



Danmarks
Nationalbank

Kvartalsoversigt 4. 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, 4. 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 4. december 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 – 1. kvartal 2010 planlægges offentliggjort 17. marts 2010.

Rosendahls - Schultz Grafisk A/S

ISSN 0107-1289

(Online) ISSN 1398-3857

Indhold

Seneste økonomiske og monetære udvikling	1
Konjunktur, aktivpriser og kreditgivning	27
Erik Haller Pedersen og Søren Vester Sørensen, Økonomisk Afdeling Under stærke opsving opbygges ofte ubalancer i økonomien, som efterfølgende må udlignes. Det skete også under det seneste opsving herhjemme, som var kendetegnet ved en usædvanligt stærk kreditudvidelse og stigning i ejendomspriserne. I praksis er det svært at definere, hvornår der er tale om en uholdbar udvikling, og erfaringerne viser, at det er meget svært at styre en sådan forventningsdreven udvikling. Det sikreste er at fastholde et mellemfristet sigte i den økonomiske politik og opgive forestillingen om, at det er muligt at finjustere konjunkturerne.	
Netting – udligning af rettigheder og forpligtelser mellem to eller flere parter	41
Kirsten Gürtler, Administrationsafdelingen-Jura Artiklen beskriver reglerne i værdipapirhandelsloven om multilateral og bilateral netting efter implementering af direktivet om endelig afregning i betalings- og værdipapirafviklingssystemer 98/26/EF og direktivet om aftaler om finansiell sikkerhedsstillelse 2002/47/EF. Desuden gennemgås kort de multilaterale nettingaftaler i forbindelse med Sumclearingen og VP-afviklingen, og der gives eksempler på bilaterale nettingaftaler i Nationalbanken.	
Prisstabilitet og beskæftigelse	53
Morten Spange, Økonomisk Afdeling Lav inflation er i dag den primære målsætning for pengepolitikken i de fleste lande. På den baggrund diskuterer artiklen, hvilke muligheder og begrænsninger der ligger i pengepolitikken. Pengepolitikken bør primært fokusere på prisstabilitet, mens der må andre økonomisk-politiske instrumenter på banen, hvis vækst og beskæftigelse ønskes varigt fremmet.	
Nationalbankens finansielle mellemværender med Den Internationale Valutafond, IMF	67
Thomas Krabbe Jensen, Kapitalmarkedsafdelingen og Søren Vester Sørensen, Økonomisk Afdeling Den økonomiske krise har medført en kraftig vækst i IMF's tilsagn om nyudlån. For at sikre tilstrækkelige udlånsressurser har det internationale samfund i løbet af 2009 taget en række initiativer med henblik på at tilføre IMF yderligere midler. Danmark medvirker som medlem af IMF til denne tilførsel. Det er Nationalbanken, der på Danmarks vegne varetager de finansielle mellemværender med IMF. I artiklen beskrives IMF's forskellige udlånsordninger, og hvorledes Nationalbanken bidrager til at finansiere dem.	

SEPA Direct Debit – et nyt europæisk betalingsprodukt 83

Anders Mølgaard Pedersen, Betalingsformidlingskontoret

De europæiske banker lancerede 2. november 2009 et nyt produkt til betalingsopkrævninger i euro, kaldet SEPA Direct Debit. Pengeinstitutterne i Danmark tilbyder også det nye produkt. Nationalbanken understøtter dette ved at deltage i et fælleseuropæisk betalingssystem for SEPA Direct Debit, STEP2, på vegne af institutterne.

Ny europæisk tilsynsstruktur 95

Birgitte Bundgaard Madsen og Louise C. Mogensen, Kapitalmarkedsafdelingen

Forslag til ny europæisk tilsynsstruktur medfører oprettelsen af European Systemic Risk Board, ESRB, og European System of Financial Supervisors, ESFS. Formålet er at forbedre henholdsvis makro- og mikrotilsynet med det finansielle system.

Centralbankernes tiltag og balancer under krisen 105

Niels Arne Dam og Lars Risbjerg, Økonomisk Afdeling

Udenlandske centralbanker har i forbindelse med den finansielle krise bevæget sig ind på markeder, de normalt ikke agerer på, og de har øget deres balance betydeligt gennem udlån og køb af værdipapirer. Nationalbankens balance er også steget, men baggrunden herfor har primært været en øget valutareserve. Fastkurspolitikken indebærer, at Nationalbanken har behov for en betydelig valutareserve. Nationalbankens udlån i valuta i forbindelse med swaps med ECB og Federal Reserve har desuden afsat et tydeligt midlertidigt aftryk på Nationalbankens balance. Penge- og realkreditinstitutterne har ikke foretaget lån gennem Nationalbankens midlertidige låneordninger i kroner. Om end låneordningerne ikke har påvirket Nationalbankens balance, har de givet institutterne større sikkerhed for at kunne opnå likviditet.

Nils Bernsteins tale på Finansrådets årsmøde 30. november 2009 ... 119**Pressemeddelelser 125****Tabelafsnit**

Seneste økonomiske og monetære udvikling

Oversigten vedrører perioden fra medio september til primo december

SAMMENFATNING

Konjunkturerne er vendt over det meste af verden. Industriproduktionen og verdenshandlen er begyndt at stige, men fra et lavt niveau, og forholdene på de finansielle markeder stabiliserer sig fortsat. Vendingen i de internationale konjunkturer er i vid udstrækning drevet af midlertidige effekter fra betydelige lempelser af penge- og finanspolitikken og tilpasning af virksomheders lagre. Det er stadig et åbent spørgsmål, om konjunkturopgangen bliver selvbærende, når de midlertidige faktorer falder bort. Arbejdsløsheden er fortsat høj, og der er stor ledig kapacitet i fremstillingserhvervene i mange lande.

I Danmark fortsatte produktionen med at falde kraftigt i 2. kvartal 2009, hvor det reale bruttonationalprodukt, BNP, lå 7 pct. under niveauet i 2. kvartal 2008. De foreliggende indikatorer for 3. kvartal 2009 tyder på, at faldet er ophørt, men der tegner sig ikke en markant vending i produktionen. Der ventes et langsomt opsving med beskeden vækst. Forventningsindikatorerne i industri- og servicesektoren er forbedret løbende siden foråret, mens der stadig er udbredt pessimisme i den trængte byggesektor. Forbrugertilliden er også øget siden foråret, men det har ikke givet sig udslag i højere privat forbrug. Det skal ses i lyset af den højere arbejdsløshed og de seneste års store fald i husholdningernes nettoformue, navnlig som følge af prisfald på ejerboliger. Boligmarkedet er begyndt at vise tegn på stabilisering efter knap to år med betydelige prisfald og faldende omsætning.

Beskæftigelsen i den private sektor faldt fortsat i 3. kvartal, men langsommere end i første halvdel af 2009. Med udsigten til en periode med lav økonomisk vækst ventes ledigheden at stige en tid endnu. Som reaktion på afmatningen på arbejdsmarkedet er lønstigningstakten faldet i 3. kvartal, men var i den eksportorienterede fremstillingssektor stadig højere end i Danmarks vigtigste samhandelslande.

Finanslovaftalen for 2010 og tidligere trufne beslutninger indebærer en ekspansiv finanspolitik til næste år. Det understreger behovet for, at regeringen i forlængelse af fremlæggelsen af Danmarks konvergensprogram i begyndelsen af 2010 udarbejder en mellemfristet plan for konsolidering af de offentlige finanser i de kommende år. En sådan plan

bør ikke alene indeholde mål for konsolidering, men også anviser de midler, som skal bringes i anvendelse for at nå den planlagte forbedring af de offentlige finanser. Det vil styrke finanspolitikken troværdighed og mindske risikoen for stigende rentespænd over for udlandet som følge af den hurtige gældsopbygning.

INTERNATIONAL ØKONOMI

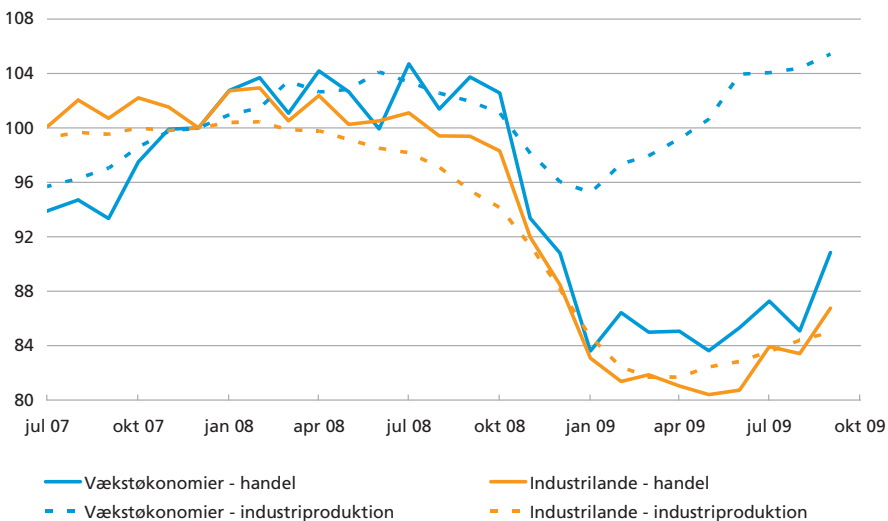
Den økonomiske vækst i de fleste industrilande er blevet positiv efter 5 - 6 kvartaler med faldende produktion. Verdenshandlen og industriproduktionen er så småt begyndt at stige, jf. figur 1, men verdenshandlen ligger stadig 10-15 pct. under niveauet i slutningen af 2007, som markerer det cykliske toppunkt i USA. I vækstøkonomierne har tilbageslaget i produktionen været svagere, og vendingen er kommet tidligere og har været stærkere. Vendingen i de internationale konjunkturer er i høj grad drevet af midlertidige faktorer som lagertilpasninger og betydelige lempelser af den økonomiske politik, men mindre usikkerhed på de finansielle markeder har også hjulpet på vej.

I de eksportorienterede asiatiske vækstøkonomier er omsvinget særlig stærkt som følge af øget kapitalindstrømning og omfattende finans- og pengepolitiske lempelser, der specielt i Kina har øget den indenlandske efterspørgsel.

GLOBAL INDUSTRIPRODUKTION OG HANDEL

Figur 1

Indeks, dec. 2007 = 100



Anm.: Industriproduktion ekskl. byggeri. Handel er middelværdien af den samlede import og eksport. Seneste observation er september 2009.

Kilde: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

Det er usikkert, om fremgangen i de internationale konjunkturer bliver selv bærende. Ifølge de seneste skøn fra internationale organisationer er der udsigt til et langsomt og beskedent vækstforløb, jf. tabel 1. Husholdningerne forventes fortsat at ville spare op i kølvandet på massive tab på aktie- og boligformuer, og den betydelige ledige kapacitet svækker investeringsefterspørgslen. Endvidere vil effekten af de midlertidige finanspolitiske lempelser gradvis ophøre. Vækstudsigterne er lidt svage for Europa end for de øvrige store økonomier.

Arbejdsmarkederne er fortsat svage i de fleste industrilande. I euroområdet og USA er arbejdsløsheden gennem efteråret steget til omkring 10 pct. Der er store forskelle på tværs af eurolandene, idet ledigheden i Tyskland er forblevet nogenlunde uændret, siden recessionen begyndte i 2008, jf. boks 1, mens den i Spanien er næsten fordoblet.

Forbruget har udviklet sig svagt i de fleste industrilande, men bidrog i 3. kvartal positivt til fremgang i USA og Japan. Flere lande har benyttet sig af midlertidige forbrugsstimulerende tiltag, bl.a. i form af statsstøtte til køb af nye biler i USA, Tyskland, Frankrig og Storbritannien.

Boligmarkederne viser tegn på bedring, specielt i Sverige og Norge, men de reale huspriser falder stadig i de fleste industrilande. Det amerikanske boligmarked, som gav startskuddet til den globale finansielle krise, er i skrøbelig bedring. Salget af eksisterende og nye boliger har været stigende siden marts, og huspriserne har vist spæde tegn på stabilisering siden juli. Fremgangen på boligmarkedet kan vise sig at blive midlertidig, da den i nogen udstrækning er drevet af en skatterabat til førstegangskøbere. Rabatten skulle være udløbet i november, men er blevet forlænget til juni 2010 og udvidet til også at gælde eksisterende boligejere. Boliginvesteringerne i USA steg i 3. kvartal 2009 for første gang i fire år, men målt i forhold til BNP er de fortsat på et historisk lavt

SENESTE SKØN FOR UDVIKLINGEN I BNP I FASTE PRISER

Tabel 1

		OECD				Europa-Kommissionen			IMF	
		2008	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010
USA	0,4	-2,5	2,5	2,8	-2,5	2,2	2,0	-2,7	1,5	
Euroområdet	0,5	-4,0	0,9	1,7	4,0	0,7	1,5	-4,2	0,3	
Tyskland	1,0	-4,9	1,4	1,9	-5,0	1,2	1,7	-5,3	0,3	
Frankrig	0,3	-2,3	1,4	1,7	-2,2	1,2	1,5	-2,4	0,9	
Italien	-1,0	-4,8	1,1	1,5	-4,7	0,7	1,4	-5,1	0,2	
Storbritannien	0,6	-4,7	1,2	2,2	-4,6	0,8	1,4	-4,4	0,9	
Japan	-0,7	-5,3	1,8	2,0	-5,9	1,1	0,4	-5,4	1,7	
Kina	9,0	8,3	10,2	9,3	8,7	9,6	9,5	-8,5	9,0	
Danmark	-1,2	-4,6	1,0	1,6	-4,5	1,5	1,8	-2,4	0,9	

Kilde: OECD: *Economic Outlook*, november 2009, IMF: *World Economic Outlook*, oktober 2009, Europa-Kommissionen: *European Economic Forecast*, november 2009.

PRODUKTIVITET OG BESKÆFTIGELSE I DANMARK, TYSKLAND OG USA

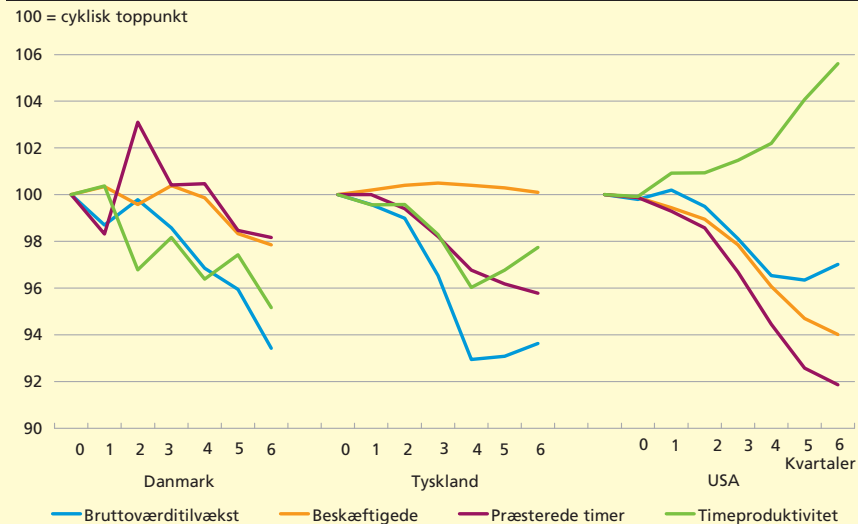
Boks 1

Det er ikke ualmindeligt, at timeproduktivitetsvæksten og derefter beskæftigelsen svækkes i forbindelse med en konjunkturedgang, men denne gang har udviklingen været anderledes.

I Danmark er timeproduktiviteten reduceret med næsten 5 pct. siden 4. kvartal 2007, jf. figur 2. Det dækker over, at beskæftigelsen og antal præsterede timer er reduceret med omkring 2 pct. og produktionen med knap 7 pct. I Tyskland er faldet i timeproduktiviteten ca. 2 pct. Det er afbødet af den massive brug af arbejdsfordelinger, da beskæftigelsen målt i antal personer har været tilnærmelsesvis konstant under konjunkturedgangen, mens antallet af præsterede timer er faldet. I USA er produktiviteten derimod forbedret med knap 6 pct. Her er både antal præsterede timer og beskæftigelsen faldet mere end produktionen.

PRODUKTIVITET, PRODUKTION, BESKÆFTIGELSE OG PRÆSTEREDE TIMER

Figur 2



Anm.: Det cykliske toppunkt for Danmark er dateret til 4. kvartal 2007 og er bestemt ved det største positive produktionsgab, hvor potentiel produktion er estimeret med HP-filteret ($\lambda=400$). I Tyskland har Bundesbank dateret det cykliske toppunkt til 1. kvartal 2008. I USA har National Bureau of Economic Research, NBER, dateret det cykliske toppunkt til 4. kvartal 2007. Produktionen er for Danmark og Tyskland opgjort som bruttoværditilvæksten, BVT, dvs. BNP fratrukket produktskatter, mens produktionen for USA er givet ved BNP. Timeproduktiviteten (grøn kurve) er givet ved forholdet mellem produktion og antal præsterede timer. Afstanden fra den gule til den røde kurve er faldet i timer pr. beskæftiget siden det cykliske toppunkt.

Kilde: Danmarks Statistik og Reuters EcoWin.

I Danmark og Tyskland har produktionen udviklet sig svagere end beskæftigelsen målt ved både antal præsterede timer og antal personer, mens det omvendte er gældende i USA. Beskæftigelsesudviklingen har været særligt flad i Tyskland som følge af den massive brug af arbejdsfordelinger ("Kurzarbeit") med offentligt løntilskud ved midlertidigt nedsat arbejdstid. I Tyskland er det forholdsvis svært og omkostningsfuldt for virksomhederne at reducere arbejdsstyrken. Arbejdsfordelinger har været anvendt i langt mindre grad i Danmark og USA, hvor arbejdsmarkedet er betydeligt mere fleksible. I Danmark er et jobløst opsving sandsynligt, da beskæftigelsen er faldet mindre end produktionen under recessionen. Produktionen vil derfor kunne øges uden

FORTSAT	Boks 1
at øge beskæftigelsen. Timeproduktiviteten vil derved stige, når konjunkturerne vender. Den udbredte anvendelse af arbejdsfordelinger i Tyskland taler også for et jobløst opsving, da en øget produktion kan imødekommes ved at øge antallet af timer pr. beskæftiget uden at øge antallet af beskæftigede. I USA er et jobløst opsving ikke i samme grad sandsynligt.	

niveau. Boliginvesteringerne falder fortsat i flere europæiske lande, navnlig i Spanien og Storbritannien.

Erhvervsinvesteringerne er faldet kraftigt i de industrialiserede lande under konjunkturedgangen. Fald i produktionen har mindsket kapacitetsudnyttelsen i industrien, og den store ledige kapacitet har mindsket investeringsbehovet. Siden sommer er kapacitetsudnyttelsen i fremstillingserhvervene steget, men den er stadig historisk lav omkring 70 pct. i USA og euroområdet.

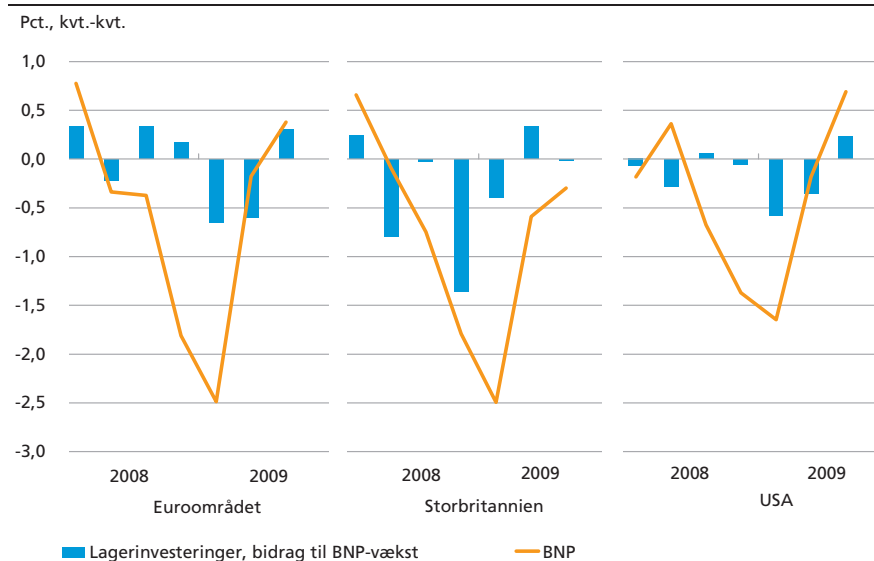
Lagerinvesteringerne udgør generelt en beskeden andel af BNP, men volatiliteten er stor og har haft en forstærkende effekt på udsvingene i BNP. I begyndelsen af recessionen skete en ufrivillig lageropbygning, hvorefter virksomhederne nedbragte lagrene på grund af udsigten til lavere efterspørgsel. Det førte til betydelige negative vækstbidrag til BNP fra lagerinvesteringerne. I takt med den økonomiske fremgang og stigende efterspørgsel aftager hastigheden, hvormed lagrene nedbringes, eller lagrene bliver ligefrem øget gennem stigende produktion. Lagerinvesteringerne begynder dermed at bidrage positivt til BNP-væksten. Det var tilfældet både i USA, euroområdet og Storbritannien i 3. kvartal, jf. figur 3. Vækstbidraget fra lagertilpasning er et midlertidigt fænomen.

Prisudvikling

Forbrugerpriserne i industrilandene fortsatte med at falde i efterårsmånederne målt i forhold til prisniveauet i de tilsvarende måneder i 2008. Det skyldes primært de høje olie- og fødevarerpriser i det meste af 2008, men den effekt er ophørt i slutningen af 2009. Stor ledig kapacitet dæmper det underliggende inflationspres, hvilket afspejles i forbrugerpriserne rensset for energi og fødevarer, den såkaldte kerneinflation. I både USA og euroområdet ligger kerneinflationen på et betydeligt lavere niveau end i efteråret 2008. De svage arbejdsmarkeder har formindsket lønstigningerne. De internationale organisationer forventer positiv, men beskeden inflation i de fleste industrilande i 2010 og 2011. Inflationsforventninger på mellemlangt og langt sigt udledt fra renteforskellen på nominelle og inflationsindekserede obligationer har været svagt stigende i efteråret, men ligger på et forholdsvis lavt niveau på 1,5-2 pct. år-til-år på 5-10 års horisont i USA og euroområdet.

BNP-VÆKST OG LAGERINVESTERINGERS VÆKSTBIDRAG TIL BNP

Figur 3



Anm.: Seneste observation er 3. kvartal 2009.

Kilde: Reuters EcoWin.

Råvarepriserne er steget betydeligt siden lavpunktet i begyndelsen af året i takt med øget risikoappetit, dollarens depreciering og stigende efterspørgsel fra især de asiatiske vækstøkonomier. I modsætning til tidligere konjunkturvendinger begyndte råvarepriserne at stige, inden den globale realøkonomiske fremgang for alvor viste sig. Olieprisen er presset yderligere i vejret som følge af produktionsbegrænsninger fra OPEC. Prisen på en tønde råolie af Brent-kvalitet er fordoblet siden årsskiftet og var i begyndelsen af december knap 80 dollar.

