	3.353,7	43,3	63,5	1.219,7	1.505,2	-304,5
2008	6.286,4	134,0	3.719,3	40,6	56,7	1.487,5	1.508,4	-407,9
feb 09	6.287,5	131,8	3.700,2	44,9	56,0	1.463,0	1.510,3	-456,5
mar 09	6.180,7	132,8	3.722,5	50,0	54,9	1.429,3	1.561,6	-454,1
apr 09	6.186,9	133,7	3.703,5	56,1	56,4	1.438,8	1.569,5	-450,1
maj 09	6.153,7	132,9	3.668,2	59,7	57,8	1.432,0	1.580,1	-419,5
jun 09	6.079,0	133,5	3.710,4	60,3	59,3	1.405,8	1.619,9	-409,1
jul 09	6.046,7	135,6	3.677,4	63,5	58,4	1.444,1	1.622,9	-370,3
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	14,3	-31,8	12,8	10,9	8,7	...
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	...
feb 09	...	10,3	9,2	15,7	-10,6	14,0	0,1	...
mar 09	...	9,9	8,2	17,8	-19,6	11,5	3,3	...
apr 09	...	9,5	7,3	19,0	-29,6	11,2	3,6	...
maj 09	...	8,2	5,3	25,5	-27,4	8,9	6,2	...
jun 09	...	6,4	5,1	51,2	-23,5	10,3	7,9	...
jul 09	...	5,9	4,5	50,5	-25,7	12,9	7,0	...

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
feb 09	48,9	729,2	778,1	279,5	20,2	1.077,9	3,8	112,8	1.194,5
mar 09	48,8	720,4	769,1	266,1	19,9	1.055,2	4,3	124,5	1.184,1
apr 09	49,3	737,0	786,3	250,7	20,1	1.057,1	3,8	129,2	1.190,2
maj 09	49,9	749,9	799,8	251,8	19,5	1.071,1	6,3	133,9	1.211,4
jun 09	50,1	750,5	800,5	225,3	20,0	1.045,9	3,1	144,8	1.193,8
jul 09	50,0	761,8	811,8	235,2	19,7	1.066,7	7,9	159,3	1.233,9
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
feb 09	...	...	1,0	...	...	7,4	...	...	6,3
mar 09	...	...	-1,6	...	...	5,0	...	...	6,2
apr 09	...	...	-0,2	...	...	4,7	...	...	6,2
maj 09	...	...	1,0	...	...	4,2	...	...	6,4
jun 09	...	...	3,8	...	...	4,5	...	...	6,8
jul 09	...	...	4,4	...	...	3,4	...	...	7,4

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	985,8	1.546,3	586,8	603,3	1.092,1	1.455,4	1.424,2
feb 09	4.591,3	922,8	1.497,4	572,2	575,9	1.179,5	1.396,9	1.428,9
mar 09	4.484,5	958,9	1.507,0	578,2	573,5	1.185,5	1.432,5	1.407,6
apr 09	4.478,2	980,9	1.474,3	568,9	567,5	1.215,1	1.457,5	1.422,2
maj 09	4.459,0	877,7	1.430,0	563,5	550,8	1.331,6	1.373,6	1.448,7
jun 09	4.403,8	835,3	1.462,1	569,9	556,3	1.339,1	1.380,0	1.408,9
jul 09	4.290,1	828,8	1.419,4	560,3	535,9	1.293,1	1.231,3	1.441,8
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	9,3	2,5	0,8	5,8
feb 09	...	-2,0	11,5	4,4	3,7	3,7	-1,9	1,2
mar 09	...	0,4	9,7	2,6	1,3	6,7	-0,9	-0,6
apr 09	...	1,2	7,5	1,6	1,1	4,5	-4,0	-0,1
maj 09	...	-4,4	3,2	0,7	-4,9	13,0	-5,8	1,3
jun 09	...	-15,4	2,7	-1,4	-4,9	17,7	-9,5	-1,1
jul 09	...	-14,5	1,5	-2,5	-4,9	10,5	-18,4	0,9