Finansielle markeder

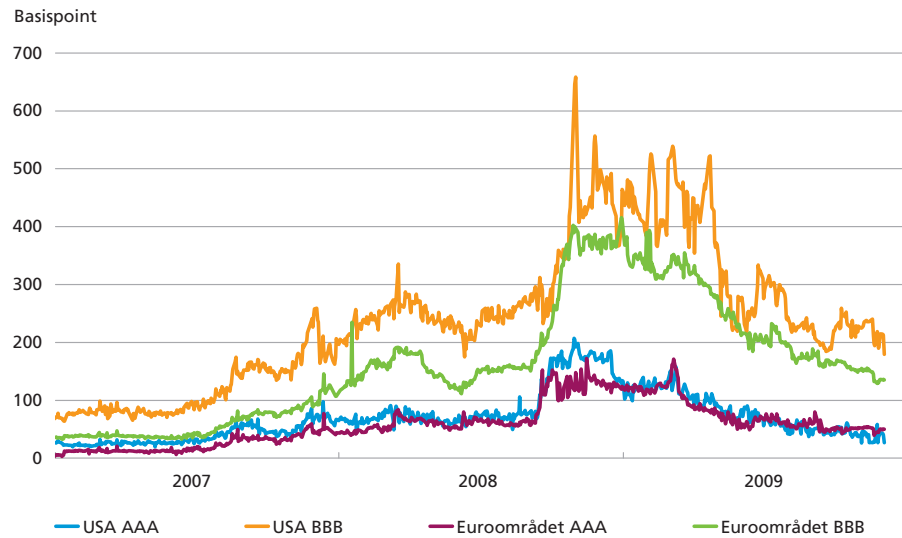
Forholdene på de finansielle markeder er forbedret støt gennem 2009. Kreditspændene er indsnævret kraftigt, men overstiger fortsat de meget lave før-krise-niveauer, jf. figur 4.

Aktiekurserne er steget med omkring 60 pct. i USA og euroområdet siden lavpunktet i foråret, om end de stadig er langt fra de foregående års højder. Usikkerheden målt ved volatiliteten er efter kraftige stigninger sidste efterår kommet ned omkring det langsigtede gennemsnit.

De lange statsobligationsrenter i USA og Europa er efter en del udsving igennem efteråret lidt lavere end niveauet i sommer. I begyndelsen af december var renten på en 10-årig statsobligation i USA, Tyskland og Storbritannien henholdsvis 3,3, 3,2 og 3,6 pct. Til trods for et stort udstedelsesomfang skaber den rigelige likviditet en stor efterspørgsel efter statsobligationer, hvilket er med til at holde renterne nede.

KREDITSPÆND

Figur 4



Anm.: Rentespænd mellem 2-årige virksomhedsobligationer med rating AAA henholdsvis BBB og 2-årige statsobligationer. Seneste observation er 2. december 2009.

Kilde: Reuters EcoWin.

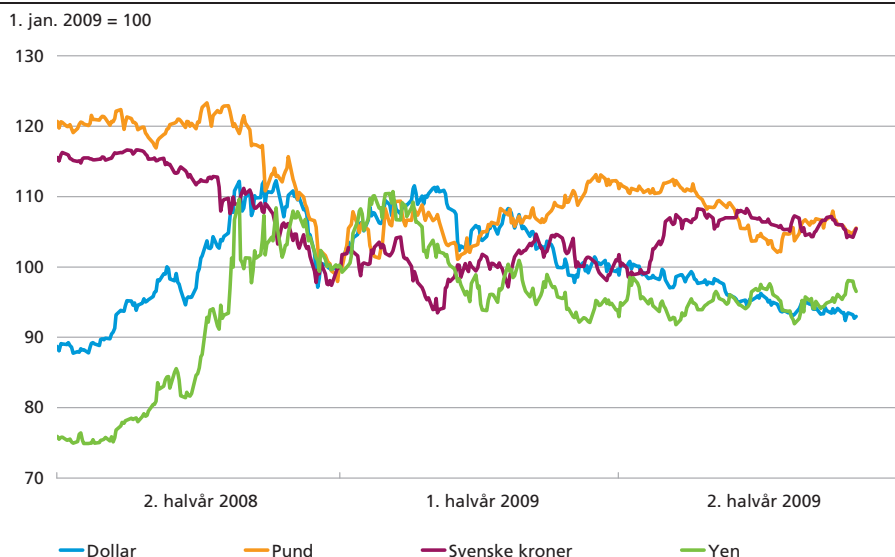
Stabiliseringen på de finansielle markeder har medvirket til, at Den Internationale Valutafond, IMF,¹ har reduceret sit skøn for globale finansielle institutioners faktiske og potentielle nedskrivninger i perioden 2007-10 fra ca. 4.000 mia.dollar i april til 3.400 mia.dollar i oktober. I USA er bankerne over halvvejs med de forventede nedskrivninger, mens bankerne i euroområdet hidtil har nedskrevet lidt under halvdelen. Tab på udlån vil ifølge IMF udgøre ca. to tredjedele af bankernes samlede nedskrivninger.

Dollaren er svækket over for de fleste valutaer siden foråret, og den kraftige styrkelse i efteråret 2008 er reverseret. Siden marts er dollaren svækket ca. 20 pct. over for euro og 10 pct. målt i forhold til USAs handelspartner. Svækkelsen skal ses i lyset af de lave amerikanske renter. USA har status som "safe haven", og sidste efterår førte en globalt faldende risikoappetit til en stigende efterspørgsel efter amerikanske aktiver, hvorefter dollaren blev styrket. I takt med den globalt øgede risikoappetit siden foråret er kapitalen i højere grad flydt ud af USA, og dermed svækkes dollaren. Kapitalbevægelserne afspejler bl.a. såkaldte "carry trades", hvor investorer låner billigt i dollar og placerer midlerne til en højere rente enten i vækstøkonomier eller i industrilande med et robust banksystem og bedre vækstudsigter, fx Australien.

¹ IMF, *Global Financial Stability Report*, oktober 2009.

UDVIKLING I UDVALGTE VALUTAER OVER FOR EURO

Figur 5



Anm.: Euro pr. udenlandsk valutaenhed. Et stigende indeks indikerer en styrkelse af valutaen. Seneste observation er 2. december 2009.

Kilde: Reuters EcoWin.

Euroen har fortsat vist tendens til styrkelse over for dollar i løbet af efteråret, mens den trods en del udsving er forblevet nogenlunde uændret over for yen, svenske kroner og pund, jf. figur 5. Euroen blev svækket over for flere østeuropæiske landes valutaer i sommeren, men siden august har udviklingen været stabil.

Guldprisen har nået et rekordniveau på godt 1.200 dollar pr. ounce i begyndelsen af december mod ca. 700 dollar sidste efterår, jf. figur 6. Det kan bl.a. tilskrives store køb af guld fra centralbanker i flere vækstøkonomier og dollarens svækkelse.

I midten af oktober godkendte Islands parlament en statsgaranti for forpligtelser på lån fra Storbritannien og Holland til den islandske indskydergarantifond. Lånene skal dække indskyderes tab på garanterede lcesave-konti i forbindelse med krakket i Landsbanki i efteråret 2008. Herefter godkendte IMF's bestyrelse første programvurdering af lånearrangementet med Island med tilhørende udbetaling af lån, og betingelserne blev dermed opfyldt for udbetaling af de nordiske landes lån til Island.

For at sikre tilstrækkelige udlånsressurser har det internationale samfund i løbet af 2009 taget en række initiativer med henblik på at tilføre IMF yderligere midler. Danmark bidrager til denne resursetilførsel, og Nationalbanken har pr. 4. november 2009 indgået en låneaftale på 1,95 mia.euro med IMF, jf. artikel Nationalbankens finansielle mellemværender med Den Internationale Valutafond, IMF, side 67.

GULDPRIS

Figur 6



Anm.: 1 (troy) ounce svarer til 31,103 gram, så med en valutakurs på 5 kr. pr. dollar kostede 1 kg guld i starten af december ca. 193.000 kr. Seneste observation er 2. december 2009.

Kilde: Reuters EcoWin.

Økonomisk politik

For at begrænse de negative økonomiske konsekvenser af den finansielle krise har myndighederne i de fleste industrilande lempet penge- og finanspolitikken og støttet de finansielle markeders funktion. Det store spørgsmål er, hvornår, hvor hurtigt og hvordan de omfattende lempelser skal trækkes tilbage. Det indebærer en række udfordringer i form af inflationsrisici, finanspolitisk holdbarhed, langsigtet vækstpotentiale og finansiell stabilitet.

G20-landene er i forbindelse med den økonomiske krise blevet det centrale forum for internationalt økonomisk-politisk samarbejde, jf. boks 2. På G20-topmødet i september enedes stabs- og regeringscheferne om at forberede strategier for tilbagetrækning ("exit") af den ekstraordinært lempelige politik og at gennemføre tilbagerulningen koordineret, når tiden er inde. IMF har som bidrag til diskussionen i G20-regi formuleret nogle principper for tilbagetrækning af de omfattende lempelser. Hovedbudskabet er, at den ikke bør indledes, før der er opnået vished om, at den økonomiske fremgang er selvbærende. Strategierne skal desuden kommunikeres klart og i god tid. Specielt bør der foreligge en klar plan for den finanspolitiske konsolidering, hvorimod pengepolitikken er mere fleksibel og hurtigere kan tilpasse sig.

Pengepolitikken er fortsat stærkt ekspansiv i de fleste lande. Australien, Israel og Norge har i efteråret gennemført de første pengepolitiske

G20-LANDENES NYE RAMMER FOR ØKONOMISK-POLITISK SAMARBEJDE	Boks 2
Ved G20-topmødet i Pittsburgh i september 2009 enedes G20-landenes statsledere om, at G20 fremover skal være det centrale forum for internationalt økonomisk-politisk samarbejde. Det besluttedes at koordinere landenes økonomiske politik inden for et "Framework for Strong, Sustainable and Balanced Growth". Tanken er, at G20 skal bedømme konsekvenserne af landenes økonomiske politik set under ét og på den baggrund træffe beslutninger om fælles økonomiske målsætninger og initiativer. I november mødtes G20-landenes finansministre og centralbankchefer bl.a. for at konkretisere udformningen af de nye rammer for økonomisk-politisk koordinering, der fremadrettet skal sikre solid, holdbar og balanceret vækst. IMF vil blive hovedleverandør af analyser, der skal danne baggrund for vurderingerne i G20-regi. Tidsplanen er, at de nationale økonomisk-politiske programmer og prognoser skal fremlægges i januar 2010, og at der i april 2010 skal foreligge den første vurdering af, om G20-landenes nationale og regionale økonomiske politik lever op til de fælles målsætninger. Vurderingen skal afføde en række mulige politiktiltag for at opfylde målsætningerne, som statslederne kan diskutere ved det næste G20-topmøde i juni 2010. Endelig skal der udvikles mere konkrete politikanbefalinger forud for topmødet i Korea i november 2010.	

renteforhøjelser siden den globale økonomiske krises begyndelse. I USA, euroområdet og Storbritannien er de pengepolitiske renter fortsat rekordlave på henholdsvis 0-0,25 pct., 1,0 pct. og 0,5 pct. Med udsigt til en moderat økonomisk fremgang og afdæmpet inflation venter markedsdeltagere, at centralbankerne i de fleste industrilande fastholder den lempelige pengepolitik en rum tid endnu.

Ud over historisk lave pengepolitiske renter har mange centralbanker gjort brug af kvantitative lempelser i form af rigelig likviditetstilførsel og køb af værdipapirer. I takt med normaliseringen af forholdene på de finansielle markeder mindskes efterspørgslen efter nogle af tiltagene, så der i et vist omfang sker en automatisk udfasning af de kvantitative lempelser. Den amerikanske centralbank, Federal Reserve, Fed, forlængede ved det pengepolitiske møde i august perioden for opkøb af både stats- og realkreditobligationer, men udvidede ikke rammen. Medio november meddelte Fed, at de pr. 14. januar vil reducere løbetiden på nogle af deres ekstraordinære likviditetsfaciliteter som følge af forbedrede forhold på de finansielle markeder. Den Europæiske Centralbank, ECB, har kun i begrænset omfang købt værdipapirer og hovedsageligt benyttet sig af ekstraordinære likviditetstildelinger. Ved det pengepolitiske møde i begyndelsen af december fastlagde ECB rammerne for en gradvis udfasning af udlånsordninger med længerevarende løbetid. For den sidste operation med 12 måneders løbetid vil renten ikke længere være fast, men følge den faktiske udvikling i ECBs minimumsbudrente i lånets løbetid. Bank of England har i begyndelsen af november derimod

udvidet rammen for opkøb af britiske obligationer med yderligere 25 mia.pund til i alt 200 mia.pund og har således lempet pengepolitikken yderligere.

Massive finanspolitiske lempelser i de fleste industrilande fører til kraftigt stigende budgetunderskud og offentlig gæld. Forværringen af de offentlige finanser fordrer en betydelig finanspolitisk konsolidering inden for en overskuelig årrække – især set i lyset af stigningen i aldringsrelaterede udgifter til sundhed og pensioner, der sætter ind i de fleste industrilande i de kommende år.

I USA venter Kongressens budgetkontor i 2010 et underskud på knap 10 pct. af BNP og en offentlig gæld på godt 60 pct. af BNP. Ifølge Europa-Kommissionen overskrider næsten alle EU-lande i 2010 Stabilitets- og Vækstpagtens grænse for budgetunderskud på 3 pct. af BNP, og for EU som helhed ventes et underskud på 6,9 pct. i år og 7,5 pct. i 2010. Knap halvdelen af EU-landene overskrider til næste år kravet om en offentlig gæld på højst 60 pct. af BNP. Dermed ventes de fleste EU-lande at være i Stabilitets- og Vækstpagtens underskudsprocedure i 2010.

Kommissionen har lagt op til en finanspolitisk konsolidering fra 2011 i de fleste EU-lande på væsentligt mere end Stabilitets- og Vækstpagtens mindstekrav på 0,5 pct. af BNP om året på den strukturelle saldo. I Tyskland besluttedes i september en mellemfristet finanspolitisk regel, der på baggrund af Kommissionens skøn vil indebære en gennemsnitlig årlig konsolidering på lidt over 0,6 pct. af BNP frem til 2016. Det er en betydelig udfordring at få gennemført den nødvendige konsolidering af de offentlige finanser, navnlig når konjunkturerne er svage. Under den seneste højkonjunktur var den finanspolitiske konsolidering mindre end 0,5 pct. om året i EU som helhed, dvs. i en væsentligt mere gunstig konjunktursituation end den nuværende.

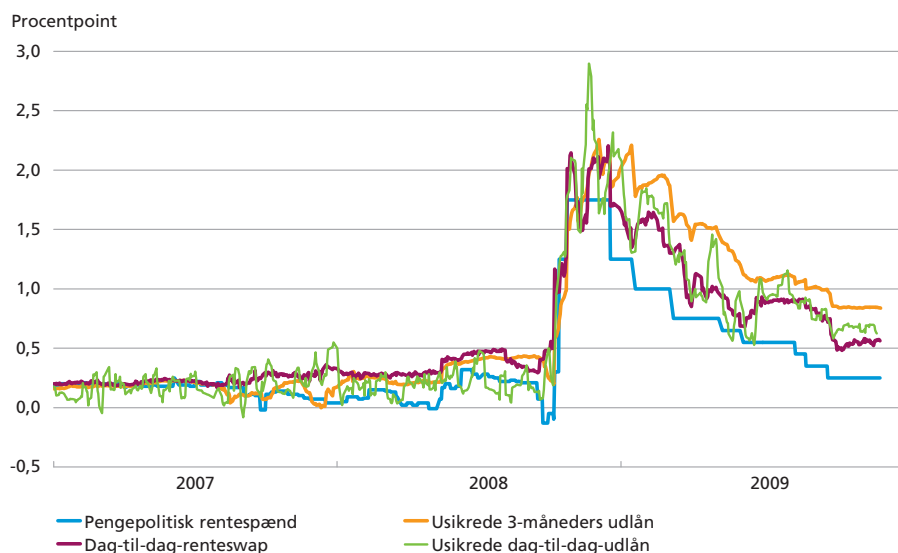
DANSK ØKONOMI: PENGE- OG VALUTAFORHOLD

Kronen har i de seneste måneder ligget stabilt over for euroen tæt på centralkursen i ERM2.

ECB har gennemført en omfattende tilførsel af likviditet til euroområdet banker, siden finanskrisen eskalerede i efteråret 2008. Det har betydet, at de korte pengemarkedsrenter i euroområdet har ligget klart under ECBs udlånsrente, mens de i Danmark overvejende har fulgt Nationalbankens pengepolitiske renter. Dermed har spændet mellem pengemarkedsrenterne i Danmark og euroområdet været noget højere end det tilsvarende spænd mellem de pengepolitiske renter, jf. figur 7. Det er dermed blevet attraktivt at placere midler i kroner, hvilket har øget efterspørgslen efter kroner mod euro.

UDVALGTE RENTESPÆND MELLEM DANMARK OG EUROOMRÅDET

Figur 7



Anm.: Det pengepolitiske rentespænd er forskellen mellem Nationalbankens udlånsrente og ECBs skæringsrente ved de primære markedsoperationer. Rentespændet for usikrede dag-til-dag-udlån er et centreret glidende gennemsnit over 5 bankdage af forskellen mellem Tomorrow/Next-renten og Eonia. Rentespændet for usikrede 3-måneders udlån er forskellen mellem 3-måneders Cibor og Euribor. Rentespændet for renteswaps er baseret på en 3-måneders renteswap med dag-til-dag-renten. Seneste observation er 1. december 2009.

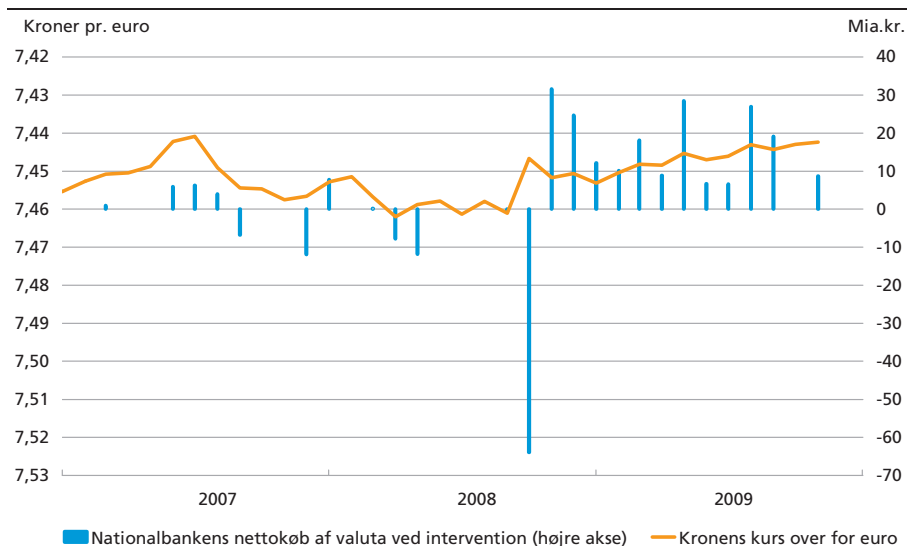
Kilde: Danmarks Nationalbank og Reuters EcoWin.

Efterspørgslen efter kroner på valutamarkedet førte til, at Nationalbanken har købt valuta i betydeligt omfang, jf. figur 8. Valutareserven steg gennem 3. kvartal 2009 med 63,6 mia.kr. til 393,8 mia.kr. ved udgangen af september. Heraf kan 52,6 mia.kr. henføres til Nationalbankens interventioner i valutamarkedet i 3. kvartal.

På den baggrund satte Nationalbanken med virkning fra 25. september udlånsrenten ned med 0,1 procentpoint til 1,25 pct. Samtidig blev renten på indskudsbeviser sat ned med 0,1 procentpoint til 1,15 pct. Med virkning fra 29. september satte Nationalbanken indskudsbevisrenten yderligere ned med 0,15 procentpoint til 1,0 pct. Samtidig blev foliorenten sat ned med 0,1 procentpoint til 0,9 pct., mens diskontoen blev fastholdt på 1,0 pct.

Efter rentenedsættelserne i slutningen af september er Nationalbankens interventioner mindsket markant. Valutareserven blev formindsket i oktober, idet staten indfriele udlandslån for 17,7 mia.kr. Ved udgangen af november var valutareserven 383,4 mia.kr.

Rentespændet til euroområdet har gennem 2009 været forholdsvis højt for de usikrede referencerenter for pengemarkedet (Cibor og Euribor), som beregnes på basis af satser, der indberettes af større pengeinstitutter, jf. figur 7. Denne tendens er forstærket siden august. I begyn-

KURSEN PÅ EURO OG NATIONALBANKENS INTERVENTION I VALUTAMARKEDET Figur 8

Anm.: Kursen på euro er månedlige gennemsnit, mens Nationalbankens intervention er opgjort som nettokøb af valuta pr. måned. Seneste observation er november 2009.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

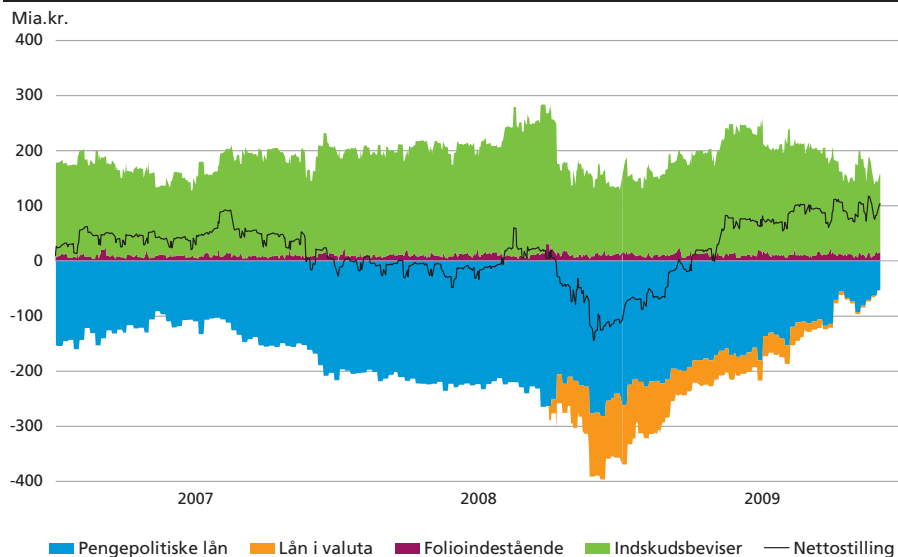
delsen af december var det 7-dages usikrede rentespænd for reference-renterne 0,2 procentpoint højere end spændet mellem de usikrede renter, der handles til på dag-til-dag-pengemarkederne i henholdsvis Danmark og euroområdet. Markedskoncentrationen i den finansielle sektor i Danmark er forholdsvis høj, hvilket kan medvirke til, at ændringer i de handlede markedsrenter er længere om at slå igennem på de usikrede referencerenter.

Ændringerne i de pengepolitiske renter, der trådte i kraft den 29. september, betød samtidig, at marginalen mellem udlånsrenten og indskudsbevisrenten øgedes fra 0,1 til 0,25 procentpoint. Dermed styrkes incitamentet til, at penge- og realkreditinstitutterne i højere grad udligner indbyrdes likviditetsforskelle via pengemarkedet frem for at gøre brug af Nationalbankens faciliteter. Fra den 28. september og til begyndelsen af december har institutterne nedbragt deres låntagning (ekskl. lån i valuta) i Nationalbanken med 61 mia.kr., mens deres indestående på folio og beholdningen af indskudsbeviser under ét er mindsket med 28 mia.kr. I denne periode er institutternes nettostilling over for Nationalbanken dermed øget med 33 mia.kr., jf. figur 9. Det er vanskeligt at opgøre præcist, hvor stor en del af institutternes reducerede bruttoudnyttelse af Nationalbankens faciliteter, der kan henføres til rentemarginalen.¹

¹ Udviklingen i Nationalbankens balance under den finansielle krise er nærmere behandlet i artiklen på side 105.

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES NETTOSTILLING OVER FOR NATIONALBANKEN

Figur 9



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 1. december 2009.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Nationalbanken har ikke afholdt valutaauktioner i forbindelse med swapaftalerne med Fed og ECB siden den 15. september. I takt med den fortsatte normalisering på valutamarkederne har pengeinstitutterne således kunnet dække deres behov for at låne valuta uden hjælp fra Nationalbanken. Siden den 25. november har pengeinstitutterne ikke længere lånt af valuta i Nationalbanken. Nationalbankens swapaftale med Fed udløber den 1. februar 2010.

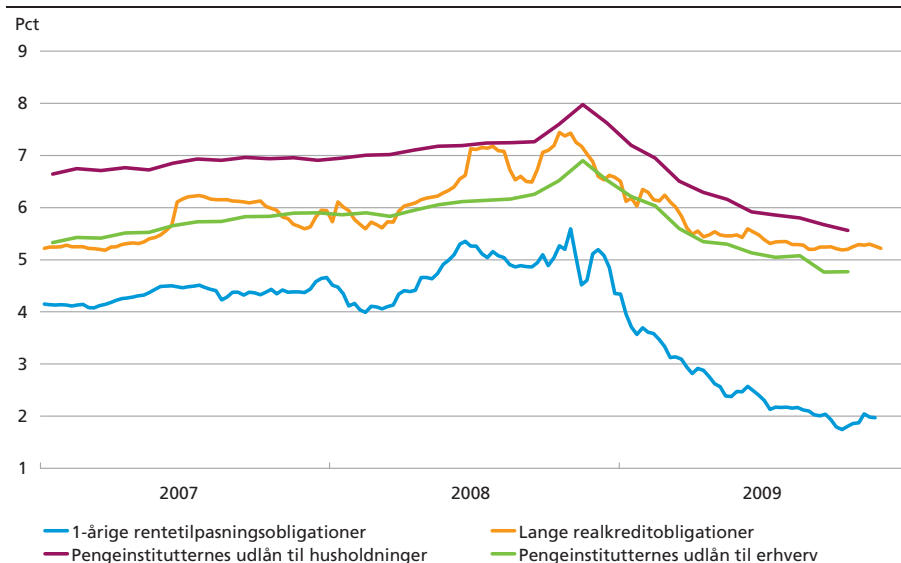
Penge- og realkreditinstitutternes renter og kreditudviklingen

Renten på såvel korte som lange danske realkreditobligationer har udviklet sig forholdsvis stabilt i løbet af de seneste måneder. Ved udgangen af november faldt renten på 1-årige rentetilpasningsobligationer lidt til 1,7 pct., mens den lange rente var 5,2 pct., hvilket svarer til niveauet midt i september, jf. figur 10.

Auktioner for refinansiering af rentetilpasningslån er i år spredt ud over flere uger fra midt i november til midt i december. Udeståendet af obligationer til rentetilpasningslån med forfald i januar 2010 er opgjort til knap 660 mia.kr. Den samlede størrelse af refinansieringsauktionerne bliver imidlertid på ca. 520 mia.kr. Forskellen skyldes, at nogle låntagere på forhånd har valgt at kurssikre lån eller omlægge til anden låneform. Som følge af den aktuelt korte obligationsrente kan boligejere og andre

RENTER PÅ REALKREDITOBLIGATIONER OG PENGEINSTITUTTERNES UDLÅN

Figur 10



Anm.: Den 1-årige rente på rentetilpasningsobligationer er ugentligt gennemsnit. Den lange realkreditobligationsrente er en gennemsnitlig effektiv rente baseret på 30-årige konverterbare realkreditobligationer, opgjort ugentligt. Pengeinstitutternes udlånsrenter er månedsgennemsnit for udestående forretninger. Seneste observation er 27. november 2009, henholdsvis oktober 2009.

Kilde: Nordea Analytics, Realkreditrådet og Danmarks Nationalbank.

låntagere med rentetilpasningslån se frem til betydeligt lavere renteudgifter efter nytår. Realkreditrådet og Realkreditforeningen aftalte den 12. oktober med Nationalbanken, at foreningernes medlemmer gennemfører tiltag, der vil resultere i en mere hensigtsmæssig og jævn fordeling af tidspunktet for refinansiering af rentetilpasningslån end hidtil. Herved undgås en yderligere ophobning af refinansieringer omkring årsskiftet i de kommende år.

Da den finansielle uro eskalerede i efteråret 2008, steg rentespændet mellem realkreditobligationer og statsobligationer i såvel euroområdet som Danmark. Det førte til, at Økonomi- og Erhvervsministeriet indgik en aftale med Forsikring og Pension med henblik på at sikre markedsstabilitet og forebygge systematisk frasalg af danske realkreditobligationer, hvilket kunne medføre unødige tab for pensionsopsparere.¹ Aftalen løb frem til udgangen af 2009, og siden den blev indgået, er spændet mellem realkredit- og statsobligationer svundet ind til et mere normalt leje. Parterne blev den 27. oktober enige om at forlænge aftalen med ét år, så den nu udløber med udgangen af 2010.

¹ Aftalen er nærmere beskrevet i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2008, side 36-37.

Pengeinstitutternes ud- og indlånsrenter er, som det også er tilfældet med de korte obligationsrenter, faldet på baggrund af de lavere pengepolitiske renter, jf. figur 10.

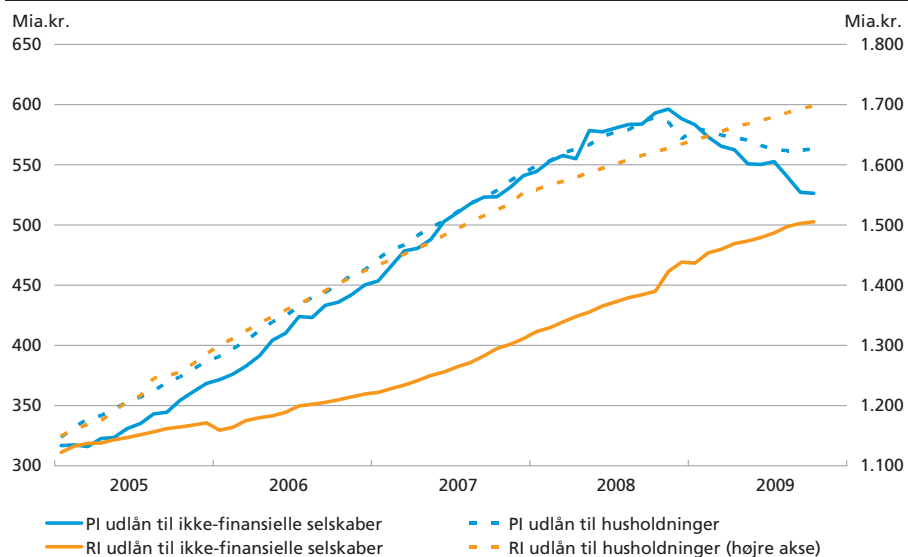
Penge- og realkreditinstitutternes samlede udlån til erhverv er faldet med knap 50 mia.kr. gennem 2009, og udlån til husholdninger er steget med knap 45 mia.kr.

Siden sommeren 2009 har udlån fra pengeinstitutterne til husholdninger ligget stabilt omkring 560 mia.kr., mens udlån til erhverv er faldet yderligere til omkring 525 mia.kr. ved udgangen af oktober, jf. figur 11. For realkreditinstitutterne er udlån til både erhverv og husholdninger fortsat med at stige.

Der er således sket en forskydning fra banklån til realkreditlån. Udviklingen er i overensstemmelse med Nationalbankens udlånsundersøgelse, ifølge hvilken institutterne har krævet mere sikkerhed for lån. Hertil kommer, at renten på korte realkreditlån faldt med ca. 1 procentpoint i løbet af 2008 i forhold til pengeinstitutternes udlånsrenter over for såvel husholdninger som erhverv, og rentespændet er forblevet på dette højere niveau igennem 2009, jf. figur 10. Det mindre fald i pengeinstitutternes udlånsrenter skal ses på baggrund af, at banklån er mere risikable end realkreditlån. Banklån sker i stor udstrækning uden sikkerhed, mens realkreditlån optages med sikkerhed. I forbindelse med finanskrisen og

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERS UDLÅN TIL HUSHOLDNINGER OG ERHVERV

Figur 11



Anm.: RI er realkreditinstitutter. PI er pengeinstitutter. Sæsonkorrigerede data. Udestående udlån fra penge- og realkreditinstitutter placeret i Danmark. Seneste observation er oktober 2009.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

det økonomiske tilbageslag er risikopræmierne steget. Dermed bliver banklån dyrere i forhold til realkreditlån, hvilket gør realkreditlån mere attraktive for husholdninger og erhverv.

Tendensen til en forskydning fra banklån til realkreditlån kan genfindes i Nationalbankens seneste udlånsundersøgelse. I 3. kvartal 2009 berettede pengeinstitutterne om en aftagende efterspørgsel efter lån fra både erhvervskunder og husholdninger i forhold til 2. kvartal. Realkreditinstitutterne angav derimod uændret efterspørgsel fra erhvervskunder og stigende efterspørgsel fra private.

Ifølge udlånsundersøgelsen strammede penge- og realkreditinstitutterne ikke kreditpolitikken yderligere i 3. kvartal. Det skal dog ses i lyset af, at kreditpolitikken blev strammet væsentligt i begyndelsen af 2009.

DANSK ØKONOMI: REALØKONOMISKE FORHOLD

Økonomisk aktivitet

Den økonomiske aktivitet målt ved BNP i faste priser faldt efter sæsonkorrektur med 2,6 pct. i 2. kvartal 2009 i forhold til 1. kvartal. Det er fjerde kvartal i træk med negativ vækst i Danmark, og i forhold til 2. kvartal er der tale om et fald på 7 pct. Stabiliseringen af den danske økonomi kommer dermed senere end hos de største af vores samhandelsparter, idet både euroområdet og USA havde et begrænset produktionsfald i 2. kvartal og positiv vækst i 3. kvartal.

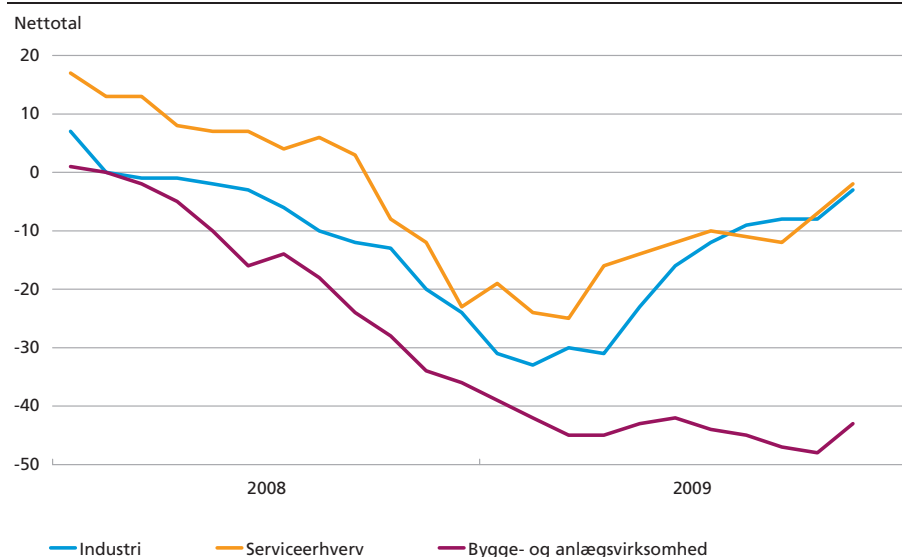
Der er imidlertid flere indikatorer, som peger i retning af en stabilisering af den danske økonomi i 3. kvartal¹. Fremadrettet kan den begyndende økonomiske vending i udlandet være med til at trække aktiviteten i Danmark op gennem øget eksport. Dertil kommer, at lagrene i industri- og engroshandel fortsat faldt i 3. kvartal, men i mindre grad end 2. kvartal, jf. lagerværdistatistikken. Efterhånden som faldet i lagrene aftager, vil det bidrage positivt til væksten. Der ventes et langsomt opsving med beskeden vækst. Der vil gå mange kvartaler, før det seneste års produktionstab vil være indhentet, så ledigheden forventes at stige en tid endnu.

Industriproduktionen er fortsat med at falde siden sommeren, men tilbagegangen i produktionen er aftaget i forhold til det kraftige fald i begyndelsen af 2009, og pessimismen inden for industrien er blevet mindre, jf. figur 12. Industriens forventningsindikator for produktionen i de kommende tre måneder har været positiv siden juli, mens forventningerne til beskæftigelse og salgspriser i industrien stadig var negative i

¹ Nationalregnskabet for 3. kvartal 2009 offentliggøres efter planen 22. december 2009.

ERHVERVENES FORVENTNINGSINDIKATORER

Figur 12



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

Kilde: Danmarks Statistik.

november. I serviceerhvervene er konjunkturbarometeret steget, og der er positive forventninger til omsætningen i de kommende måneder. Derimod er der stadig udbredt pessimisme hos byggevirksomhederne. Byggesektorens forventning til beskæftigelse og vurdering af ordrebeholdningen steg i november, men ligger stadig på et meget lavt niveau sammenlignet med tidligere år.

Selv om konjunkturbarometrene er på vej op, vidner omfanget af erklærede konkurser stadig om vanskelige tider for de private erhverv. Antallet af konkurser er steget kraftigt siden foråret 2008, og i november blev der registreret 507 konkurser, når man tager højde for sæsonudsving. De fleste konkursramte virksomheder er under 5 år gamle og har færre end 10 ansatte.

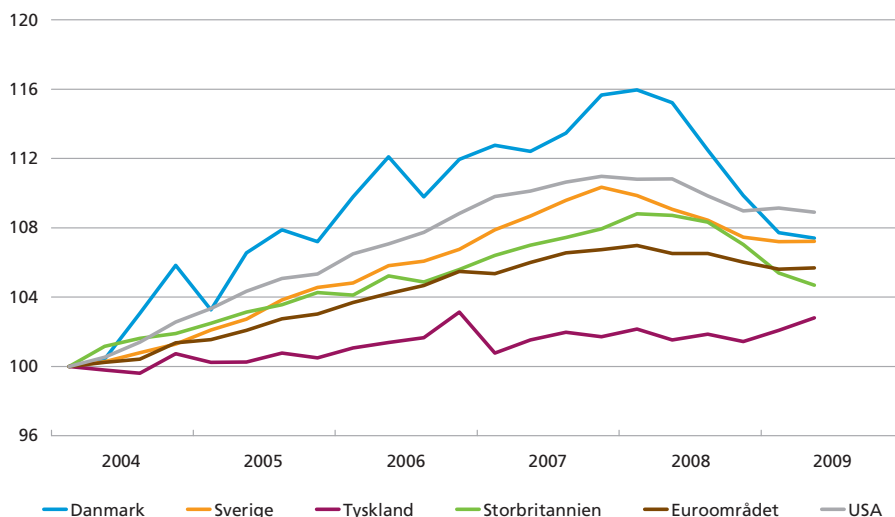
Forbrugertilliden er steget siden foråret, men har endnu ikke resulteret i stigende forbrug. Det private forbrug er faldet uafbrudt siden 1. kvartal 2008. Nedgangen har siden krisens begyndelse været større i Danmark end i de lande, vi normalt sammenligner os med, jf. figur 13, men det steg tilsvarende stærkt under det meget kraftige opsving i Danmark forud for krisen.

Detailomsætning og salg af personbiler til husholdninger faldt fra 2. til 3. kvartal og peger dermed ikke i retning af en vending i det private forbrug i 3. kvartal. I oktober steg både detailsalg og bilsalg til husholdninger. Detailsalget steg med 1,1 pct., hvilket er den største månedlige stigning siden september 2008, og skyldes især større salg af beklædning

PRIVAT FORBRUG I FASTE PRISER I UDVALGTE LANDE

Figur 13

Indeks, 1. kvrt. 2004 = 100



Anm.: Sæsonkorrigerede serier. Seneste observation er 2. kvartal 2009.

Kilde: Reuters EcoWin for USA og Eurostat for de øvrige.

og andre forbrugsvarer. Forventninger om højere ledighed og et markant fald i husholdningernes nettoformue siden midten af 2007 har øget opsparringstilbøjeligheden. Faldet i nettoformuen frem til 1. kvartal 2009 skyldes faldende boligpriser og aktiekurser, jf. boks. 3. Nettoformuen var omtrent uændret fra 1. til 2. kvartal 2009, men stabiliseringen har endnu ikke øget forbruget.

Boligmarkedet

Ifølge Realkreditrådets statistik indtraf de første små tegn på en stabilisering af boligpriserne i 3. kvartal 2009. Faldet i kontantpriserne på parcel- og rækkehuse er bremset, mens priserne steg lidt på ejerlejligheder. Den gennemsnitlige pris på handlede huse var 10,8 pct. lavere i 3. kvartal 2009 end i samme kvartal sidste år, mens lejlighedspriserne var 12,4 pct. lavere.

Antallet af solgte boliger steg ifølge Danmarks Statistik med 10,4 pct. i 2. kvartal, når der korrigeres for sæsonudsving. Det er første gang siden slutningen af 2007, at det samlede antal bolighandler stiger. Antallet af bolighandler fortsatte med at stige i 3. kvartal ifølge Realkreditrådet, jf. figur 15. I forhold til 3. kvartal 2008 lå omsætningen af parcel- og rækkehuse godt 13 pct. lavere, mens handelsaktiviteten af ejerlejligheder var knap 15 pct. højere. Liggetiderne er fortsat meget høje, men har stabiliseret sig de seneste måneder omkring knap 8 måneder for både huse og ejerlejligheder.

HUSHOLDNINGERNES FORMUE OG OPSPARING

Boks 3

Husholdningernes samlede nettoformue var ultimo 2. kvartal 2009 lidt over 2.500 mia.kr. Det betyder, at nettoformuen er faldet med næsten 1.000 mia.kr. siden toppen i 2. kvartal 2007. Nedgangen afspejler såvel faldende værdi af husholdningernes boliger og aktier som stigende gældsætning.

Målt i forhold til den disponible indkomst er formuen dog fortsat pæn set i et længere perspektiv, jf. figur 14. Den høje formuekvote skyldes især en fortsat høj bolig- og pensionsformue.

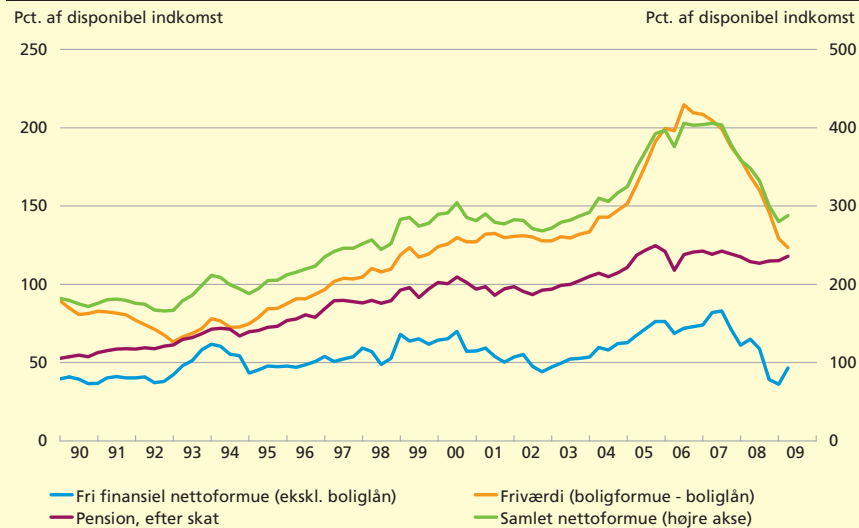
Pensionsformuerne har været jævnt stigende igennem de sidste 30 år bl.a. som følge af, at arbejdsmarkedspensioner er blevet mere udbredte. Det Økonomiske Råd finder, at den stigende pensionsopsparing ikke reducerer anden opsparing væsentligt. De beregner fortrængningseffekten af arbejdsmarkedspensionerne til kun at være omkring 20 pct., dvs. at 1 kr. ekstra opsparing i en arbejdsmarkedspension forøger den samlede formue med 80 øre, jf. Det Økonomiske Råd, *Dansk Økonomi*, forår 2008, kapitel 2.

Friværdien målt i forhold til den disponible indkomst er fra begyndelsen af lavkonjunkturen i 1990'erne steget fra at udgøre omkring 90 pct. af den disponible indkomst til at udgøre ca. 120 pct. ved udgangen af 2. kvartal 2009. Set over en længere periode begyndende i 1973 har friværdien gennemsnitligt udgjort omkring 130 pct. af den disponible indkomst, altså lidt over det nuværende niveau.

Den frie finansielle nettoformue har derimod ligget relativt stabilt omkring 50 pct. af den disponible indkomst. I forbindelse med kraftigt faldende aktiepriser er den faldet fra omkring 75 pct. i 2007 til 50 pct. ved udgangen af 2. kvartal 2009.

HUSHOLDNINGERNES FORMUE

Figur 14

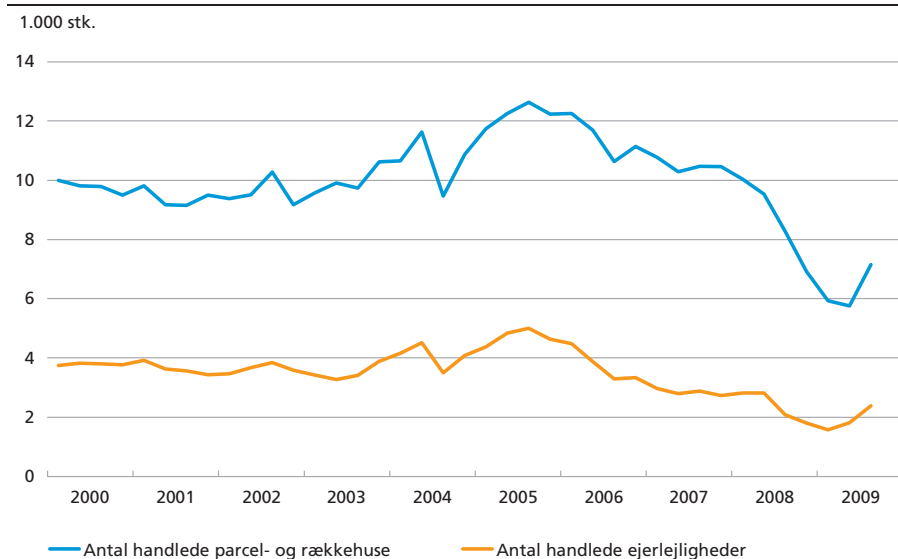


Anm.: Husholdningssektoren er inkl. selvstændige erhvervsdrivende og non-profit-institutioner. Opgørelsen af boligformuen medtager ikke værdien af erhvervsbygninger, ubebyggede grunde og varige forbrugsgoder. Pensionsformue efter skat er defineret som 50 pct. af pensionsformuen (skønnet efter-skat-værdi), inkl. indestående i ATP, LD og SP og ekskl. ikke-opsparingsbaserede pensioner. Fri finansiell nettoformue er værdien af finansielle aktiver, der ikke er placeret i en pensionsordning, fratrukket værdien af de finansielle passiver bortset fra boliglån. Egen sæsonkorrektur af den disponible indkomst er inkl. ændringer i husholdningernes pensionskassereserver. Seneste observation er 2. kvartal 2009.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

ANTAL HANDLER PÅ BOLIGMARKEDET

Figur 15



Anm.: Sæsonkorrigerede serier. Seneste observation er 3. kvartal 2009

Kilde: Realkreditrådet. Statistikken omfatter de handler, hvor der indgår realkreditbelåning og dækker dermed ca. 80 pct. af alle handler.