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	1.420,2	358,2	574,1	226,5	2.297,9
2007	3.088,2	362,8	2.015,5	1.549,2	404,0	649,2	344,2	2.495,2
2008	3.322,7	428,5	2.164,6	1.629,6	467,4	633,5	474,4	2.582,3
feb 09	2.855,9	335,4	2.188,7	1.644,7	476,3	245,3	406,4	2.231,0
mar 09	2.908,9	367,7	2.202,7	1.653,6	479,5	260,9	417,7	2.284,3
apr 09	2.918,7	377,4	2.216,2	1.661,3	485,0	239,7	425,4	2.296,0
maj 09	2.949,0	389,9	2.226,1	1.669,6	486,9	238,0	421,7	2.321,9
jun 09	3.032,0	449,4	2.236,8	1.676,5	489,8	262,7	441,0	2.376,5
jul 09	2.995,0	390,6	2.248,0	1.684,3	493,9	265,8	427,2	2.369,3
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	10,8	7,2	-11,0	49,3	2,7
2007	...	48,0	9,9	9,1	12,8	13,1	52,0	8,6
2008	...	18,1	7,4	5,2	15,7	-2,4	37,8	3,5
feb 09	...	9,1	7,3	5,1	15,0	7,7	42,3	3,2
mar 09	...	9,0	7,0	5,3	14,3	18,2	43,6	6,2
apr 09	...	22,2	7,0	5,3	14,4	7,1	48,1	6,7
maj 09	...	22,9	6,7	5,1	13,9	5,4	43,6	8,1
jun 09	...	27,7	6,4	5,0	13,2	54,5	51,2	13,7
jul 09	...	16,3	6,2	4,9	13,2	51,1	36,9	11,8

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	1.895,2	1.002,6	1.166,0	475,0	636,9	1.834,8	1.420,2	365,7
2007	3.387,8	2.106,7	1.173,0	1.372,3	557,4	760,5	2.015,5	1.549,2	412,4
2008	3.787,5	2.216,4	1.457,1	1.622,9	586,8	978,3	2.164,6	1.629,6	478,8
feb 09	3.736,4	2.216,9	1.406,8	1.547,6	572,2	919,8	2.188,7	1.644,7	487,0
mar 09	3.759,8	2.231,8	1.414,9	1.557,2	578,2	923,4	2.202,7	1.653,6	491,5
apr 09	3.746,7	2.230,3	1.404,6	1.530,5	568,9	905,4	2.216,2	1.661,3	499,2
maj 09	3.712,4	2.233,1	1.369,8	1.486,2	563,5	868,6	2.226,1	1.669,6	501,2
jun 09	3.755,2	2.246,5	1.394,3	1.518,3	569,9	889,7	2.236,8	1.676,5	504,7
jul 09	3.723,7	2.244,6	1.365,1	1.475,6	560,3	856,4	2.248,0	1.684,3	508,7
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	12,9	17,7	22,7	19,8	24,8	10,2	10,8	7,0
2007	12,9	11,2	17,0	17,7	17,4	19,4	9,9	9,1	12,8
2008	11,8	5,2	24,2	18,3	5,3	28,6	7,4	5,2	16,1
feb 09	9,1	4,9	16,6	11,7	4,4	17,3	7,3	5,1	15,3
mar 09	8,2	4,6	14,9	9,9	2,6	15,3	7,0	5,3	14,3
apr 09	7,4	4,3	13,3	8,0	1,6	12,5	7,0	5,3	14,8
maj 09	5,5	4,0	8,9	3,8	0,7	6,1	6,7	5,1	14,3
jun 09	5,1	3,3	9,1	3,3	-1,4	6,5	6,4	5,0	13,8
jul 09	4,7	2,9	8,7	2,3	-2,5	5,9	6,2	4,9	13,8

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	
feb 09	73,0	896,0	1.220,7	977,4	2.189,6	165,6	634,9	
mar 09	73,3	883,3	1.245,3	996,7	2.201,9	172,8	642,1	
apr 09	73,6	870,4	1.270,6	1.016,8	2.214,6	178,3	649,4	
maj 09	73,5	860,7	1.290,6	1.032,4	2.224,7	182,5	655,2	
jun 09	71,3	832,4	1.332,0	1.067,4	2.235,7	189,1	662,3	
jul 09	71,2	824,9	1.351,1	1.080,7	2.247,2	192,8	668,0	

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.								
2. kv. 07	5,9	7,2	5,7	4,0	3,4	3,1	3,4	3,8
3. kv. 07	6,1	7,4	6,0	4,1	3,6	3,3	3,6	4,0
4. kv. 07	6,2	7,4	6,1	4,3	3,7	3,4	3,7	4,1
1. kv. 08	6,2	7,5	6,1	4,5	3,7	3,5	3,8	4,2
2. kv. 08	6,5	7,7	6,3	4,6	3,8	3,6	3,9	4,2
3. kv. 08	6,6	7,8	6,5	4,9	4,0	3,6	4,1	4,5
4. kv. 08	7,0	8,4	7,1	5,2	4,4	3,9	4,5	5,0
1. kv. 09	6,0	7,4	6,2	4,0	3,3	2,8	3,2	4,1
2. kv. 09	5,1	6,4	5,3	2,7	2,2	2,0	2,0	2,6
feb 09	6,0	7,4	6,3	4,0	3,3	2,7	3,2	4,1
mar 09	5,5	6,9	5,8	3,4	2,9	2,4	2,7	3,7
apr 09	5,3	6,6	5,4	3,0	2,5	2,2	2,3	3,2
maj 09	5,1	6,4	5,4	2,6	2,2	2,0	2,0	2,6
jun 09	4,8	6,1	5,2	2,4	2,0	1,9	1,8	2,2
jul 09	4,5	6,1	4,6	2,2	1,8	1,8	1,6	2,0

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	772,2	424,4	222,5	211,4	265,9	238,2	14,6
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	772,2	424,4	222,5	211,4	265,9	238,2	14,6
1. kv. 09	751,0	429,1	197,4	204,8	261,1	221,4	13,7
2. kv. 09	765,1	448,1	233,5	222,2	296,5	174,1	16,1
Kvartalets transaktioner, mia.kr.							
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
1. kv. 09	...	0,7	-8,6	-1,8	-2,8	-9,4	-0,1
2. kv. 09	...	8,1	0,5	3,3	10,5	-65,1	0,5

INDENLANDSKE VÆRDIPAPIRER FORDELT PÅ EJERS HJEMLAND

Tabel 12

	Obligationer mv.						Aktier	
	I alt		Heraf:					
			Statspapirer		Realkredit-obligationer			
	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet
Ultimo	Kursværdi, mia.kr.							
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	2.981,5	405,1	363,1	158,5	2.419,2	227,4	529,9	244,4
feb 09	2.541,1	415,5	365,7	155,2	1.981,4	242,1	496,0	237,7
mar 09	2.575,6	434,7	362,9	160,2	2.019,1	255,5	474,5	228,3
apr 09	2.592,7	438,6	371,6	158,6	2.022,8	260,0	547,9	266,5
maj 09	2.636,8	433,5	370,3	153,0	2.047,9	260,3	585,3	289,4
jun 09	2.688,2	442,6	374,1	159,2	2.093,2	263,1	564,2	295,0
jul 09	2.666,1	467,7	377,3	172,6	2.073,2	273,9	593,4	311,4

Anm.: Omfatter noterede og noterede 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.	Finansiel netto- formue	I alt
Ultimo	Mia.kr.							
2004	674	174	475	1.403	2.726	1.637	1.090	2.727
2005	755	172	620	1.617	3.163	1.832	1.331	3.163
2006	804	180	713	1.681	3.378	2.054	1.324	3.378
2007	869	191	702	1.724	3.487	2.238	1.249	3.487
2008	885	184	446	1.782	3.297	2.382	914	3.297
1. kv. 08	875	188	629	1.728	3.420	2.294	1.126	3.420
2. kv. 08	897	186	609	1.707	3.398	2.295	1.103	3.398
3. kv. 08	894	194	540	1.729	3.355	2.304	1.051	3.355
4. kv. 08	885	184	446	1.782	3.297	2.383	914	3.297
1. kv. 09	898	167	424	1.797	3.286	2.389	897	3.286

VIRKSOMHEDERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER

Tabel 14

	Aktiver				Passiver				
	Kontan- ter, bankind- skud og afgivne kreditter mv.	Obliga- tioner mv.	Aktier og andele i investe- ringsfo- reninger mv.	I alt	Forpligtelser			Finansiel netto- formue	I alt
					Lån mv.	Udstedte obliga- tioner mv.	Udstedte aktier mv.		
	Ultimo	Mia.kr.							
2004	641	164	746	1.551	1.220	142	1.253	-1.063	1.551
2005	734	168	970	1.871	1.353	143	1.491	-1.117	1.871
2006	769	151	1.066	1.985	1.582	140	1.563	-1.301	1.985
2007	838	132	1.113	2.083	1.716	119	1.746	-1.498	2.083
2008	1.001	135	901	2.036	1.921	109	1.336	-1.330	2.036
1. kv. 08	816	131	1.062	2.008	1.769	117	1.663	-1.540	2.009
2. kv. 08	913	123	1.129	2.166	1.824	116	1.713	-1.487	2.165
3. kv. 08	975	129	1.036	2.140	1.849	114	1.551	-1.373	2.141
4. kv. 08	1.001	135	901	2.036	1.921	109	1.336	-1.330	2.036
1. kv. 09	973	134	895	2.002	1.925	109	1.288	-1.320	2.002