Boligmarkedet er begyndt at vise tegn på stabilisering, som kan tilskrives det meget lave renteniveau og stigningen i de disponible indkomster. En tilsvarende udvikling er set i andre lande, som også havde en kraftig stigning i boligpriserne under højkonjunktoren. Udsigterne til fortsat stigende ledighed og risikoen for stigende renter kan vende billedet og svække boligmarkedet.

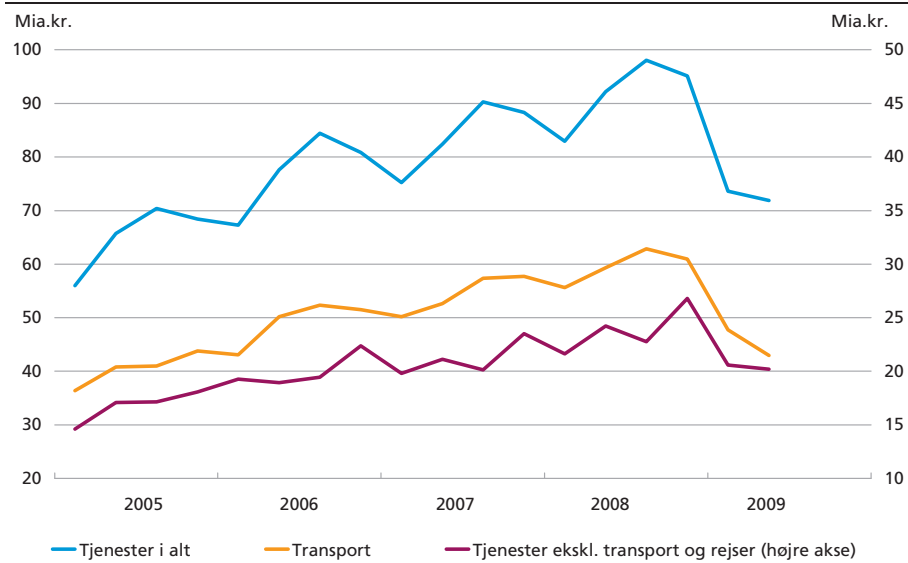
Udenrigshandel og betalingsbalance

Udenrigshandlen viste svage tegn på vending i 3. kvartal 2009. Værdien af vareeksporten (ekskl. skibe mv.) steg svagt efter fire kvartaler med fald. Stigningen skyldtes især større energieksport som følge af stigende oliepriser, mens industrieksporten var stort set uændret. Vareimporten (ekskl. skibe mv.) steg med 2 pct. fra 2. til 3. kvartal, især som følge af øget import til erhverv. Da vareimporten steg lidt mere end eksporten, blev handelsbalancen forværret i 3. kvartal efter en forbedring i 1. halvår 2009.

Værdien af tjenesteeksporten er faldet med knap en fjerdedel det seneste år. Det skyldes især færre indtægter fra søtransport, som er blevet ramt hårdt af nedgang i verdenshandel og lavere fragtrater. Dertil kommer, at fragtraterne også er presset af stigende kapacitet i den globale handelsflåde. Antallet af nye skibsordrer steg, mens fragtraterne var høje under opsvinget, og på grund af lang produktionstid forøges kapaciteten fortsat.

EKSPORT AF TJENESTER

Figur 16



Anm.: Seneste observation er 2. kvartal 2009.

Kilde: Danmarks Statistik.

Eksporten af øvrige tjenester såsom konsulentytelser, data- og kommunikationsytelser mv. er reduceret det seneste år efter at være steget kraftigt i perioden 2005-08, jf. figur 16.

Importen af tjenester er faldet det seneste år, men mindre end eksporten. Således er nettooverskuddet på tjenestehandel blevet mindre. Ifølge betalingsbalancestatistikken var nettooverskuddet på tjenestehandel godt 30 mia.kr. fra oktober 2008 til september 2009 mod ca. 50 mia.kr. i samme periode året før.

Bidraget fra formueindkomst er vokset, så samlet set er overskuddet på betalingsbalancen steget. I perioden oktober 2008 til september 2009 var det samlede overskud på betalingsbalancen 55 mia.kr., godt 14 mia.kr. mere end i samme periode sidste år.

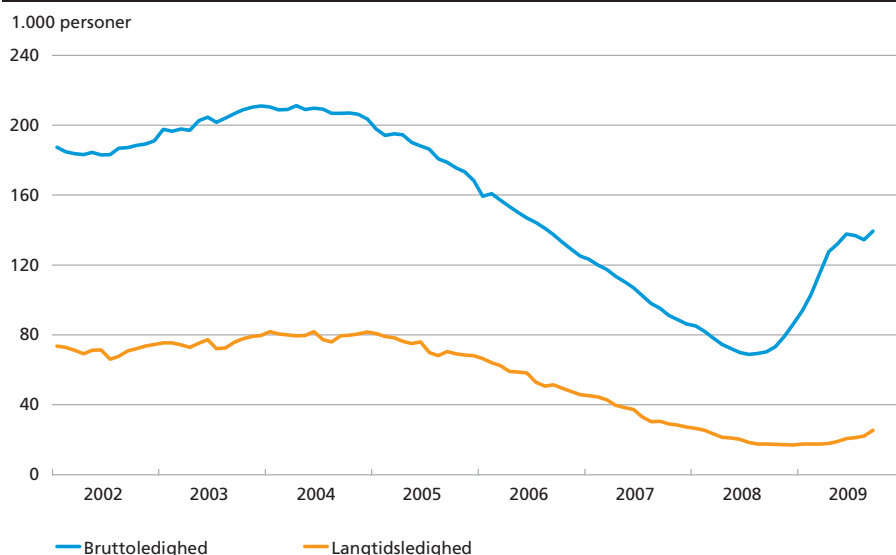
Arbejdsmarked og løn

Fra juni til oktober 2009 steg den sæsonkorrigerede ledighed med gennemsnitligt 3.800 personer om måneden, hvilket er et noget langsommere tempo end i 1. halvår 2009, hvor den månedlige stigning var på knap 7.000 personer. Ifølge Danmark Statistiks stikprøvebaserede arbejdskraftundersøgelse er det især gruppen af ledige, der har søgt arbejde i 3-12 måneder, som er steget gennem 2009. Denne gruppe udgjorde i 3. kvartal 2009 45 pct. af det samlede antal ledige i undersøgelsen.

Langtidsledigheden vil stige i de kommende måneder i takt med, at ledigheden stiger. En stor del af de ledige finder stadig relativt hurtigt

BRUTTOLEDIGHED OG LANGTIDSLEDIGHED

Figur 17



Anm.: Sæsonkorrigerede serier. Bruttoledighed inkluderer dagpengemodtagere, kontanthjælpsmodtagere og aktiverede. Langtidsledighed er opgjort som fuldtidspersoner i måneden, der har været ledige eller i aktivering i mere end 80 pct. af tiden de seneste 12 måneder. Seneste observation er september 2009.

Kilde: Register for ArbejdsMarked, RAM, og Beskæftigelsesministeriets forløbsdatabase, DREAM.

beskæftigelse igen, så langtidsledigheden er hidtil kun steget beskedent, jf. figur 17. For personer, som bliver ledige, tager det ifølge Beskæftigelsesministeriet i gennemsnit 3 uger længere at forlade dagpengesystemet end før den økonomiske krise. Der er stadig en større andel ledige, som finder job inden 3 måneder, end da ledigheden steg i 2002 og 2003.

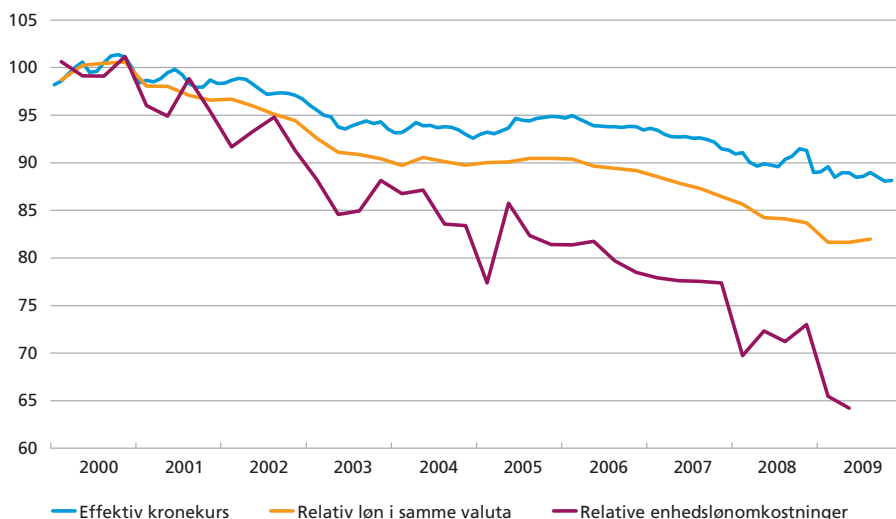
Lønstigningerne på det private arbejdsmarked er aftaget i takt med den økonomiske nedgang. Ifølge Danmarks Statistik var den årlige lønstigningstakt i den private sektor 2,8 pct. i 3. kvartal 2009, hvilket er en lidt mindre stigning end i 2. kvartal. I den trængte bygge- og anlægssektor faldt lønstigningstakten til 1,7 pct. år-til-år. Den årlige stigningstakt for de offentlige lønninger faldt fra 2. til 3. kvartal 2009, men var stadig på et højt niveau. Lønstigningen i kommuner og regioner var 5,1 pct. i 3. kvartal i forhold til 3. kvartal 2008. De offentlige lønstigningstakter forventes fortsat at aftage de kommende kvartaler i takt med, at overenskomsterne udmøntes. Krisen har lagt en dæmper på arbejdsmarkedet herhjemme såvel som i udlandet, men lønstigningerne i fremstillingssektoren i Danmark lå i 3. kvartal stadig højere end i vores vigtigste samhandelslande.

Den forholdsvis høje lønstigningstakt i Danmark over en længere år-række har i kombination med en styrket effektiv kronekurs og en sær-

LØNKONKURRENCEEVNE I INDUSTRIEN

Figur 18

Indeks, 2000 = 100



Anm.: Relativ løn og relative enhedslønomkostninger er udlandets i forhold til Danmarks i samme valuta i industrien. Enhedslønomkostninger er lønsum divideret med BVT i faste priser i industrien. Et fald i et indeks angiver en svækkelse af lønkonkurrenceevnen.

Kilde: Danmarks Statistik, OECD og Danmarks Nationalbank.

deles svag produktivitetsudvikling ført til en svækkelse af den danske lønkonkurrenceevne med omtrent 35 pct. siden årtusindeskiftet, jf. figur 18. I samme periode er bytteforholdet for varer ekskl. energi forbedret med ca. 8 pct.

Priser

Inflationen, målt ved HICP-indekset, er aftaget gennem året og var i oktober 0,6 pct. Trods den afdæmpede prisudvikling ligger forbrugerprisinflationen stadig et stykke over euroområdet, som i oktober faldt med 0,1 pct.år-til-år. Kerneinflationen, som ekskluderer energi- og fødevarerpriser, var 1,7 pct. år-til-år i oktober. Det afspejler et lidt lavere prispres, men kerneinflationen er stadig højere end i euroområdet. Den indenlandsk markedsbestemte inflation, IMI, der måler udviklingen i virksomhedernes lønomkostninger og avancer, ligger på et højt niveau og var i oktober 5,9 pct. år-til-år. Priserne på input i produktionen, såsom råvarer, ligger under niveauet for et år siden. Da virksomheder typisk viderefører et fald i inputpriserne til forbrugerne med en vis forsinkelse, giver det sig udslag i en stigning i IMI.

Økonomisk politik

Den økonomiske vækst var negativ i Danmark i 2. kvartal 2009. Vendingen i konjunkturerne har i 3. kvartal vist sig hos vore største samhan-

delsparter, mens der er tegn på en stabilisering af den danske økonomi i 3. kvartal. De bedre internationale konjunkturer kan være med til at trække dansk økonomi i gang i den kommende tid, men vendingen tegner til at blive langsom.

Finanslovaftalen for 2010 og tidligere trufne beslutninger indebærer en ekspansiv finanspolitik, som forstærker den betydelige stigning i det offentlige underskud og den offentlige gæld, som forventes i 2010.

Danmark vil i 2010 ligesom størstedelen af de øvrige EU-lande overskride kravet i Stabilitets- og Vækstpagten om, at underskuddet ikke må overstige 3 pct. af BNP. Med underskud af den størrelse kommer Danmark i pagtens budgetunderskudsprocedure og vil modtage en henstilling om at reducere det offentlige budgetunderskud.

I begyndelsen af 2010 fremlægger regeringen et nyt konvergensprogram for Danmark. I forlængelse heraf er der behov for, at regeringen udarbejder en mellemfristet plan for konsolidering af de offentlige finanser over de kommende år. En sådan plan bør ikke alene indeholde mål for konsolidering, men også anvise de midler, som skal bringes i anvendelse for at nå den planlagte forbedring af de offentlige finanser. Det vil styrke finanspolitikken troværdighed og mindske risikoen for stigende rentespænd over for udlandet som følge af den hurtige gældsopbygning.

Konjunktur, aktivpriser og kreditgivning

Erik Haller Pedersen og Søren Vester Sørensen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG KONKLUSION

Svingninger i de økonomiske konjunkturer er normale i en markedsøkonomi. Nedenfor sammenholdes det seneste opsving herhjemme med tidligere konjunkturfremgange.

Under stærke opsving opbygges der typisk ubalancer i økonomien, som efterfølgende må udlignes. Det var også tilfældet under det seneste opsving herhjemme fra 2003 til 2007. Ubalancerne var bl.a. tydelige på boligmarkedet og inden for byggeriet. Det har efterfølgende givet problemer for en del pengeinstitutter, der havde involveret sig for kraftigt. Privatforbruget voksede også stærkt, men dog med en pænt positiv opsparingskvote gennem hele højkonjunkturen. Pengeinstitutternes stigende tab kommer ikke i første omgang fra udlån til husholdningerne, men fra långivning til erhverv, især inden for bygge- og anlægssektoren.

Forværringen af konkurrenceevnen blev forstærket under opsvinget, men ekstraordinære indtægter, herunder fra olie- og gasproduktionen i Nordsøen, sikrede et vedvarende overskud på betalingsbalances løbende poster. Det står i kontrast til de øvrige opsving gennem de seneste 40 år. De endte stort set alle med et kontraktivt politisk indgreb som følge af betalingsbalanceproblemer.

Den seneste højkonjunktur var kendetegnet ved en usædvanligt stærk kreditudvidelse og stigning i priserne på ejerboliger. Erfaringerne viser, at der i dette tilfælde ofte opbygges ubalancer, som efterfølgende må afvikles. Det medfører typisk en periode med lav vækst. Det var ikke gældsætning i sig selv, der udløste lavkonjunkturen, men høje gælds niveauer gør husholdninger og virksomheder mere sårbare, nu da konjunkturen er vendt. Det samme gælder høj gearing i pengeinstitutterne.

En markedsøkonomi er ikke krisefri. Der findes ingen økonomisk politik, som kunne have afskærmet dansk økonomi fra det kraftige globale tilbageslag i 2008.

Teori og praksis viser, at det er meget svært at styre forventningsdrevne aktivpriser med renten. Alternativet er forhøjelse af beskattningen på aktivet eller stramning af vilkår for lån med aktivet som sikkerhed. Lempelsen af finanspolitikken i 2004 brød med de forudgående års mellem-

fristede finanspolitiske strategi og bidrog til, at økonomien i de efterfølgende år skiftede til et højere gear, og at ledigheden blev presset langt under sit strukturelle niveau. Det sikreste er at fastholde et mellemfristet sigte i den økonomiske politik og opgive forestillingen om, at det er muligt at finstyre konjunkturerne.

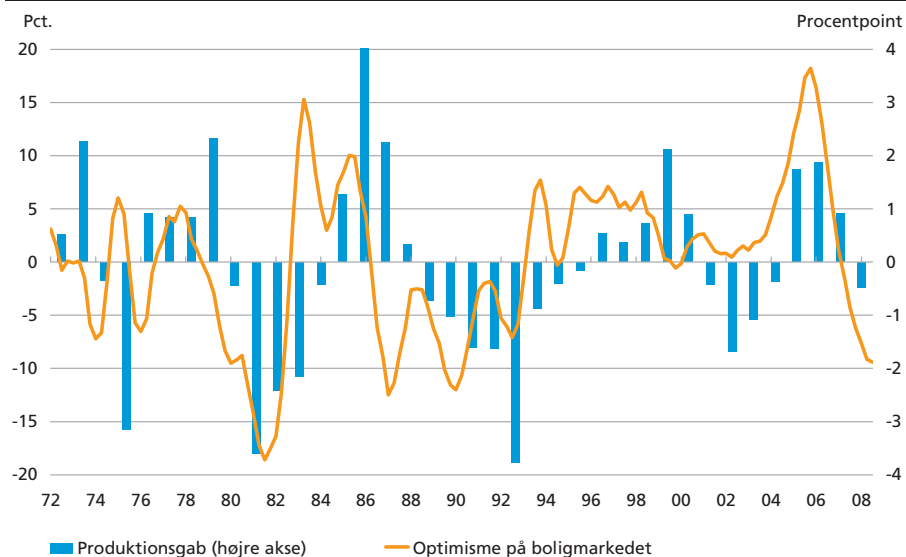
KONJUNKTURSVINGNINGER I DANMARK

Over de seneste 40 år kan der identificeres fire perioder med konjunkturfremgang herhjemme: Anden halvdel af 1970'erne, efter at chokket oven på den kraftige stigning i oliepriserne i 1973 havde lagt sig, første del af 1980'erne ("Schlüter-optimismen"), perioden efter kickstarten i 1993 og senest perioden 2003-07. Målt ved hjælp af produktionsgab, dvs. forskellen mellem faktisk og potentielt bruttonationalprodukt, BNP, svarer de fire perioder til tidsrum, hvor gabet har været stigende, dvs. enten mindre negativt eller mere positivt, jf. figur 1.

Huspriser og aktiekurser har en iboende tendens til at svinge. Udsving i boligpriser er typisk mere træge end i aktiekurser. Prisen på et finansielt aktiv som fx en aktie afhænger af forventningerne til de fremtidige afkast og dermed af den fremtidige økonomiske udvikling. Der er i markedet en tendens til at fremskrive den aktuelle situation ud i fremtiden,

BOLIGMARKED OG KONJUNKTUR

Figur 1



Anm.: "Optimisme på boligmarkedet" er beregnet som 4-kvartalers glidende gennemsnit af vækst i de nominelle konstantpriser på enfamiliehuse fratrukket vækst i nominal BNP. "Produktionsgab" viser den faktiske produktion i forhold til det niveau, der er foreneligt med ligevægt i økonomien.

Kilde: OECD, Danmarks Statistik og egne beregninger.

både når den er positiv, som under det seneste opsving, og efterfølgende mere negativ. Det giver store udsving i aktiekurserne over tid, jf. Ejer-skov (2000). Noget tilsvarende gælder for boligpriserne. Mishkin (2009) har i forbindelse med diskussion af bobler anført, at man skal sondre mellem bobler, der er finansieret gennem krediteksansion, og bobler, hvor der ikke er krediteksansion. Ved førstnævnte bobler vil der blive tale om betydelige tab for finansielle tab for pengeinstitutterne, når boblen brister. De er derfor farligere. For en teoretisk oversigt over forskellige typer af boblen, jf. Brunnermeier 2009.

Aktivpriser er ydermere stærkt konjunkturmedløbende. Priserne er højest på toppen af konjunkturen og stimulerer dermed forbrug, investeringer og låntagning, når der er behov for det modsatte, og omvendt. Sving i aktivpriser er langt fra den eneste årsag til konjunktursving, der også skyldes ændringer i udbuds- og efterspørgselsforholdene, fx initieret af spring i teknologi, den førte økonomiske politik, forventninger til den fremtidige økonomiske udvikling mv.

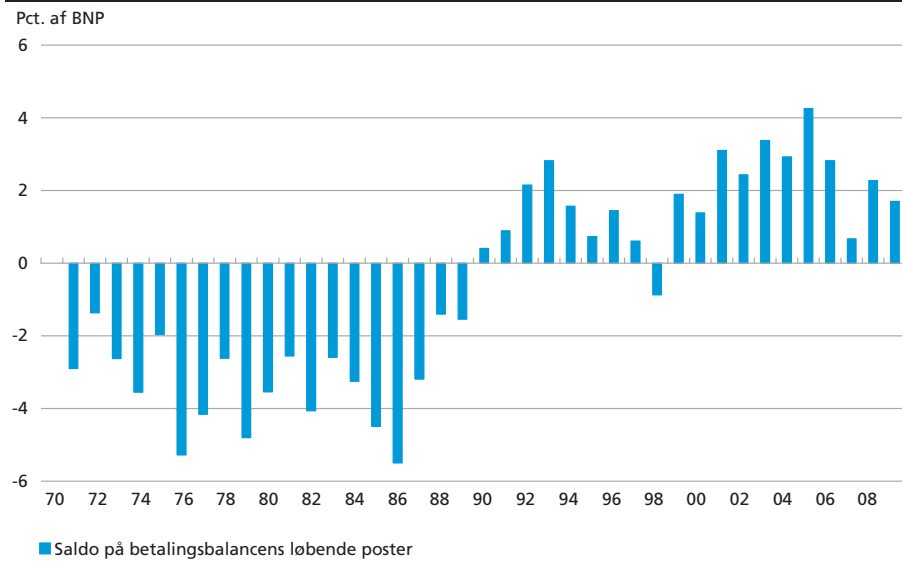
En af kanalerne, gennem hvilken aktivpriserne påvirker den økonomiske konjunktur, går via den finansielle sektor, jf. Pedersen (2003). En væsentlig del af pengeinstitutternes udlån sker mod sikkerhed i aktiver, og stigende aktivpriser følges typisk af stigende låntagning. Det kan være belåning af friværdis i ejerboliger eller lån på baggrund af en aktieporteføljes stigende kursværdi. Hvis aktivpriserne begynder at falde, er den finansielle sektor derfor sårbar. Det gælder især, hvis den ikke har taget de fornødne forholdsregler eller forfulgt en tilpas forsigtig strategi, mens det gik fremad.

Det seneste opsving skiller sig ud fra tidligere derved, at der hele tiden var et privat og offentligt opsparingsoverskud og dermed overskud på betalingsbalancens løbende poster, jf. figur 2. Under tidligere opsving har forværring af betalingsbalancen typisk ført til kontraktive indgreb, som blev indledningen til en periode med lavvækst. Det var tilfældet i 1970'erne, i midten af 1980'erne med kartoffelkur og skattereform samt pinsepakken i 1998. Under det seneste opsving var det ikke et politisk-økonomisk indgreb, der indvarslede opsvingets afslutning, men den udefra kommende finansielle krise, som gav anledning til et markant synkroniseret stemningsskift verden over. Dansk økonomi var imidlertid allerede på vej mod afmatning, da krisen ramte.

Danmark kom fra en stærk højkonjunktur, hvor ledigheden var presset helt i bund. Tilbageslaget har derfor været stærkere herhjemme end i mange af vore nabolande. Gældsniveauerne i mange husholdninger og virksomheder er under højkonjunkturen kommet højt op. Der er således behov for en periode med konsolidering, men husholdningernes balance er ikke usund.

BETALINGSBALANCE

Figur 2



Kilde: Danmarks Statistik.

I modsætning til tidligere højkonjunkturer var stigningstakten i forbrugerpriserne moderat under hele det seneste opsving både herhjemme og i udlandet. Det skyldes bl.a. stærkt stigende import af varer produceret i lavtlønslande. Den lave prisstigningstakt var medvirkende til, at behovet for indgreb til at dæmpe fremgangen blev undervurderet af myndighederne, også herhjemme. Advarsler om, at finanspolitikken var for ekspansiv, blev overhørt.

Det afgørende er dog ikke udelukkende niveauet for pris- og lønstigningstakten, men også niveauet i forhold til udlandet og dermed konkurrenceevnen. Der er over en lang årrække sket en løbende forværring af den danske konkurrenceevne, en udvikling der blev forstærket under det seneste opsving. Det skyldes, at den danske lønstigningstakt har ligget over stigningstakten hos vore udenlandske konkurrenter. Hertil kommer en styrkelse af kronen og en svag udvikling i produktiviteten. At betalingsbalancen trods dette er forblevet i overskud, skyldes bl.a. stigende produktion og eksport af olie og gas fra felterne i Nordsøen sammen med i perioder en meget høj oliepris og høje fragtrater til gavn for den store og stadig større danske handelsflåde. Det har muliggjort en højere indenlandsk efterspørgsel, uden at det har ført til problemer med betalingsbalancen. Saldoen på betalingsbalancens løbende poster har derfor været en ringe indikator på indenlandsk overophedning.

Boligmarkedet

De danske huspriser steg næsten uafbrudt fra 1993 til 2007. Under det seneste opsving var stigningen ekstraordinært stærk i 2005, jf. figur 3. Prisudviklingen på erhvervsejendomme har også været usædvanligt stærk under det seneste opsving, jf. figur 4.

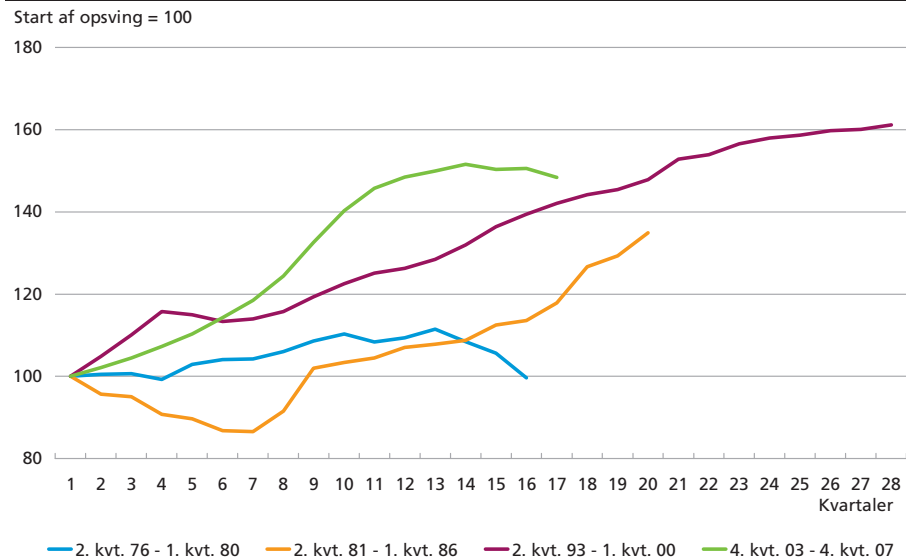
Der kan identificeres flere årsager til den langsigtede udvikling i de danske boligpriser. Disse var ved begyndelsen af opsvinget i 1990'erne undervurderede i betydelig grad efter en forudgående syvårsperiode med lavkonjunktur og fald i de nominelle huspriser. Ud over genopretning af prisniveauet var et markant rentefald med til at nære prisstigningerne efter 1993.

Stigningen i boligpriserne under det seneste opsving kan i vid udstrækning forklares med fald i renteniveau, især i den korte ende, vækst i de disponible realindkomster, faldende ledighed, skattestopet, der har betydet et fald i den effektive ejendomsværdiskattesats, og nye produkter, herunder først og fremmest udbud af lån med midlertidig afdragsfrihed fra 2003. Summeres alle disse underliggende forhold, er det et langt stykke hen ad vejen muligt at forklare prisudviklingen på ejerboliger frem til begyndelsen af 2005.

Opsvinget gav imidlertid mange en urealistisk forestilling om, at stigningen i huspriserne ville fortsætte fremover. En spørgeskemaundersøgelse udarbejdet af Catinét for Økonomi- og Erhvervsministeriet i begyndelsen af 2005 viste, at 30 pct. af befolkningen forventede huspris-

UDVIKLING I REALE BOLIGPRISER

Figur 3



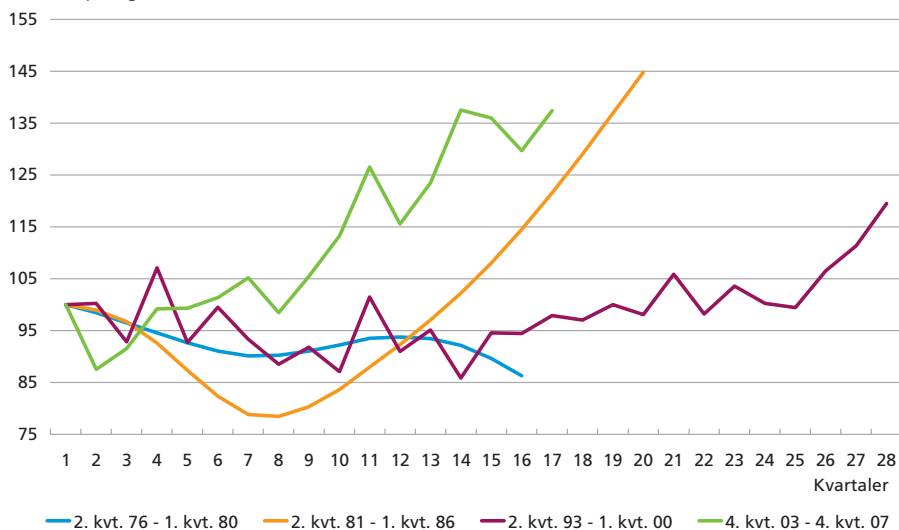
Anm.: X-aksen viser antal kvartaler siden opsvingets begyndelse.

Kilde: Realkreditrådet, Danmarks Statistik og egne beregninger.

UDVIKLING I REALE ERHVERVSEJENDOMSPRISER

Figur 4

Start af opsving = 100



Anm.: X-aksen viser antal kvartaler siden opsvingets begyndelse.
 Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

stigninger på mere end 5 pct. på ét års sigt. Det var også udbredt praksis at købe det nye hus, før det gamle var solgt. Drevet af sådanne forventninger steg prisen på parcel- og rækkehuse fra begyndelsen af 2005 og et år frem med næsten 25 pct. Det dækker over en stigning i hovedstadsområdet, der var væsentligt højere, mens andre dele af landet blev langt mindre berørt. Et løft i boligpriserne af denne størrelsesorden efter en lang forudgående årrække med stigende priser kan ikke forklares med underliggende forhold, og det er tilbagerulningen af denne stigning, det danske boligmarked har kæmpet med de sidste par år.

De stigende huspriser under det seneste opsving medførte en kraftig ekspansion i byggeriet, med klare tegn på overophedning i sektoren. Den efterfølgende afkøling har givet problemer ikke blot i byggebranchen selv, men også i en del pengeinstitutter, som har eksponeret sig for kraftigt over for markedet for fast ejendom.

Tilbagerulning af nogle af de ubalancer, der blev skabt under et for stærkt opsving, kan være en smertefuld proces og give problemer for hele den finansielle sektor. Det er imidlertid værd at bemærke, at de aktuelle udfordringer og problemer for mange pengeinstitutter ikke i første omgang skyldes lån til husholdningerne, men snarere erhvervsudlån, herunder ikke mindst til byggeri. Herved minder den nuværende situation om bankkrisen i begyndelsen af 1990'erne. I modsætning til krisen dengang fik en del pengeinstitutter problemer på et overraskende tidligt tidspunkt i denne konjunkturvending, hvor det er almindeligt,

at problemerne i pengeinstitutterne først viser sig et stykke inde i lavkonjunktoren. At det kunne gå så galt så hurtigt, tyder på, at en del projekter hvilede på et meget optimistisk grundlag med hensyn til udviklingen i ejendomspriserne. Det vidner også om en alt for lempelig kreditpolitik og ekspansionslyst i nogle pengeinstitutter.

Udviklingen er et spejlbillede af, at opsvinget i økonomien generelt fik lov til at gå for vidt. I sådanne tilfælde vil der uundgåeligt blive opbygget ubalancer, som efterfølgende må udlignes. Forventningerne til prisudvikling på ejendomsmarkedet har i en periode været negative. Ligesom den uholdbare stigning i priserne i opsvingets sidste fase var forventningsdrevet, er nedturen det delvis også.

Kreditgivningen

Lav stabil inflation fremmer makroøkonomisk og finansiell stabilitet. Hvis inflationsforventningerne er fastforankrede, kan husholdninger og virksomheder under en højkonjunktur øge låntagningen i forventning om en fortsat stabil vækst med lav inflation. Selv med lav stabil inflation kan nogle husholdninger, virksomheder og långivere således påtage sig for store finansielle risici. Sådanne finansielle ubalancer opbygges typisk over nogen tid og viser sig i stigende aktivpriser, øget kreditgivning og gearing, men i første omgang ikke nødvendigvis i stigende forbrugerpriser. De internationale erfaringer viser, at netop kombinationen af stærk vækst i kreditgivning og store stigninger i boligpriserne er en potentielt farlig cocktail, jf. Borio og Lowe (2004), Detken og Smets (2004).

Kreditekspansionen herhjemme var stærk under det seneste opsving sammenholdt med tidligere opsving, jf. figur 5. I sidste del af opsvinget voksede udlån fra penge- og realkreditinstitutter til husholdninger og ikke-finansielle virksomheder med over 15 pct. årligt, hvilket var tre gange hurtigere end væksten i nominelt BNP. At udlånsvæksten overstiger BNP-væksten, er ikke usædvanligt, især under et opsving, men under det seneste opsving var forskellen stor. Højkonjunktoren medførte dermed i store dele af økonomien en øget gæld i forhold til de indkomster, der fremadrettet skulle servicere denne gæld. Det hører dog med til billedet, at en stor del af den øgede gældsætning i husholdningerne ikke blev omsat i øjeblikkeligt forbrug, men sparet op.

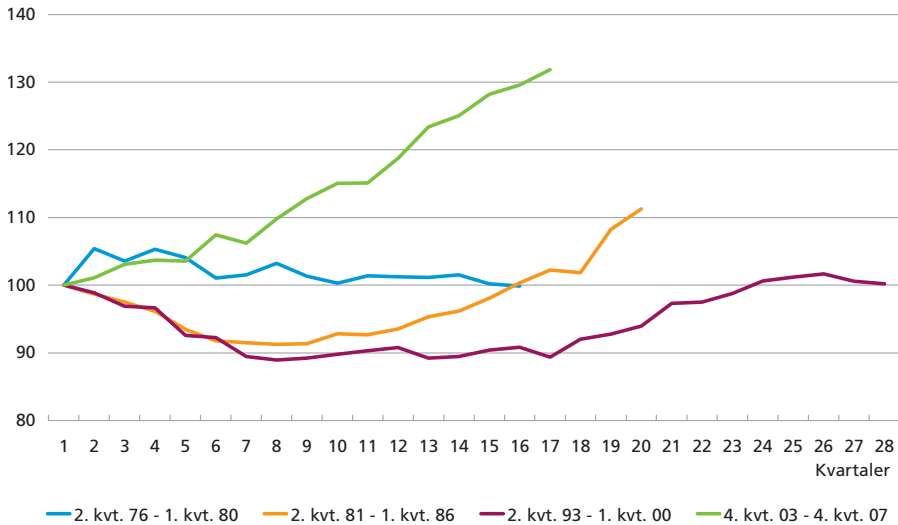
Stigningen i aktiekurserne adskilte sig derimod ikke fra tidligere opsving, jf. figur 6.

Samtidig med gælden steg værdien af aktiverne imidlertid også, så der i et vist omfang var tale om en oppustning af balancer. Det kan efterfølgende give problemer under en lavkonjunktur, såfremt værdien af aktiverne falder, uden at gælden gør det. Det har for husholdningernes vedkommende haft en stærkt negativ virkning på forbrugstilbøjeligheden.

SAMLET UDLÅN I FORHOLD TIL BNP

Figur 5

Start af opsving = 100



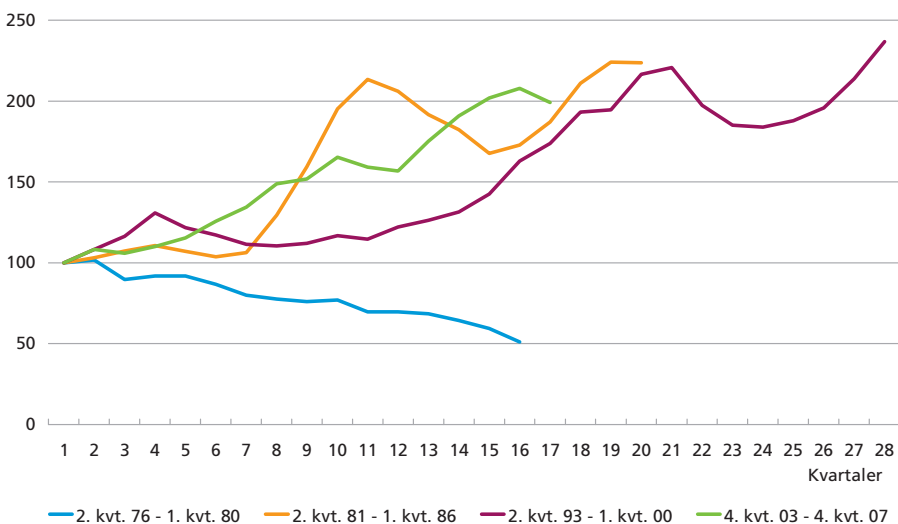
Anm.: X-aksen viser antal kvartaler siden opsvingets begyndelse.
 Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

Husholdningerne belånte til en vis grad de friværdier, der under opsvinget blev skabt af stigningen i boligpriserne. Gælden steg til tre gange den disponible indkomst. Aktiverne steg dog endnu hurtigere end gældssætningen, så husholdningernes formue voksede og udgjorde i 2007 fire

AKTIEKURSER

Figur 6

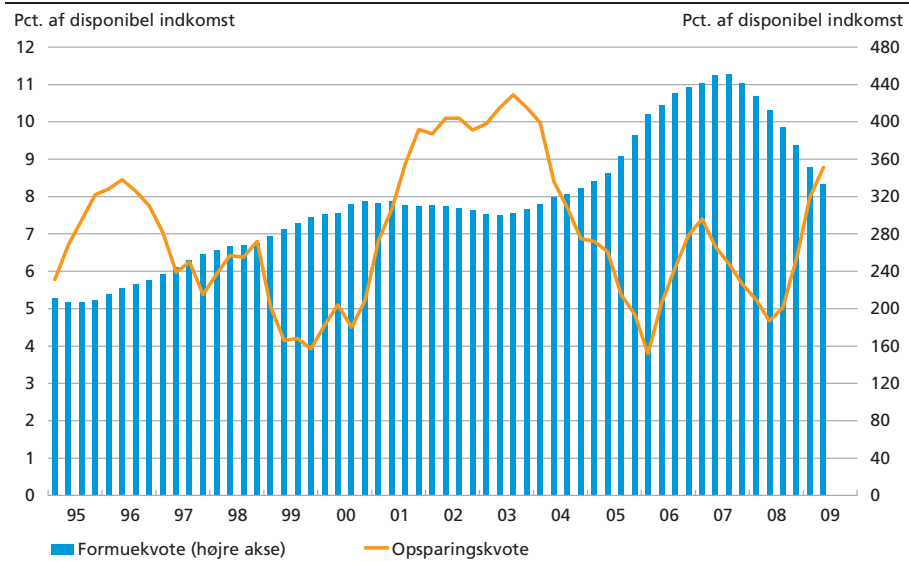
Start af opsving = 100



Anm.: X-aksen viser antallet af kvartaler siden opsvingets begyndelse.
 Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

OPSPARINGSKVOTE OG HUSHOLDNINGERNES FORMUEKVOTE

Figur 7



Anm.: "Opsparingskvote" vist som 4-kvartalers glidende gennemsnit. Egen sæsonkorrektur.
 Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

og en halv gang den disponible indkomst. Siden har faldet i huspriserne reduceret formuen noget, men husholdningernes formue ligger stadig over niveauet ved opsvingets begyndelse i 2003 og er høj også set i et længere perspektiv. Alt i alt er husholdningerne under ét således stadig velkonsoliderede. De, der købte bolig, da priserne toppede, er imidlertid uheldigt stillede, og over 100.000 husejere er i dag teknisk insolvente i den forstand, at gælden i boligen overstiger værdien af huset.

Opsparingskvoten har under hele opsvinget ligget på sit langsigts-gennemsnit på 5-10 pct. af disponibel indkomst, jf. figur 7. Det tyder på, at formueeffekterne på forbruget har været beherskede. Det seneste halvandet år er opsparingskvoten skudt i vejret i takt med faldet i privatforbruget samtidig med fortsat stærk vækst i de disponible indkomster. Husholdningerne påvirker således for tiden økonomien negativt i form af lavere efterspørgsel.

AFRUNDING

Grunden til den nuværende internationale krise blev lagt under den seneste internationale højkonjunktur. Herhjemme gav de gode konjunkturer anledning til en kraftig kreditvækst og gearing i dele af økonomien. Udviklingen blev understøttet af stærk vækst i aktivpriser, både aktiekurser og boligpriser. Det havde bl.a. baggrund i en meget lav rente, der fremmede risikotagning i dele af den finansielle sektor,

jf. Adrian og Shin (2008), og en for ekspansiv finanspolitik midt i et opsving.

Selv om låntagningen steg markant, blev den aktuelle krise herhjemme ikke udløst af en for høj gældsætning i husholdningerne, men de høje gælds niveauer i mange dele af økonomien kræver en periode med konsolidering. Det gælder husholdninger, virksomheder og pengeinstitutter. Det er ikke i første række husholdningerne, der giver pengeinstitutterne tab i dag, men derimod udlån til erhverv og for visse pengeinstitutters vedkommende overeksponering over for bygge- og anlægssektoren.

Konsolideringen i pengeinstitutterne sker bl.a. gennem Kreditpakken (Bankpakke 2), hvor kravet for at få statsligt kapitalindskud var, at solvensprocenten kom op på minimum 12 efter indskuddet mod normalt 8. Også en del virksomheder arbejder på at nedbringe gældsbyrden. Til gengæld stiger gældsætningen nu hurtigt i den offentlige sektor efter nogle år med overskud. At opsparingssaldi i den offentlige og private sektor er modsatrettede, er et typisk mønster.

Det har i litteraturen og blandt praktikere været en udbredt opfattelse, at lav inflation – målt på forbrugerpriser – af sig selv ville holde aktivpriserne i ave. Det bygger på en opfattelse af, at hvis varemarkederne er efficiente, vil aktivpriserne, der i deres natur er fremadskuende, også være forankrede. Den nuværende krise har vist, at lav inflation kun er en nødvendig, men ikke tilstrækkelig betingelse for finansiel stabilitet.

Finansielle kriser er ikke noget nyt, men har været et næsten regelmæssigt tilbagevendende fænomen i verdensøkonomien så langt tilbage, som der har eksisteret finansielle markeder. I Reinhart og Rogoff (2009) analyseres finansielle kriser i et langt historisk perspektiv.

I praksis er det svært præcist at definere, hvornår der er tale om en uholdbar udvikling i prisen på finansielle aktiver og långivningen, og dermed opbygning af sårbarheder i den finansielle sektor. I den økonomiske litteratur anbefales anvendelse af nogle simple indikatorer til at identificere opbygningen af sårbarheder i økonomien og dermed risiko for en efterfølgende finansiel krise, jf. boks 1.

Det giver imidlertid ikke kun problemer, hvis ubalancer får lov at udvikle sig, men også hvis man med den økonomiske politik reagerer for tidligt eller på en udvikling, som viser sig ikke at lede til ubalance. Det vil ofte først være tydeligt efterfølgende. Typen af stød til økonomien er også af betydning, men kan være svær at fastlægge i situationen.

Det samfundsmæssige problem ved sving i aktivpriser er større, des længere aktivpriserne kommer fra deres "korrekte" niveau, før udviklingen vender. Det mest hensigtsmæssige er derfor at tage luften ud af en eventuel boble, før den bliver for stor. Her løber man imidlertid ind i

INDIKATOR FOR OPBYGNING AF FINANSIEL UBALANCE

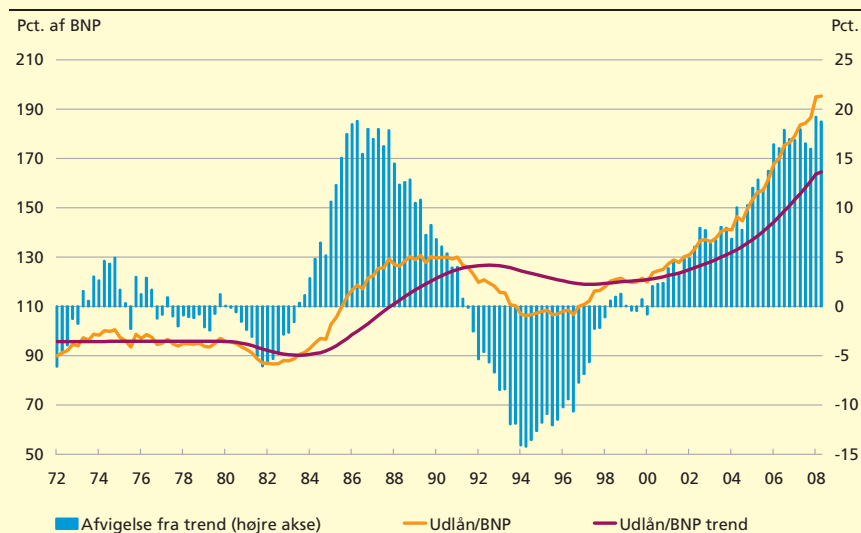
Boks 1

Flere studier tyder på, at den samlede kreditgivning i økonomien sat i forhold til BNP kan anvendes som en indikator for opbygning af finansiell ubalance. Detken og Smets (2004) finder, at når det samlede udlån i forhold til BNP overstiger et beregnet trendniveau med over 10 pct., indebærer det øget risiko for en efterfølgende finansiell opbremsning og stærkere konjunkturedgang.¹

Figur 8 viser udviklingen i det samlede udlån i forhold til BNP, et beregnet udglattet trendniveau, og afvigelsen i forhold til trendniveauet.² I den seneste opsvingsperiode overskred den samlede kreditgivning sit trendniveau med 10 pct. i starten af 2005. Under højkonjunktoren i 1980'erne overskred det samlede udlån sit trendniveau med 10 pct. i 4. kvartal 1985.

OVERNORMAL UDLÅNSSTIGNING

Figur 8



Anm.: Kvartalstal for udlån fra penge- og realkreditinstitutter sat i forhold til BNP. Trend er beregnet rekursivt ved hjælp af Hodrick-Prescott-filter med en høj udglætningsparameter ($\lambda=400.000$), jf. Detkens og Smets (2004). De første 32 kvartaler anvendes til at initialisere trenden, derefter beregnes den rekursivt ved at tilføje ét kvartal ad gangen.

Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

¹ Borio og Lowe (2004) finder også, at denne indikator er bedst korreleret med finansielle kriser, men anvender en mindre tærskelværdi (4 pct.).

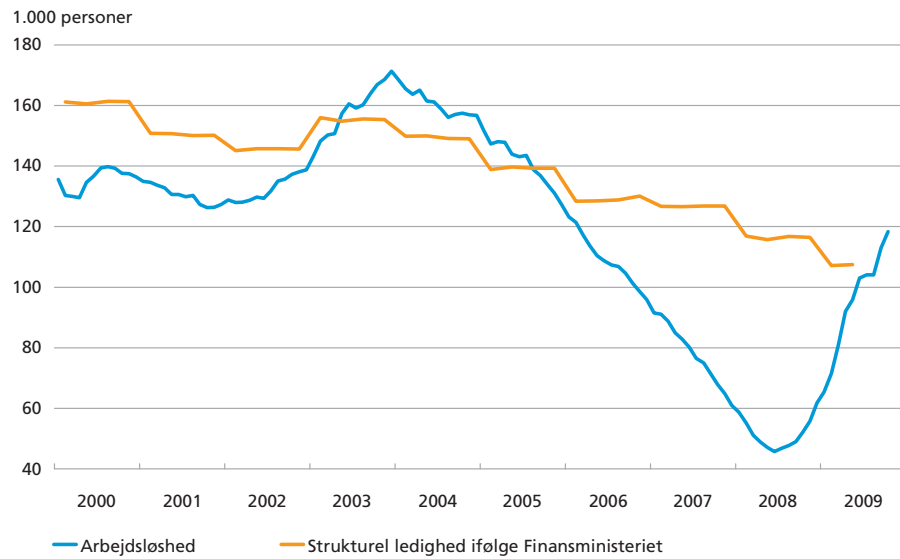
² Beregningen af den udglattede trend følger Borio og Lowe (2004) og beregnes ved hjælp af rekursivt HP-filter med en høj udglætningsfaktor, dvs. på alle observationer til og med en given observation. Trendberegningen startes på de første 8 år, og derefter beregnes trenden rekursivt ved tilføjelse af én observation ad gangen. Der anvendes som Borio og Lowe (2004) en meget høj udglætningsfaktor i HP-filteret (λ) på 400.000 i stedet for den normale værdi på kvartalstal (1.600). Anvendes den normale værdi, finder man ikke samme nævneværdige afvigelser fra trend.

to problemer. For det første kan det være svært at identificere opbygningen af ubalancer i økonomien i tide, jf. ovenfor.

For det andet er det svært via den økonomiske politik at modvirke stigende aktivpriser og forventninger generelt, jf. bl.a. IMF (2009). Herhjemme er pengepolitikken udelukkende rettet mod at fastholde en fast kronekurs over for euroen og er således ikke til rådighed til at forfølge

OVEROPHEDNING AF ARBEJDSMARKEDET

Figur 9



Kilde: Danmarks Statistik og Finansministeriet.

andre mål. Heller ikke andre dele af den økonomiske politik herhjemme, herunder finanspolitikken, har imidlertid i tilstrækkeligt omfang været rettet mod at dæmpe den stærke vækst i aktivpriser og udlån under det seneste opsving. Overophedningen betød, at ledigheden kom markant under sit strukturelle niveau, jf. figur 9.

Erfaringerne fra bl.a. sidste del af 1980'erne er, at selv om der bliver grebet ind, kan det være svært at dosere et indgreb rigtigt. Det gælder også den nuværende situation, hvor man ønsker at stimulere økonomien. Det sikreste er at fastholde et mellemfristet sigte i den økonomiske politik og opgive forestillingen om, at det er muligt at finstyre konjunkturerne.

Hvis der i stedet vælges en mere aktivistisk linje som med lempelsen af den økonomiske politik i 2004, er det afgørende, at der bliver strammet igen i gode tider, jf. Andersen (2004). Det skete ikke i Danmark på trods af en lang række tegn på overophedning og en stærk vækst i kreditgivningen.

LITTERATUR

Adrian, Tobias og Hyun Song Shin (2008), Financial intermediaries, financial stability and monetary policy, Federal Reserve Bank of New York Staff Report, nr. 346.

Andersen, Bodil Nyboe (2004), Tale på Realkreditrådets årsmøde 29. april 2004, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

Borio, Claudio og Phillip Lowe (2002), Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexus, *BIS Working Paper*, nr. 114..

Borio, Claudio og Phillip Lowe (2004), Securing sustainable price stability: Should credit come back for the wilderness, *BIS Working Paper*, nr. 157.

Brunnermeier, Markus (2009), Bubbles, *New Palgrave Dictionary of Economics*, 2nd edition.

Detken, Carsten og Frank Smets (2004), Asset price booms and monetary policy, *ECB Working Paper*, nr. 364.

Ejerskov, Steen (2000), Aktiekurser, boligpriser og pengepolitik, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

IMF (2009), Lessons for monetary policy from asset price fluctuations, *World Economic Outlook*, oktober, kapitel 3.

Mishkin, Frederic (2009), Not all bubbles present a risk to the economy, *Financial Times*, 10. november.

Pedersen, Anders Mølgaard (2003), Kreditkanaler i pengepolitiske analyser, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Reinhart, Carmen M. og Kenneth S. Rogoff (2009), *This Time Is Different, Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press.

Netting – udligning af rettigheder og forpligtelser mellem to eller flere parter

Kirsten Elisabeth Gürtler, Administrationsafdelingen-Jura

INDLEDNING

Omsætningen i betalings- og værdipapirafviklingssystemer er betydelig. I de danske systemer alene omsættes dagligt for over 300 mia.kr., og omsætningen er stigende. Det øger til stadighed fokus på risiciene, idet bl.a. en konkurs hos en af deltagerne kan sprede sig til hele det finansielle system.

Netting gør det muligt at udligne to eller flere parters rettigheder og forpligtelser mod hinanden frem for at udveksle bruttoydelser. Kreditrisikoen mellem to parter reduceres markant ved adgang til at foretage netting. I en konkurssituation kan en kreditor således opgøre sit tilgodehavende hos konkursboet på nettobasis. Dermed begrænses den pågældende kreditors eventuelle tab og risikoen for, at en større markedsdeltagers konkurs spreder sig til andre (dominoeffekt). Adgangen til at foretage netting har dermed stor betydning for stabiliteten i det finansielle system.

Værdien af netting er ligeledes anerkendt i Basel II-reglerne, som muliggør, at et kreditinstituts enkelte engagementer indgår i opgørelsen af kapitalkravet på basis af en nettoopgørelse, forudsat engagementet er underlagt en aftale om netting. Herved kan det enkelte institut reducere den af loven krævede kapital eller øge dets eksponering.

To eller flere parter kan som udgangspunkt frit aftale, at deres gensidige rettigheder og forpligtelser udlignes ved netting. Fordelene ved netting kan imidlertid alene opnås, hvis der er et velfunderet juridisk grundlag, der indebærer, at netting skal respekteres af tredjemand, herunder en af parternes eventuelle konkursbo.

I det følgende beskrives de gældende danske regler om netting efter implementeringen af henholdsvis direktivet om endelig afregning i betalings- og værdipapirafviklingssystemer 98/26/EF af 19. maj 1998 (finality-direktivet) og direktivet om aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse 2002/47/EF af 6. juni 2002 (collateral-direktivet).

Artiklen indeholder endvidere en kort gennemgang af de multilaterale nettingaftaler i forbindelse med Sumclearingen (betalingssystem) og

VP-afviklingen (værdipapirafviklingssystem), og der gives eksempler på anvendelse af bilaterale nettingaftaler i Nationalbanken. Afslutningsvis nævnes nogle af de forhold, der bevirker, at der fortsat ikke er fuld harmonisering af nettingreglerne inden for EU.

BEGREBET NETTING

Ved netting forstås, at to eller flere parter rettigheder og forpligtelser over for hinanden opgøres til én enkelt nettoforpligtelse/-fordring for hver af parterne.

Netting minder om traditionel modregning. En aftale om netting nyder imidlertid en særlig beskyttelse over for tredjemand, ligesom visse af de betingelser, der gælder ved modregning, ikke skal iagttages ved netting.

Der sondres mellem *multilateral* og *bilateral* netting. En multilateral nettingaftale indebærer, at rettigheder og forpligtelser mellem *flere end to* parter nettes. Reglerne om multilateral netting omfatter alene deltagere i betalings- og værdipapirafviklingssystemer, fx Sumclearingen og VP-afviklingen. En bilateral nettingaftale er en aftale om netting mellem *to* parter. Eksempler fremgår af boks 1.

EKSEMPLER PÅ MULTILATERAL OG BILATERAL NETTING

Boks 1

MULTILATERAL NETTING MELLEM TRE PARTER

Tabel 1

	A	B	C	Nettoopgørelse
A		100	-50	50
B	-100		200	100
C	50	-200		-150

Eksemplet viser, at B skylder A 100, A skylder C 50, og C skylder B 200. Den multilaterale netting indebærer, at det beløb, som fx C skylder B, ikke fuldt ud overføres til B, idet halvdelen i stedet anvendes til dækning af det beløb, B skylder A.

Samtlige rettigheder og forpligtelser de tre deltagere imellem nettes, således at hver deltager alene har en enkelt nettoforpligtelse/-fordring.

BILATERAL NETTING

Tabel 2

	Tilgodehavende	Gæld	Nettoopgørelse
A	100	50	50
B	50	100	-50

Eksemplet viser, at B skylder A 100, og A skylder B 50. Den bilaterale netting indebærer, at B overfører 50 til A.

Nettingen indebærer således, at parternes rettigheder og forpligtelser opgøres til et enkelt nettobeløb.

Bilaterale nettingaftaler kan opdeles i aftaler om løbende netting¹ og aftaler om slutaftregning (close-out netting). Ved slutaftregning forstås, at de af slutaftregningsaftalen omfattede fordringer opgøres (nettes) til en enkelt fordring, såfremt der opstår en slutaftregningsgrund, fx hvis en af parterne i aftalen tages under konkursbehandling.

Netting, navnlig den bilaterale, er særligt interessant netop i tilfælde af en parts konkurs. I det følgende fokuseres derfor primært på netting i denne situation.

REGELGRUNDLAGET FOR NETTING

I forbindelse med Børsreform II blev der ved lov nr. 1072 af 20. december 1995 pr. 1. januar 1996 indført regler i værdipapirhandelsloven, VPHL, om multilateral netting mellem deltagere i betalings- og værdipapirafviklingssystemer og om bilateral netting, for så vidt angår fordringer hidrørende fra valuta- og værdipapirhandel. Reglerne blev bl.a. indført, for at dansk lovgivning kunne leve op til internationale standarder, som anbefaler, at nettingsystemer skal have et velfunderet juridisk grundlag også i tilfælde af en deltagers konkurs.

Før Børsreform II var der ikke noget klart juridisk grundlag for aftaler om netting i dansk lovgivning. I tilfælde af en af parternes konkurs kunne der således rejses tvivl om boets pligt til at anerkende netting².

Reglerne er siden blevet ændret i forbindelse med implementeringen af finality- og collateral-direktivet.

I det følgende beskrives de gældende regler om netting i VPHL efter implementeringen af disse direktiver.

Finality-direktivet og den danske implementering – multilateral netting

Det første europæiske skridt til at efterkomme anbefalingerne om et velfunderet juridisk grundlag for netting var vedtagelsen af finality-direktivet. Direktivet blev vedtaget med henblik på at forbedre sikkerheden for afviklingen i betalings- og værdipapirafviklingssystemer.

Direktivet fokuserer overordnet på to ting: at der kan ske fyldestgørelse af stillede sikkerheder uanset en deltagers insolvens³, og at en overførselsordre vedrørende betalinger eller værdipapirer og netting er bindende også i tilfælde af insolvensbehandling, forudsat ordren er indgået i systemet inden insolvensbehandlingens indledning. Tidspunktet for,

¹ Aftaler om løbende netting, hvor parternes rettigheder og forpligtelser opgøres, efterhånden som de forfalder, vil ikke blive gennemgået i denne artikel.

² For en beskrivelse af reglerne om netting, der blev indført i forbindelse med Børsreform II, henvises til Peter Møller Nielsen, Nettingbestemmelserne i værdipapirhandelsloven, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, maj 1996.

³ Reglerne om sikkerhedsstillelse behandles ikke i denne artikel.

hvornår en ordre er endeligt indgået i systemet, fastsættes af det enkelte system. En endelig ordre kan ikke tilbagekaldes af deltageren selv eller dennes eventuelle konkursbo. Desuden kan de øvrige deltagere i systemet ikke vælge at stoppe en endeligt indgået ordre, herunder betalinger til en konkursramt deltager, med den konsekvens, at afviklingen ikke kan gennemføres.

Det betyder, at systemet kan anvende de indgåede ordrer til gennemførelse af afviklingen, herunder foretage netting, hvis systemet afvikler på nettobasis, uanset en deltagers konkurs.

De danske regler fra 1995 om multilateral netting i relation til betalings- og værdipapirafviklingssystemer opfylder kravene i finality-direktivet og blev derfor ikke ændret substantielt i forbindelse med implementeringen af direktivet ved lov nr. 283 af 26. april 2000.

Det følger af VPHL § 57 om multilateral netting, at en aftale, hvorefter overførselsordrer vedrørende betalinger eller værdipapirer i betalings- og værdipapirafviklingssystemer skal nettes, cleares og afvikles, eller føres tilbage i deres helhed¹, såfremt en af parterne fx erklæres konkurs, har retsvirkning over for konkursboet.

Det er en forudsætning, at nettingaftalen inden konkursen er indsendt til Finanstilsynet² og indeholder objektive betingelser for, i hvilke tilfælde anmeldte, men endnu ikke opfyldte overførselsordrer, enten opfyldes i overensstemmelse med nettingaftalen eller tilbageføres i deres helhed.

Collateral-direktivet og den danske implementering – bilateral netting

Collateral-direktivets formål er at fremme en effektiv brug af grænseoverskridende sikkerhedsstillelse og at fastsætte ensartede regler for slutfregning. Direktivet beskytter alene den bilaterale netting, mens den multilaterale netting som nævnt er reguleret i finality-direktivet.

De danske regler fra 1995 blev i forbindelse med implementeringen af direktivet ændret på to væsentlige punkter. Typen af finansielle fordringer, der kan omfattes af en aftale om slutfregning, blev udvidet, og det blev muligt at aftale, at slutfregning først skal ske, når den ikke-misligholdende part giver meddelelse herom til den misligholdende part.

Det fremgår af bestemmelsen i VPHL § 58h om slutfregning, at en aftale med retsvirkning over for tredjemand, herunder en af parternes

¹ Udelukker ikke, som fx i VP-afviklingen, at systemet, ud fra objektive og på forhånd fastlagte kriterier, søger de transaktioner, der kan skabes dækning for, gennemført, mens de resterende udskydes til senere afvikling.

² Aftaler vedr. registrerede betalingssystemer, der har væsentlig betydning for betalingsafviklingen eller gennemførelsen af Nationalbankens pengepolitiske operationer, og som overvåges af Nationalbanken, skal indsendes til Nationalbanken.

konkursbo, kan indeholde bestemmelse om, at de af aftalen omhandlede finansielle forpligtelser skal nettes ved slutaftregning, hvis en af parterne misligholder aftalen.

Ved finansielle forpligtelser forstås forpligtelser, der giver parterne ret til kontant afregning eller levering af værdipapirer¹. Hvis ingen af parterne i en slutaftregningsaftale er en centralbank, en offentlig myndighed, en finansiell institution eller visse andre institutioner opregnet i VPHL, anses alene fordringer hidrørende fra handel med valuta og værdipapirer, handel på råvarebørser samt ind- og udlån for finansielle forpligtelser. Hvis begge eller en af parterne er en fysisk person, der ikke driver enkeltmandsvirksomhed, anses alene fordringer hidrørende fra handel med valuta og værdipapirer for finansielle forpligtelser.

En aftale om slutaftregning skal være skriftlig og beskrive, hvilke finansielle forpligtelser der er omfattet af aftalen. Det bør desuden fremgå, hvilke situationer der berettiger til at slutaftregne, eksempelvis insolvensbehandling. Opgørelsen af værdien af de finansielle forpligtelser i forbindelse med slutaftregning skal ske på forretningsmæssigt rimelige vilkår.

De finansielle forpligtelser, der er omfattet af slutaftregningsaftalen, vil ofte være i forskellige valutaer, som skal omregnes til en fælles valuta i forbindelse med slutaftregningens gennemførelse, ligesom der skal ske en værdiansættelse. Foreligger der en konkurssituation, skal opgørelsen som udgangspunkt ske til kurserne på tidspunktet for afsigelse af konkursdekretet, uanset modparten først blev bekendt med konkursen senere. Det kan imidlertid aftales, at slutaftregning først skal ske, når den ikke-misligholdende part giver meddelelse herom til den misligholdende part. Det behøver ikke være straks. Hvis den misligholdende part er taget under insolvensbehandling, kan boet imidlertid kræve at blive stillet, som om slutaftregning var sket uden unødigt ophold efter det tidspunkt, hvor den ikke-misligholdende part vidste eller burde vide, at den misligholdende part blev undergivet insolvensbehandlingen.

Direktivet blev gennemført i dansk ret ved lov nr. 1171 af 19. december 2003. De nuværende regler finder alene anvendelse på aftaler om slutaftregning indgået *efter* 1. januar 2004. En slutaftregningsaftale indgået *inden* 1. januar 2004, der ikke er erstattet af en ny aftale eller en tillægsaftale, vil dog fortsat være omfattet af den tidligere regel i VPHL om slutaftregning. Det har imidlertid den betydning, at alene fordringer hidrørende fra valuta- og værdipapirhandel vil være omfattet af slutaftregningsaftalen, da de tidligere regler var begrænset til sådanne krav.

¹ Definitionen dækker alle forpligtelser, der vedrører omsætning af penge og værdipapirer hidrørende fra sædvanlige transaktioner på de finansielle markeder, fx ind- og udlån, forpligtelse til levering af værdipapirer og forpligtelser hidrørende fra valuta- og værdipapirhandel.

Desuden var der ikke hjemmel til at betinge slutfregning af en specifik meddelelse.

ANMELDT BETALINGS- OG VÆRDIPAPIRAFVIKLINGSSYSTEMER I DANMARK

Finanstilsynet skal udfærdige en liste over betalings- og værdipapirafviklingssystemer i Danmark, hvormed der kan indgås aftaler om multilateral netting. Finanstilsynet har anmeldt disse til Europa-Kommissionen, hvorefter det offentliggøres i hele EU, hvilke systemer der er beskyttet efter finality-direktivets regler.

De anmeldte systemer er i dag følgende: VP-afviklingen, Sumclearingen, Kronos, DN Forespørgselsservice og Target2.

Kronos, DN Forespørgselsservice og Target2 er såkaldte realtidsbruttoafviklingssystemer (RTGS-systemer) for kroner (Kronos og DN Forespørgselsservice) og euro (Target2) modsat VP-afviklingen og Sumclearingen, der er nettoafviklingssystemer. De enkelte betalinger i RTGS-systemer afvikles øjeblikkeligt og endeligt på kontiene.

Det fremgår af finality-direktivet, at et system skal anmeldes for at være omfattet af direktivets beskyttelsesregler, således at også andre europæiske jurisdiktioner skal respektere ikke blot en nettingprocedure, men fx også retsvirkningerne af, at en ordre er endeligt indgået i systemet. Det er baggrunden for, at også de nævnte bruttoafviklingssystemer, der ikke opererer med netting, er anmeldt.

I det følgende gennemgås kort de indgåede nettingaftaler i relation til Sumclearingen og VP-afviklingen. Disse er de systemisk vigtigste betalings- og afviklingssystemer i Danmark.

Sumclearingen

Sumclearingen er et betalingssystem for clearing og afvikling af detailbetalinger¹. Deltagerne i Sumclearingen, clearingdeltagerne, er danske pengeinstitutter eller udenlandske banker, der har en filial i Danmark eller på anden måde udøver grænseoverskridende virksomhed her i landet. Nationalbanken fungerer som afviklingsbank for Sumclearingen. I Sumclearingen sker multilateral netting, dvs. alle rettigheder og forpligtelser deltagerne imellem lægges sammen til én betaling eller ét tilgodehavende pr. deltager pr. kørsel, der afvikles over deltagerens konti i Nationalbanken.

¹ For en beskrivelse af Sumclearingen henvises til Danmarks Nationalbank, Betalingsformidling i Danmark, 2005.

Afviklingen baseres på de såkaldte sumtal, der er udtryk for det enkelte instituts kredit- og debetbalance over for hvert af de øvrige institutter, der deltager i Sumclearingen. Aftalen om multilateral netting er indeholdt i tilslutningsaftalen indgået mellem deltagerne og systemejereren (Finansrådet). Aftalen opfylder kravene i VPHL, idet der bl.a. er angivet objektive kriterier for, hvornår anmeldte betalingsordrer (sumtal) vil blive gennemført og nettet. Det følger af nettingaftalen, at anmeldte sumtal cleares og afvikles endeligt, uanset en deltagers konkurs, hvis sumtalene er meddelt PBS (systemoperatøren), inden den pågældende deltager er erklæret konkurs. Det er en forudsætning, at deltageren har en trækingsadgang i Nationalbanken, der mindst svarer til deltagerens nettotræk.

VP-afviklingen

VP-afviklingen er et system for clearing og afvikling af værdipapirhandler¹. Nationalbanken fungerer som afviklingsbank for VP-afviklingen. I VP-afviklingen sker multilateral netting på både penge- og værdipapirsiden. Alle betalinger til og fra deltagerne lægges sammen til én betaling/ét tilgodehavende pr. deltager, der afvikles over deltagerens konti i Nationalbanken, ligesom nettovirkningen af handler op- eller nedskrives med én postering pr. fondskode på deltagerens værdipapirkonti i VP Securities A/S, VP. Aftalen om multilateral netting er indeholdt i tilslutningsaftalen indgået mellem deltagerne og VP. Aftalen opfylder kravene i VPHL, idet der som ved Sumclearingen er angivet objektive kriterier for, hvornår anmeldte handler vil blive gennemført og nettet. Det følger af nettingaftalen, at handler, der er endeligt indberettet til VP forud for en deltagers konkurs, gennemføres i overensstemmelse med VPs clearingregler. Det er en forudsætning, at deltageren har en trækingsadgang i Nationalbanken og fondsaktiver på de relevante VP-konti, der mindst svarer til deltagerens nettopositioner.

Betydningen af netting i Sumclearingen og VP-afviklingen, hvis en deltager går konkurs

Endeligt indberettede handler og sumtal er som udgangspunkt beskyttet af finality-direktivet. I en konkurssituation har dette imidlertid begrænset betydning, for så vidt angår handler og sumtal med den konkursramte deltager. Det skyldes, at en konkurs som udgangspunkt vil indtræde i dagtimerne, mens VP-afviklingen og Sumclearingen primært finder sted om natten og derfor allerede vil være gennemført.

¹ For en beskrivelse af VP-afviklingen henvises til Danmarks Nationalbank, Betalingsformidling i Danmark, 2005.