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	-0,7	50,2	49,5	24,1	-29,5	44,1
aug 07 - jul 08	1,8	46,5	48,3	10,0	-25,8	32,5
aug 08 - jul 09	9,3	37,5	46,8	35,2	-34,1	47,9
feb 09	0,4	4,2	4,6	2,4	-3,9	3,1
mar 09	3,3	0,7	4,0	0,9	-3,2	1,6
apr 09	1,2	1,7	2,9	4,2	-2,7	4,4
maj 09	2,2	1,6	3,8	4,3	-2,5	5,7
jun 09	3,4	0,2	3,6	3,7	-2,5	4,8
jul 09	3,8	0,5	4,3	3,4	-2,8	4,9

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

	Forderings- 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				
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	44,5	-138,8	55,7	47,4	-65,5	-14,8	-71,4
aug 07 - jul 08	32,9	-123,7	78,2	-76,4	111,2	-37,9	-15,7
aug 08 - jul 09	48,3	-99,2	54,8	173,2	-20,2	-16,1	140,8
feb 09	3,1	-15,7	10,1	7,0	14,3	25,1	43,8
mar 09	1,7	-9,4	7,1	15,8	45,7	-8,3	52,5
apr 09	4,4	-9,4	1,1	7,0	26,1	-3,1	26,1
maj 09	5,7	-5,4	1,5	24,6	40,2	-16,5	50,1
jun 09	4,9	-16,6	13,8	14,6	5,3	-19,3	2,7
jul 09	4,9	-3,3	4,2	51,6	-70,4	23,4	10,5

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	135,9	10,1	-90,0	50,1	47,4
feb 09	-8,3	38,9	0,4	-21,5	-2,4	7,0
mar 09	15,9	12,9	3,1	-20,5	4,4	15,8
apr 09	-1,4	5,6	3,0	0,0	-0,2	7,0
maj 09	-6,9	42,0	10,7	-14,3	-7,0	24,6
jun 09	16,1	3,0	0,4	-9,4	4,5	14,6
jul 09	12,3	41,4	6,0	5,9	-13,9	51,6

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										
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
2008	651	366	456	780	66	49	1.092	36	226	3.722
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	661	395	587	758	18	53	1.124	31	165	3.793
4. kv. 08	651	366	456	780	66	49	1.092	36	226	3.722
1. kv. 09	688	383	430	836	37	50	1.080	36	269	3.809
Passiver										
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
2008	542	290	245	1.191	...	43	1.405	40	121	3.877
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	...	41	1.543	37	27	3.953
4. kv. 08	542	290	245	1.191	...	43	1.405	40	121	3.877
1. kv. 09	549	301	231	1.310	...	40	1.483	38	46	4.000
Nettoaktiver										
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
2008	109	76	211	-411	66	6	-313	-4	105	-155
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	121	102	243	-370	18	11	-418	-5	138	-160
4. kv. 08	109	76	211	-411	66	6	-313	-4	105	-155
1. kv. 09	139	82	199	-475	37	10	-403	-3	223	-191

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	1.733,5	851,2	463,0	366,3	13,1	1.693,6	950,9	911,1
1. kv. 08	416,9	210,1	110,3	87,8	5,1	413,4	226,1	222,6
2. kv. 08	441,7	217,5	114,5	94,5	3,8	430,3	245,3	233,9
3. kv. 08	434,7	207,8	116,5	90,9	3,0	418,3	247,3	230,9
4. kv. 08	440,3	215,8	121,7	93,0	1,1	431,7	232,2	223,6
1. kv. 09	398,8	200,0	118,0	80,9	-1,5	397,5	196,8	195,5

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	-1,2	-0,2	1,5	-5,1	...	-0,7	2,2	3,4
1. kv. 08	-0,2	2,5	0,2	-2,7	...	0,9	1,5	3,5
2. kv. 08	0,8	2,7	1,4	-2,6	...	1,0	6,7	7,2
3. kv. 08	-1,5	-0,7	2,3	-3,6	...	-1,0	2,4	3,7
4. kv. 08	-3,8	-4,9	2,0	-10,7	...	-3,6	-1,5	-0,5
1. kv. 09	-4,1	-6,9	2,7	-6,3	...	-5,9	-4,6	-8,1

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

1. kv. 08	-0,5	0,3	-0,9	-2,7	...	-0,7	1,5	3,4
2. kv. 08	-0,4	-1,1	1,0	-3,1	...	-1,0	1,3	0,6
3. kv. 08	-0,9	-2,2	0,9	0,6	...	-0,8	-1,3	-1,4
4. kv. 08	-2,0	-2,0	0,9	-5,8	...	-2,1	-2,7	-3,1
1. kv. 09	-1,1	-2,3	-0,1	1,7	...	-0,8	-1,6	-4,2

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

Tabel 20

	HICP							Nettoprisindeks ¹		
	Total	Delkomponenter:								
		Energi	Fødevarer	Kerneinflation ²	Administrerede priser		HICP ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser ³	Nettoprisindeks ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser ³	Fordelt på ⁴ :	
					Husleje	Offentlige ydelser			Import input ⁵	IMI ⁶
	Vægtfordeling i pct.									
	100	10,4	17,4	72,2	7,4	3,9	60,9	53,2	16,8	36,4
	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
1. kv. 09	1,7	-4,6	3,2	2,2	2,7	4,2	2,0	2,3	-1,9	4,4
2. kv. 09	1,1	-5,5	0,7	2,2	3,1	5,0	1,9	2,1	-4,2	5,2

Anm.: Vægtfordelingen afspejler vægtgrundlaget januar 2009.

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 60,9 pct. af HICP's vægtgrundlag og 53,2 pct. af nettoprisindekset. Forskellen afspejler, at de samme varer og tjenester fylder forskelligt i de to indekser, 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, *Kvartaloversigt*, 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
2004	5,8	97,2	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	162.481	7	5	9	20
2008	1,8	106,7	101,3	2.840	150.664	-8	-7	-16	3
Sæsonkorrigeret									
mar 09	2,9	90,3	97,7	257	9.391	-11	-31	-45	-25
apr 09	3,3	89,8	97,1	283	8.758	-5	-34	-44	-16
maj 09	3,5	88,5	97,1	366	8.821	-6	-20	-43	-14
jun 09	3,7	88,0	96,8	297	9.212	-6	-15	-41	-12
jul 09	3,7	88,3	97,8	324	8.601	-3	-12	-44	-11
aug 09	...	...	...	375	...	-2	-8	-45	-12

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	2.922	2.084	158,0	158,4	141,7	100,1
Sæsonkorrigeret						
2. kv. 08	2.925	2.087	157,4	158,1	141,2	103,7
3. kv. 08	2.927	2.086	158,9	159,5	142,3	100,9
4. kv. 08	2.911	2.073	160,3	160,5	142,6	92,9
1. kv. 09	2.874	2.034	161,8	162,2	143,3	87,4
2. kv. 09	...	...	162,1	161,7	143,3	...
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	1,4	4,4	4,2	3,3	-4,5
2. kv. 08	1,2	1,9	4,6	4,4	3,3	-1,7
3. kv. 08	0,9	1,2	4,5	4,2	3,5	-4,6
4. kv. 08	-0,1	0,0	4,2	3,7	2,7	-10,6
1. kv. 09	-1,8	-2,8	4,1	3,8	1,8	-15,0
2. kv. 09	...	...	3,0	2,3	1,5	...

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
mar 09	745,09	571,46	810,44	66,70	84,31	494,14	5,8408
apr 09	744,91	565,01	830,37	68,47	84,78	492,00	5,7284
maj 09	744,69	546,99	841,44	70,23	84,73	492,97	5,6487
jun 09	744,56	531,93	870,89	68,43	83,26	491,59	5,5032
jul 09	744,58	528,56	864,88	68,80	83,21	489,79	5,5959
aug 09	744,40	521,75	863,04	72,83	85,96	488,58	5,5020

EFFEKTIV KRONEKURS

Tabel 24

	Nominel effektiv kronekurs	Forbrugerpriser		Real effektiv kronekurs baseret på forbruger- priser	Real effektiv kronekurs baseret på timeløn- ninger	Forbruger- priser i euro- området
		Danmark	Udlandet			
Gennemsnit	1980=100					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	110,3	102,2
2007	103,2	250,5	238,2	108,5	113,7	104,4
2008	105,8	259,0	245,8	111,5	117,7	107,8
Mar 09	108,0	262,5	245,5	116,4	121,6	107,8
Apr 09	107,4	262,2	245,9	115,4	...	108,2
maj 09	107,5	262,9	246,2	115,4	...	108,3
jun 09	108,0	263,6	246,7	115,9	121,3	108,5
jul 09	107,9	262,2	246,2	115,4	...	107,8
aug 09	107,4	...	...	...	...	...
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	3,5	3,3
mar 09	1,8	1,8	0,5	4,2	4,8	0,6
apr 09	0,8	1,4	0,4	2,8	...	0,6
maj 09	1,1	1,3	0,0	3,2	...	0,0
jun 09	1,5	1,2	-0,2	3,5	2,7	-0,1
jul 09	1,2	1,0	-0,7	3,5	...	-0,7
aug 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 appreciering 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).