Desuden vil en kurator foranledige såvel penge- som værdipapirkonti spærret, og den konkursramte deltager kan derfor ikke stille penge og papirer til rådighed for VP-afviklingen. Uagtet at handler kan endeligt indberettes helt op til 365 dage før afviklingsdagen, vil de derfor reelt typisk ikke kunne afvikles i en konkurssituation. Modsat VP-handler anmeldes sumtallene, lige inden afviklingen finder sted. Der vil derfor typisk ikke foreligge endeligt indberettede betalingsordrer, der ikke afvikles som følge af, at kurator har spærret den konkursramtes konti.

Den multilaterale netting har dermed størst betydning uden for konkurs, både i VP-afviklingen og Sumclearingen, idet deltagerne alene skal stille papirer og penge til rådighed på nettbasis.

ANVENDELSE AF BILATERALE NETTINGAFTALER I NATIONALBANKEN – RAMMEAFTALER VEDR. SWAP- OG REPOAFTALER

Swapaftaler

Nationalbanken indgår som agent for staten swapaftaler med danske og udenlandske banker om bytte af rente- og valutabetalingsstrømme. De enkelte swapaftaler indgås under den såkaldte ISDA Masteraftale¹. Masteraftalen er en rammeaftale, der regulerer alle swaptransaktioner indgået mellem parterne.

Rammeaftalen indeholder en række misligholdelsesbestemmelser, der omfatter en parts konkurs. I en sådan situation ophører transaktionerne, afhængigt af parternes aftale, enten automatisk, eller efter at den ikke-misligholdende part giver meddelelse herom til den misligholdende part.

Ved automatisk ophør betragtes alle udestående transaktioner under rammeaftalen som ophørt umiddelbart inden konkursbegæringens modtagelse i den pågældende skifteret. Hvis parterne *ikke* har aftalt automatisk ophør, kan den ikke-misligholdende part ved at give modparten meddelelse om misligholdelsesgrunden fastsætte en ophørsdato for alle udestående transaktioner under rammeaftalen. Ophørsdatoen må højst ligge 20 dage efter, at meddelelsen er kommet frem til modparten. Rammeaftalen indeholder en bestemmelse om bilateral netting, hvorefter parternes rettigheder og forpligtelser over for hinanden opgøres på ophørsdatoen efter principper fastsat i rammeaftalen, hvorefter de nettes. En af parterne skal herefter betale et nettobeløb til den anden.

¹ Aftalen er udarbejdet af brancheorganisationen International Swaps and Derivatives Association, ISDA.

Repoaftaler

Størstedelen af Nationalbankens indskud i udenlandske banker foregår via repoaftaler¹. Repoaftalerne indgås under den såkaldte GMRA Masteraftale, Global Master Repurchase Agreement².

Repo-rammeaftalen indeholder en række misligholdelsesbestemmelser, der omfatter en parts konkurs. I en konkurssituation sker ophør af alle transaktioner indgået under rammeaftalen automatisk. I andre misligholdelsestilfælde ophører transaktionerne efter, at den ikke-misligholdende part har givet meddelelse herom til den misligholdende part. Rammeaftalen indeholder en bestemmelse om bilateral netting, der indebærer, at værdien af parternes forpligtelser over for hinanden opgøres efter principper fastsat i rammeaftalen og nettes. En af parterne skal herefter betale et nettobeløb til den anden part. Opgørelsen sker i henhold til 1995-udgaven af rammeaftalen, som hovedparten af Nationalbankens repoaftaler er indgået under, som hovedregel senest handelsdagen efter, at misligholdelsen er indtrådt³. Boks 2 beskriver slutaftregning af Nationalbankens repoaftaler med Lehman Brothers International (Europe).

FORTSAT IKKE FULD HARMONISERING AF REGLERNE OM BILATERAL NETTING

Den 6. maj 2009 vedtog Europa-Parlamentet og Europa-Rådet en række ændringer af finality- og collateral-direktivet. Hovedformålet var at bringe direktiverne i overensstemmelse med den seneste markedsudvikling. Dette sikres ved at udvide finality-direktivets beskyttelse til afvikling mellem forbundne systemer, idet betalings- og værdipapirafviklingssystemer fremover forventes at blive tættere forbundne frem for alene at operere på et nationalt og uafhængigt grundlag. Desuden udvides direktiverne til at omfatte sikkerhedsstillelse i form af gældsfordringer, idet gældsfordringer tillige kan anvendes som sikkerhed i eurosystemets kreditoperationer. EU-medlemsstaterne skal senest 30. december 2010 have implementeret direktivet i national lovgivning med ikrafttræden 30. juni 2011.

Såvel finality- som collateral-direktivet har medvirket til at skabe ensartede regler om netting i EU-medlemsstaterne. Der er dog fortsat ikke fuld harmonisering af alle reglerne om bilateral netting, og nettingreglerne blev ikke ændret i forbindelse med den seneste ændring af collateral-direktivet.

¹ Reverse repoaftaler, dvs. Nationalbanken køber værdipapirer af modparten, der samtidig forpligter sig til at købe tilsvarende papirer tilbage.

² Aftalen er udarbejdet af brancheorganisationen International Capital Market Association, ICMA.

³ I 2000-udgaven af rammeaftalen sker opgørelsen i en konkurssituation som hovedregel senest den femte handelsdag efter, at den ikke-misligholdende part blev bekendt med misligholdelsen.

SLUTAFREGNING AF NATIONALBANKENS REPOAFTALER MED LEHMAN BROTHERS INTERNATIONAL (EUROPE)

Boks 2

Lehman Brothers International (Europe) var repomodpart for Nationalbanken, og til det formål var indgået en repo-rammeaftale. Den 15. september 2008 blev Lehman Brothers International (Europe) taget under insolvensbehandling¹. I henhold til rammeaftalen var Nationalbanken berettiget til at betragte dette som misligholdelse, hvorefter parternes forpligtelser i henhold til aftalen var forfaldne². Nationalbanken sendte en meddelelse om misligholdelse til Lehman Brothers International (Europe) og opgjorde herefter i overensstemmelse med de i rammeaftalen fastsatte regler markedsværdien af samtlige krav mellem parterne under rammeaftalen og foretog netting af de beløb, hver af parterne havde til gode hos hinanden. Alle beløb i forbindelse med slutafregningen blev i henhold til rammeaftalen opgjort i dollar. Slutafregningen betød, at Nationalbanken skulle betale et beløb til Lehman Brothers International (Europe).

¹ Lehman Brothers International (Europe) blev underlagt såkaldt "administration" i England, der nærmest svarer til en dansk betalingsstandsning.

² Dvs. datoen for købers tilbagesalg til sælger af købte værdipapirer fremrykkes til denne dato.

Medlemsstaterne kan have implementeret collateral-direktivet forskelligt. Den enkelte medlemsstat kan eksempelvis have valgt at begrænse anvendelsesområdet for direktivet til en bestemt personkreds eller betinget gyldigheden af en slutafregningsaftale af, at den er en del af en aftale om finansiell sikkerhedsstillelse, dvs. at der er stillet sikkerhed for de finansielle forpligtelser omfattet af slutafregningsaftalen. Desuden kan den ene part være hjemmehørende uden for EU.

Det enkelte lands nationale regler spiller således fortsat en rolle ved vurderingen af rækkevidden af en nettingaftale indgået mellem to parter.

Det er derfor af betydning for slutafregningsaftalens gyldighed og omfang, om den er undergivet dansk ret eller skal bedømmes efter et andet lands retsregler, fx hvis aftalen er indgået mellem to parter, der ikke begge er hjemmehørende i Danmark. Hvis en af parterne er taget under konkursbehandling, kan det fx være relevant at inddrage det lands konkursretlige regler, hvor fallenten er hjemmehørende. Spørgsmålet om, hvilket lands retsregler der skal finde anvendelse på en aftale om slutafregning, herunder navnlig i en konkurssituation, er kompliceret og vil ikke blive behandlet i denne artikel. Collateral-direktivet og VPHL regulerer ikke spørgsmålet. Hvis der er tale om et europæisk kreditinstitut, der tages under konkursbehandling, bestemmes det imidlertid i bekendtgørelsen om lovvalg mv. ved penge- og realkreditinstitutters samt udstedere af elektroniske penges betalingsstandsning, tvangsakkord, tvangsopløsning eller konkurs¹, at aftaler om netting afgøres efter den lovgivning, som finder anvendelse på disse aftaler.

¹ Bekendtgørelsen implementerer direktiv 2001/24/EF om sanering og likvidation af kreditinstitutter (winding-up-direktivet).

Såvel ISDA som ICMA har foranlediget udarbejdet såkaldte legal opinions fra alle relevante jurisdiktioner med henblik på at afklare, om bl.a. nettingklausulen skal respekteres i den jurisdiktion, hvor modparten er hjemmehørende.

LITTERATUR

Bang-Pedersen, Ulrik Rammeskow (2005), *Slutafregning*, Forlaget Thomson.

Andresen, Niels C. (2004), Clearing og afvikling i et retligt perspektiv, *Danmarks Nationalbank Working Papers*, nr. 20.

Andersen, Niels C. og Helene Vinten (2008), *Betalingsystemer*, Center for videregående kreditret og kapitalmarkedsret.

Nielsen, Peter Møller (1996), Nettingbestemmelserne i værdipapirhandelsloven, *Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt*, maj.

Prisstabilitet og beskæftigelse

Morten Spange, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Lav inflation er i dag den primære målsætning for pengepolitikken i de fleste lande. Derimod tillægges faktorer som vækst og beskæftigelse typisk kun sekundær vægt ved udformningen af de pengepolitiske strategier, som centralbankerne forventes at følge. Den amerikanske centralbank, Federal Reserve, kan umiddelbart fremstå som en undtagelse, da den har et såkaldt dualt mandat, som lægger vægt på både inflation og beskæftigelse. Imidlertid viser erfaringen, at man også i USA lægger afgørende vægt på, at inflationen holdes nede.

Når prisstabilitet gøres til det primære mål i pengepolitikken, skyldes det, at der i dag er konsensus om, at pengepolitikken på langt sigt ikke kan forøge produktionen, men kun påvirke inflationen. Dermed giver det ikke mening at have som hovedmålsætning, at pengepolitikken skal bidrage aktivt til at skabe vækst og beskæftigelse. Det bedste, pengepolitikken kan bidrage med, er at skabe en stabil ramme om samfundsøkonomien i form af lav og forudsigelig inflation. Inden for denne ramme kan pengepolitikken på kort sigt bruges til at stabilisere produktionen omkring dens potentiale.

Der er en række grunde til, at lav og forudsigelig inflation er gavnlig for samfundsøkonomien. Eksempelvis er det lettere at træffe forbrugs- og ikke mindst investeringsbeslutninger, når man ved, at prisniveauet ikke ændrer sig betydeligt i de kommende år. Desuden er det svært at udforme et system af skatter og overførsler, som fordeler efter hensigten, når priser og lønninger stiger mærkbart fra år til år. I stedet vil man i en situation med høj og varierende inflation næsten uundgåeligt opleve tilfældige grupper vinde eller tabe på, at deres indkomst passerer forskellige nominelle grænser. Prisstabilitet er således gavnligt for såvel husholdninger og virksomheder som den offentlige sektor.

I Danmark er pengepolitikken målsætning også stabile priser, men i modsætning til de fleste centralbanker i lande med en selvstændig pengepolitik har Nationalbanken ikke direkte fokus på inflationen. I stedet er pengepolitikken herhjemme indrettet efter en stabil kronekurs over for euro. Da Den Europæiske Centralbank, ECB, har til formål at sikre lav

inflation i euroområdet, vil en fast kronekurs over for euroen imidlertid også medføre en lav og stabil inflation i Danmark. Dermed er også dansk pengepolitik udformet i erkendelse af, at der på længere sigt ikke eksisterer en afvejning mellem lav inflation og høj vækst.

I det følgende diskuteres, hvilke muligheder og begrænsninger der ligger i pengepolitikken. Diskussionen leder frem til en forståelse af den internationale konsensus om, at pengepolitikken primært bør fokusere på prisstabilitet, mens der må andre økonomisk-politiske instrumenter på banen, hvis vækst og beskæftigelse ønskes vedvarende fremmet. Argumentationen underbygges ved hjælp af såvel danske som internationale erfaringer fra de seneste årtier. Afslutningsvis fremhæves det, hvordan troværdigheden omkring pengepolitikken har medvirket til at mildne skadevirkningerne af de senere års betydelige udsving i råvarepriserne.

HVAD KAN PENGEPOLITIKKEN BRUGES TIL?

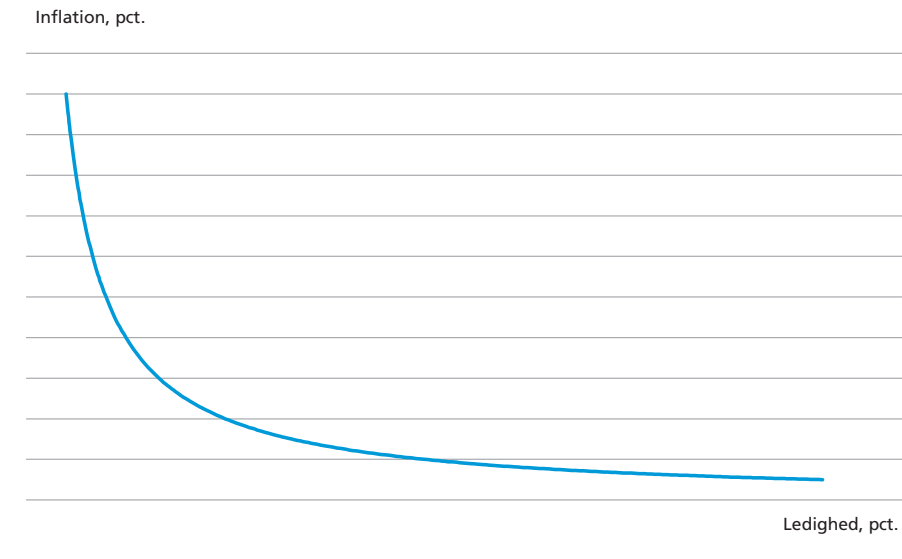
I langt de fleste vestlige lande udføres pengepolitikken af centralbanken efter en på forhånd fastlagt strategi. Dermed sikres det, at omverdenen har mulighed for at forstå de pengepolitiske beslutninger, hvilket bidrager til at opbygge troværdighed omkring den økonomiske politik. Den pengepolitiske strategi er typisk bestemt fra politisk side, og den indeholder nogle forskrifter for, hvad centralbanken gennem udførelsen af pengepolitikken skal sigte efter at opnå. Ved udformningen af den pengepolitiske strategi er det vigtigt som udgangspunkt at gøre sig klart, hvilke muligheder og begrænsninger der ligger i pengepolitikken. Hvis det fra politisk side pålægges centralbanken at opnå en række mål, som ikke vedrører pengepolitikken, eller som ikke er indbyrdes forenelige, kan det have uhensigtsmæssige implikationer for et lands økonomiske udvikling. Som det forklares i det følgende, kan pengepolitikken eksempelvis ikke anvendes til på længere sigt at øge beskæftigelsen. Og et ønske om fx at styre aktiekurserne er ikke nødvendigvis foreneligt med at holde inflationen på et stabilt niveau.

Phillipskurven og dens sammenbrud

I årene frem til 1970'erne var der en forventning om, at det var muligt at opnå en permanent lavere ledighed gennem ekspansiv økonomisk politik. Prisen herfor er en højere inflation. Det skulle således være muligt for centralbanken at stabilisere økonomien omkring et politisk bestemt niveau for ledigheden. Denne teori er illustreret i figur 1 ved hjælp af en såkaldt phillipskurve, som viser den forventede sammenhæng mellem inflation og ledighed.

TEORETISK PHILLIPSKURVE

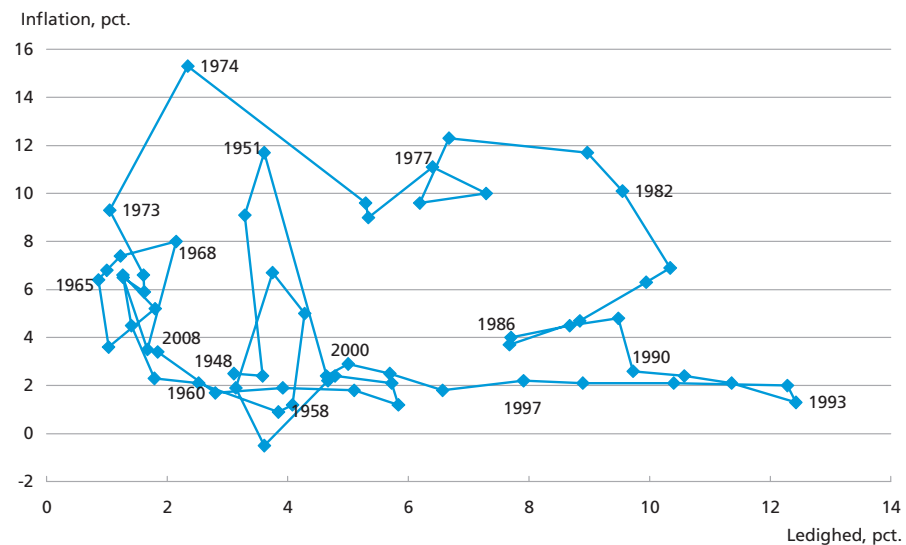
Figur 1



I løbet af 1970'erne blev det klart, at den traditionelle phillipskurve-teori ikke holdt stik. Tværtimod viste det sig, at forsøg på at udnytte sammenhængen mellem inflation og ledighed på længere sigt fører til højere inflation, uden at realøkonomien stilles bedre. Figur 2 viser den faktiske sammenhæng mellem inflation og ledighed for Danmark siden 2.

PHILLIPSKURVE FOR DANMARK 1948-2008

Figur 2



Anm.: Data dækker årene 1948-2008. CPI benyttes som mål for inflation.

Kilde: Danmarks Statistik. Der er databrud i 1980 grundet ændring i definitioner.

verdenskrig. Det fremgår klart, at denne sammenhæng ikke har været som forudsagt af den traditionelle phillipskurve. I hele perioden op til den første oliekrise var ledigheden under 5 pct., mens inflationen det meste af perioden lå mellem 2 og 8 pct. I forbindelse med oliekrisen steg inflationen betydeligt og nåede i 1974 op over 15 pct., hvorefter den holdt sig i omegnen af 10 pct. frem til overgangen til den konsekvente fastkurspolitik i 1982. På trods af den høje inflation steg ledigheden betydeligt. Først efter overgangen til fastkurspolitik lykkedes det gennem resten af 1980'erne gradvis at få inflationen bragt ned, hvilket skete, uden at ledigheden steg yderligere. Perioden efter 1993 er præget af en række reformer, som forbedrede strukturerne på arbejdsmarkedet og dermed nedbragte den ledighed, som er forenelig med en stabil løn- og prisudvikling. Dette afspejler sig i, at ledigheden siden 1993 er faldet markant, uden at inflationen er steget. Der har således langt fra været nogen entydig sammenhæng mellem inflation og ledighed i Danmark.

Virkningerne af pengepolitik

Når man vurderer effekterne af pengepolitik, er det vigtigt at skelne mellem det korte og det lange sigt. På kort sigt vil en pengepolitisk ekspansion føre til øget efterspørgsel. Det skyldes, at det ved en lavere rente bliver mindre attraktivt at spare op, så forbrugerne tilskyndes til at øge deres forbrug. Ligeledes vil det bedre kunne betale sig at igangsætte investeringer, når renten er lav. Desuden vil en rentenedsættelse ofte give sig udslag i højere priser på den private sektors aktiver. Dermed vokser den private sektors formue, hvilket også medvirker til at forøge efterspørgslen. Den forøgede efterspørgsel fører til et pres på ressourcerne, som får priserne til at stige, mens ledigheden falder i takt med, at virksomhederne øger produktionen. En pengepolitisk lempelse kan altså på kort sigt øge såvel aktivitet som inflation og nedbringe ledigheden, hvilket er i overensstemmelse med den simple teori om phillipskurven.

Overgangen fra det korte til det lange sigt kan gå via løndannelsen. I første omgang vil den pengepolitiske lempelse ikke nødvendigvis have stor indflydelse på lønningerne, da disse typisk er sat i kontrakter af nogen varighed. Men den øgede efterspørgsel efter arbejdskraft og de højere priser betyder, at arbejdstagerne ved de efterfølgende lønforhandlinger vil forlange højere lønstigninger. Endvidere vil lønmodtagerne gennemskue, at hvis de kræver højere lønninger for at kompensere for de prisstigninger, der allerede har fundet sted, så vil virksomhederne hæve deres priser yderligere. Lønmodtagerne vil derfor kræve en lønstigning, der ikke blot kompenserer for de hidtidige prisstigninger, men også tager højde for fremtidige stigninger. I takt med, at reallønnen dermed vender tilbage til udgangspunktet, vil det ikke længere

være så fordelagtigt for virksomhederne at operere med en større beskæftigelse. Den gunstige virkning på beskæftigelsen er derfor kun af midlertidig karakter.

En afgørende pointe er, at lønmodtagerne tager højde for, hvad de forventer, at inflationen vil blive i løbet af den periode, som deres lønkontrakter løber over. Hvis det var muligt systematisk at overraske lønmodtagerne med uventet høj inflation, kunne man muligvis opnå lavere ledighed på bekostning af højere prisstigninger. Empirien viser imidlertid, at det ikke er tilfældet. Lønmodtagerne lærer gradvis at skue fremad og fokusere på reallønnen – ikke pengelønnen.

Reallønnen bliver dermed genoprettet, da lønmodtagerne tager højde for den højere prisstigningstakt. Dermed vil det ikke være fordelagtigt for virksomhederne at køre videre med det nye højere niveau for beskæftigelsen, som reduceres til det oprindelige niveau. Men virksomhederne må alligevel hæve priserne mere end før den pengepolitiske lempelse for at kompensere for de høje lønstigninger. Da prisstigningerne er højere end i udgangspunktet for at kompensere for de højere lønstigninger, må lønmodtagerne imidlertid også vedblive med at kræve højere lønstigninger end før den pengepolitiske lempelse for at kompensere for dette.

Både vareinflationen og løninflationen ender således på et højere niveau end før den pengepolitiske lempelse, idet forventninger om højere inflation er blevet indarbejdet i det økonomiske system. Imidlertid har det ingen gunstige realøkonomiske konsekvenser, da realløn såvel som beskæftigelse er tilbage på det oprindelige niveau. Så man har opnået, at beskæftigelsen var over det normale niveau i den tid, det tog for pris- og lønstigningstakten at tilpasse sig den nye virkelighed. Men omkostningen er, at højere løn- og prisstigninger er blevet indarbejdet i økonomien via forventningsdannelsen hos husholdninger og virksomheder, med de problemer det skaber, jf. omtalen på side 60.

Hvis centralbanken stadig ønsker at hæve produktionen over dens potentiale, må den skabe endnu mere inflation for derved endnu engang at overraske den private sektor. Det er selvsagt ikke nogen langsigts-holdbar løsning, at centralbanken systematisk overrasker husholdninger, virksomheder og lønmodtagere ved at skabe mere og mere inflation for derved at udhule reallønnen. Og på et tidspunkt vil den private sektor ikke længere kunne overraskes, da den efterhånden gennemskuer det pengepolitiske reaktionsmønster.

For at få inflationen tilbage på det oprindelige niveau må økonomien gennem en periode med en stram pengepolitik. Det vil have negative konsekvenser for beskæftigelsen. Det er derfor vigtigt at undgå situationer, hvor forventninger om højere løn- og prisstigninger bliver indar-

bejdet i det økonomiske system. Erkendelsen af, at pengepolitikken kun kan nedbringe ledigheden, hvis centralbanken skaber mere inflation end forventet af husholdninger og virksomheder, har ført til, at man nu ofte analyserer økonomisk politik inden for rammerne af en såkaldt forventningsudvidet phillipskurve. Boks 1 gennemgår kort phillipskurvens udvikling.

På langt sigt er det således ikke muligt for pengepolitikken at øge aktiviteten ud over det potentielle niveau, som bestemmes af arbejdsstyrken, strukturerne på arbejdsmarkedet, kapitalapparatets størrelse og produktionsteknologien. Den eneste reelle mulighed er derfor, at centralbanken accepterer, at pengepolitikken ikke kan bruges til at øge væksten i økonomien på længere sigt. Storgaard (2009) præsenterer en empirisk analyse af løndannelsen i Danmark i perioden 1975-2007¹. En hovedkonklusion fra artiklen er, at prisstigningerne på længere sigt fuldt ud afspejles i lønnen. Dermed er det ikke muligt på længere sigt at opnå højere beskæftigelse ved systematisk at bruge inflationen til at reducere reallønnen.

Væksten er udbudsbestemt

På langt sigt vil niveauet for den økonomiske aktivitet være bestemt af økonomiens udbudsside. For en given arbejdsstyrke og kapitalapparat vil der være et niveau for produktionen, som er foreneligt med en stabil løn- og prisudvikling. Forsøg på gennem efterspørgselsstimulerende politik at øge aktiviteten ud over dette niveau er muligt på kort sigt, men vil på længere sigt blot resultere i højere pris- og lønstigninger, jf. diskussionen ovenfor. Det er således ikke muligt at stabilisere økonomien på et niveau, som ligger over dens potentiale, og dette gælder, uanset om det er penge- eller finanspolitikken, der anvendes til at stimulere efterspørgslen.

Hvis man ønsker en varig forøgelse af den økonomiske aktivitet, må man i stedet iværksætte initiativer, som kan løfte økonomiens potentielle produktion. Dette kan eksempelvis opnås ved gennem ændrede afskrivnings- eller beskatningsregler at gøre det mere fordelagtigt at investere i produktionskapital. Alternativt kan man forsøge at øge arbejdsstyrken, opkvalificere den gennem uddannelse eller nedbringe den ledighed, som er forenelig med en stabil lønudvikling. Dette kan gøres ved hjælp af strukturreformer, som gør det mere attraktivt at arbejde.

Selv om pengepolitikken ikke kan bidrage positivt til væksten på langt sigt, er der blandt økonomer bred enighed om, at såvel penge- som finanspolitik kan påvirke aktiviteten på kortere sigt ved at stimulere eller

¹ Peter Ejler Storgaard, Lønudviklingen i Danmark, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2009.

PHILLIPSKURVENS HISTORIE

Boks 1

Phillipskurven daterer sig tilbage til 1958, hvor A. W. Phillips i en skelsættende artikel viste, at der gennem de forudgående ca. 100 år havde været en relativt stabil sammenhæng mellem arbejdsløshed og løninflation i Storbritannien.¹ Perioder med lav arbejdsløshed havde været præget af høj løninflation, mens lønstigningerne havde været små i perioder med høj arbejdsløshed. En lignende sammenhæng kunne også findes mellem arbejdsløshed og prisinflation. Ideen var, man stod over for en afvejning mellem ledighed og lønstigninger. Ville man acceptere højere lønstigninger, kunne man ifølge teorien opnå permanent lavere ledighed. Denne sammenhæng så ud til at holde også i årene efter Phillips' artikel, og tankerne bag phillipskurven vandt således indpas i udformningen af den økonomiske politik i mange lande. Den teoretiske phillipskurve er illustreret i figur 1 i hovedteksten.

I 1970'erne blev der stillet alvorlige spørgsmålstejn ved phillipskurvens relevans. Der var mange lande, som på samme tid oplevede både høj inflation og høj arbejdsløshed. Ifølge phillipskurven skulle denne situation ikke være mulig, så noget måtte være galt. Desuden var phillipskurvens sammenbrud allerede blevet forudset. Milton Friedman og Edmund Phelps havde i teoretiske artikler argumenteret for, at reale størrelser som eksempelvis produktion og beskæftigelse på langt sigt vil blive bestemt af reale faktorer og ikke kan påvirkes af nominelle størrelser som penge og inflation.² I et land vil der være et "normalt" eller "naturligt" niveau for arbejdsløsheden, og pengepolitikken kan ikke på langt sigt holde arbejdsløsheden over eller under dette niveau. På langt sigt er phillipskurven derfor lodret, idet inflationen her er uafhængig af arbejdsløsheden. Det normale niveau for arbejdsløsheden vil være bestemt af en række strukturelle forhold på arbejds- og varemarkedet. Omvendt vil pengepolitikken altid kunne bestemme inflationen gennem den mængde af penge, som sendes i cirkulation. Friedman og Phelps har begge modtaget Nobelprisen i økonomi for deres arbejde.

Selv om phillipskurven på langt sigt er lodret, er det ikke ensbetydende med, at pengepolitikken ikke kan have reale effekter på kort sigt. I 1970'erne opstod der en teoretisk litteratur, som analyserede, under hvilke betingelser pengepolitikken kunne have reale effekter. Her spillede ikke mindst den senere Nobelprisvinder Robert E. Lucas en stor rolle. Han kom frem til, at det var afgørende at skelne mellem forventede og uventede stød. Kun hvis et pengepolitisk stød er uventet af den private sektor, vil det ifølge Lucas kunne have reale effekter.³ Hvis en pengepolitisk ekspansion er ventet, vil den derimod blot resultere i højere priser.

I dag er der i centralbanker og lignende institutioner bred enighed om, at der på kort sigt eksisterer en afvejning mellem inflation og aktivitet. Det skyldes, at man i vid udstrækning har adopteret en såkaldt ny-keynesiansk tankegang, som antager, at priser og lønninger reagerer trægt. Dermed vil en pengepolitisk ekspansion kunne øge aktiviteten i den periode, det tager, indtil priser og lønninger har tilpasset sig deres nye langsigtsniveau. Realøkonomien vil imidlertid uundgåeligt vende tilbage til sit udgangspunkt, der er bestemt af strukturelle forhold som eksempelvis strukturerne på arbejdsmarkedet.

¹ Se A. W. Phillips, The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861–1957, *Economica, New Series*, 1958, vol. 25, nr. 100, side 283–299.

² Se M. Friedman, The Role of Monetary Policy, *American Economic Review*, 1968, vol. 58, side 1–17, og E. S. Phelps, Money-Wage Dynamics and the Labour-Market Equilibrium, *Journal of Political Economy*, 1968, vol. 76, side 678–711.

³ Se R. E. Lucas, Expectations and the neutrality of money, *Journal of Economic Theory*, 1972, vol. 4, side 103–124.

dæmpe efterspørgslen. Det er i den forbindelse værd at bemærke, at en pengepolitik, som fokuserer på at stabilisere inflationen på et lavt niveau, også kan have stabiliserende virkninger på aktiviteten. Det er fx tilfældet, hvis fluktuationerne i vækst og beskæftigelse primært er drevet af efterspørgselsstød som under finanskrisen. Her har et fald i efterspørgslen ført til nedgang i såvel aktivitet som inflation over hele kloden.

Som reaktion herpå har de ledende centralbanker alle nedsat deres renter til et niveau tæt på nul. Dermed understøttes efterspørgslen, hvilket modvirker, at inflationen falder for langt under det ønskede niveau. I den aktuelle situation er der således hverken på kort eller langt sigt nogen konflikt mellem hensynet til beskæftigelsen og hensynet til prisstabilitet. Det afgørende er, at økonomien stabiliseres omkring sit potentiale og ikke omkring et aktivitetsniveau, som er uforeneligt med stabile priser og lønninger. Når økonomien er ved at være oppe i gear igen, skal renterne derfor sættes op til et normalt leje.

Inflationen bestemmes af pengepolitikken

På kort sigt vil inflationen være påvirket af en række faktorer. Eksempelvis vil ændringer i råvarepriserne uundgåeligt slå igennem på forbrugerpriserne. Ligeledes kan finanspolitikken påvirke inflationen, der vil have en tendens til at stige i kølvandet på en finanspolitisk lempelse som følge af det forøgede kapacitetspres. En konjunkturmedløbende finanspolitik, der stimulerer økonomien, når vækst og inflation er stigende, kan derfor vanskeliggøre centralbankens opgave og medføre større udsving i de pengepolitiske renter end ellers. På langt sigt er inflationen imidlertid bestemt af den førte pengepolitik. Da centralbanken på langt sigt bestemmer inflationen, men ikke kan påvirke beskæftigelsen, eksisterer der ikke et modsætningsforhold mellem høj beskæftigelse og lav inflation.

De fleste centralbanker er blevet pålagt at sigte mod lav og stabil inflation, da høj inflation reducerer effektiviteten i det økonomiske system. Der er en række årsager til dette:¹

- Høj inflation er ofte sammenfaldende med varierende inflation, hvilket slører udviklingen i de relative priser. Det vanskeliggør husholdningernes og virksomhedernes opsparings- og investeringsbeslutninger med deraf følgende risiko for fejlallokering af resurserne i økonomien.
- Varierende inflation giver anledning til, at kreditorer vil kræve en risikopræmie i renten som kompensation for usikkerheden om det fremtidige inflationsniveau. Det giver alt andet lige højere nominelle renter, hvilket kan virke hæmmende på investeringer og økonomisk vækst.

¹ Det følgende er taget fra Danmarks Nationalbank, *Pengepolitik i Danmark*, 2009, side 4-5.

- Inflation får virksomheder og husholdninger til at bruge uforholdsmæssigt mange resurser på at sikre sig mod fremtidig inflation i forbindelse med indgåelse af kontrakter på vare- og arbejdsmarkedet og i de finansielle markeder.
- Høj og varierende inflation giver anledning til en omfordeling af formuer mellem debitorer og kreditorer, som ikke er realøkonomisk begrundet.
- Inflation kan give forvriddninger i et nominelt baseret skattesystem, så realafkastet efter skat af investeringer er afhængig af inflationen og ikke alene afspejler investeringernes produktive afkast.

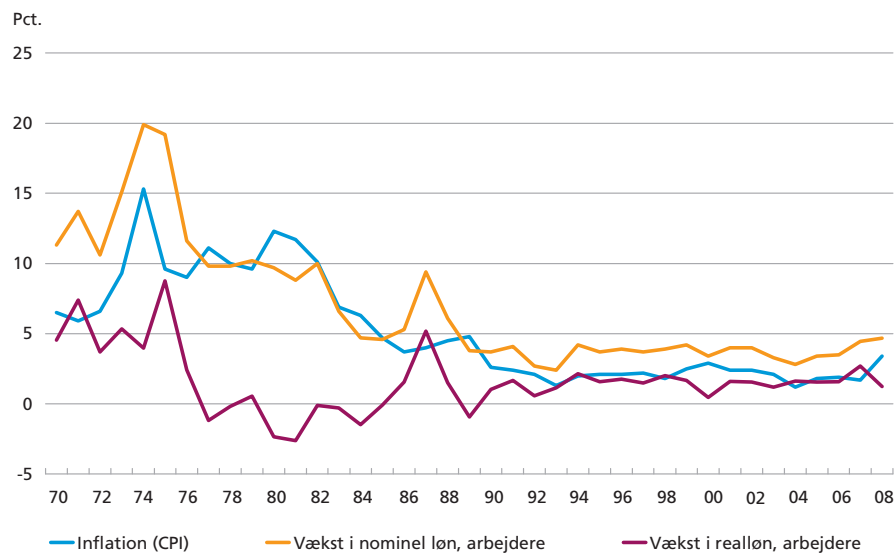
ERFARINGERNE FRA DANMARK

Figur 3 viser udviklingen i inflation samt nominel løn og realløn i Danmark de seneste knap 40 år. Perioden frem til overgangen til en konsekvent fastkurspolitik i starten af 1980'erne var generelt præget af høje nominelle lønstigninger. Imidlertid blev lønstigningerne spist op af inflation, så væksten i reallønnen var omtrent nul flere år i træk. Den høje inflation afspejlede, at man gennem gentagne devalueringer forsøgte at øge den økonomiske vækst. Resultaterne udeblev imidlertid, og både ledigheden og inflationen steg.

For at reducere inflationen annoncerede den tiltrædende regering i 1982, at den ville afstå fra yderligere devalueringer. Desuden blev de au-

INFLATION OG LØNVÆKST

Figur 3



Kilde: Danmarks Statistik (inflation), Dansk Arbejdsgiverforening (løn).

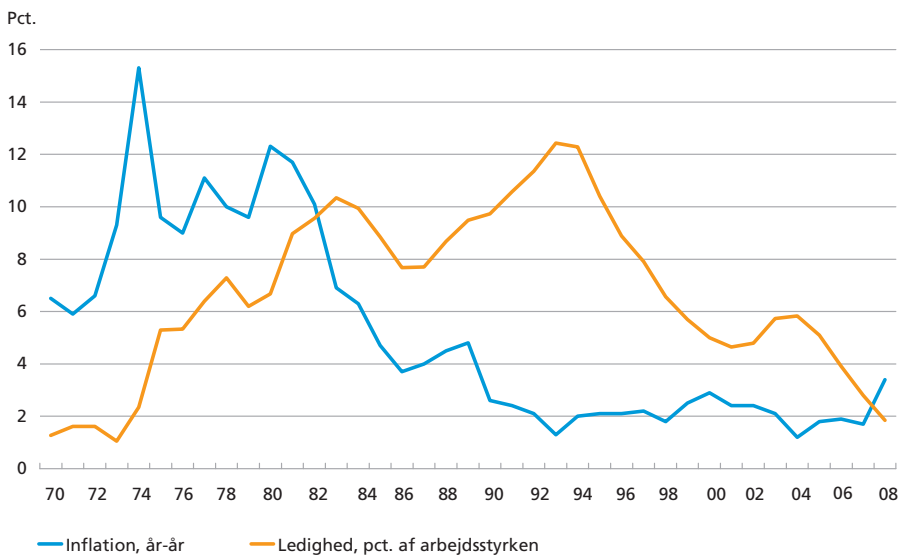
tomatiske dyrtidsreguleringer suspenderet og finanspolitikken strammet. I de efterfølgende år opstod der gradvis en tro på, at den førte økonomiske politik ville være i stand til at nedbringe inflationen. Dermed blev lavere nominelle lønstigninger efterhånden acceptabelt for lønmodtagerne. Siden sidst i 1980'erne har den nominelle lønstigningstakt været markant lavere end i den forudgående periode. Men på trods af dette har lønmodtagerne nydt godt af pæne reallønstigninger. Det illustrerer, at en troværdig økonomisk ramme, som kan levere lave prisstigninger, er et godt værn mod udhuling af reallønnen. Men historien viser også, at troværdighed tager tid at opbygge. Det er derfor afgørende, at troværdigheden omkring den økonomiske politik ikke undermineres ved at afvige fra den langsigtede strategi for at øge væksten på kort sigt.

Figur 4 viser udviklingen i inflation og ledighed i Danmark i perioden 1970–2009. Det fremgår, at ledigheden siden starten af dette årti har ligget på sit laveste niveau siden den første oliekrise. Samtidig har netop denne periode været karakteriseret ved lav og stabil inflation. I Danmark har lav inflation således i en lang årrække gået hånd i hånd med høj beskæftigelse.

Hvis den gunstige udvikling skal fortsætte, er det vigtigt, at der føres en ansvarlig økonomisk politik. I midten af 2000'erne var der en tendens til, at finanspolitikken var konjunkturmedløbende. Dermed har finanspolitikken bidraget til, at ledigheden er kommet ned under sit strukturelle niveau. Det er risikabelt, da et forsøg på at stabilisere ledigheden

INFLATION OG LEDIGHED I DANMARK

Figur 4



Anm.: CPI benyttes som mål for inflation.

Kilde: Danmarks Statistik.

under sit strukturelle niveau på længere sigt vil føre til højere løn- og prisstigninger. En periode med højere ledighed kan således være nødvendig for at undgå, at inflationen begynder at stige.

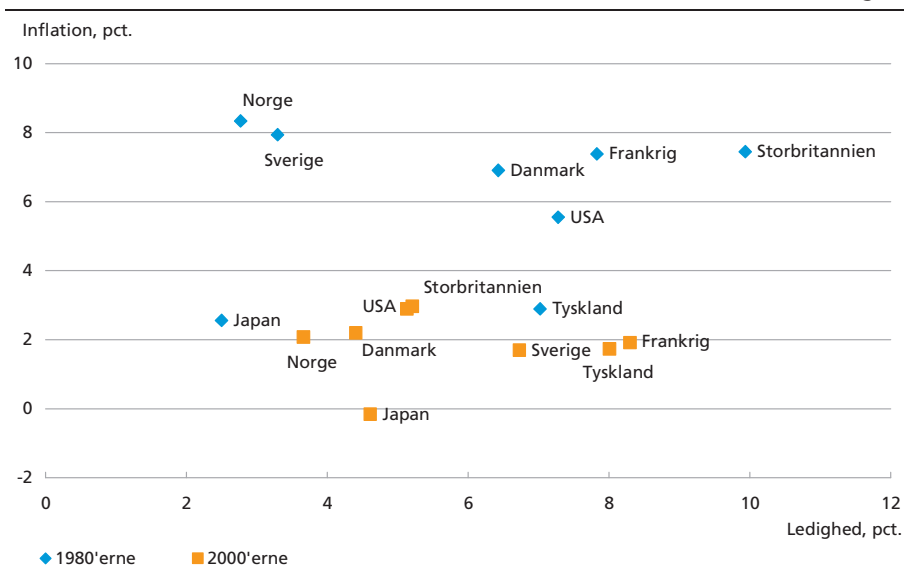
Lav inflation er ikke den eneste faktor bag en gunstig økonomisk udvikling. Eksempelvis er strukturerne på arbejdsmarkedet helt afgørende for, at ledigheden kan forblive på et lavt niveau, mens investeringer i uddannelse og forskning er vigtige for at sikre fremtidig vækst. Sådanne politikområder ligger blot ikke inden for rammerne af pengepolitikken, men lav og stabil inflation skaber det bedste fundament for at fremme strukturelle forbedringer.

ERFARINGERNE FRA UDLANDET

Danmarks erfaringer med en pengepolitik rettet mod stabile priser er langt fra enestående. Gennem de senere årtier har en lang række lande med gode resultater formået at etablere en troværdig ramme om deres økonomiske politik med det formål at opnå lav og stabil inflation. Dette har ikke haft negative konsekvenser for beskæftigelsen. Figur 5 viser den gennemsnitlige inflation og arbejdsløshed for en række lande i 1980'erne sammenlignet med perioden efter 2000. Som det fremgår, har alle landene haft lavere inflation i det seneste tiår, mens der for ledigheden ikke viser sig et klart billede.

INFLATION OG LEDIGHED

Figur 5

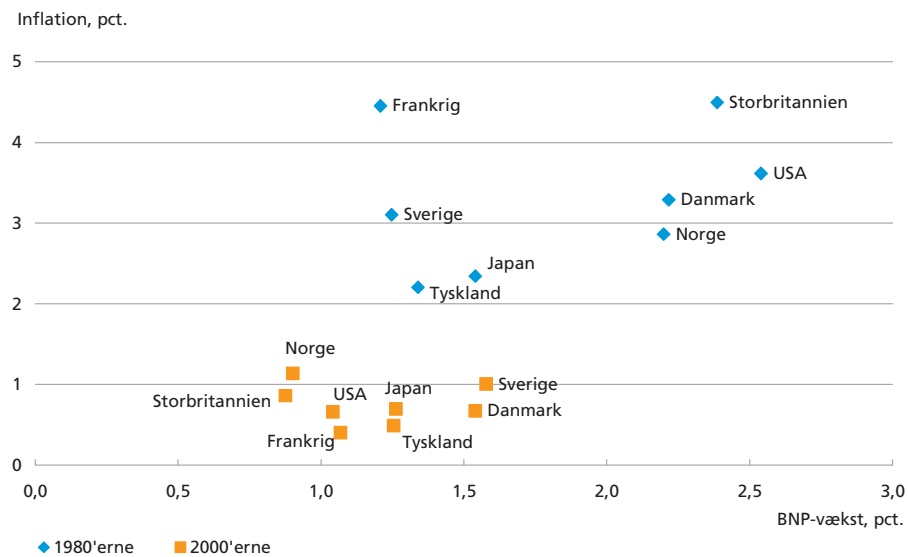


Anm.: CPI benyttes som mål for inflation.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, juni 2009, Reuters EcoWin (Tyskland, ledighed kun Vesttyskland), Office for National Statistics (britisk inflation).

STANDARDAFVIGELSE AF INFLATION OG VÆKST

Figur 6



Anm.: CPI benyttes som mål for inflation. Den økonomiske vækst beregnes ud fra realt BNP.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, juni 2009, OECD.Stat Extracts (tysk vækst), Reuters EcoWin (tysk inflation), Office for National Statistics (britisk inflation).

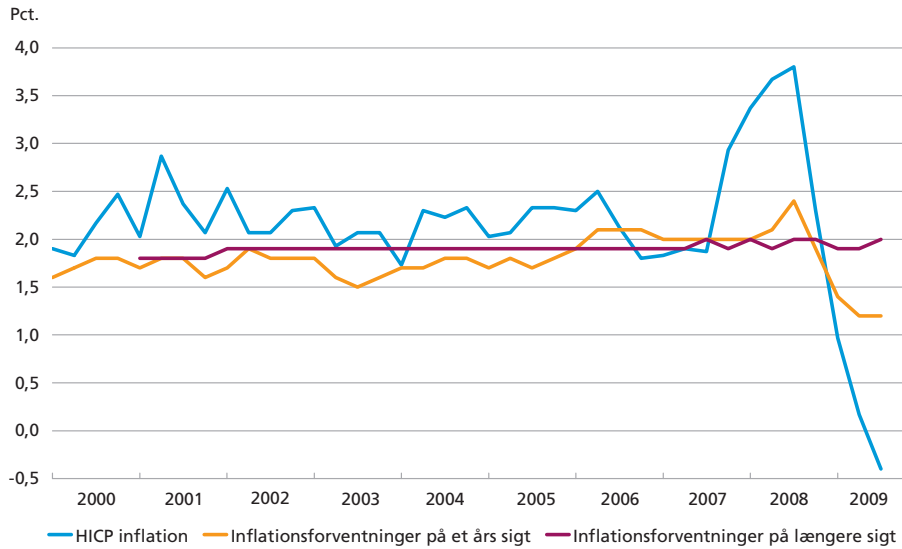
Den gennemsnitlige inflation har været lav i 2000-08, og denne periode har også været præget af stor stabilitet. Figur 6 viser standardafvigelsen for inflation og BNP-vækst i 1980'erne og i perioden efter 2000 for de samme lande som i figur 5. Som det fremgår, har såvel vækst som inflation generelt været mere stabil efter 2000. Det er således muligt, at en pengepolitik, som sigter mod lav inflation, kan opnå såvel lav ledighed som en stabil makroøkonomisk udvikling.

DE SENERE ÅRS PENGEPOLITIK

De senere års inflationsudvikling i lyset af de kraftige udsving i råvarepriserne illustrerer nogle specifikke fordele ved et troværdigt nominelt anker. Trods de store udsving i den faktiske inflation i fx euroområdet har markedsdeltagernes forventninger til den fremtidige inflation ligget bemærkelsesværdigt stabilt omkring ECBs målsætning om en inflation under, men tæt på 2 pct., som det fremgår af figur 7. Stabile inflationsforventninger er vigtige, da priser og ikke mindst lønninger ofte sættes i kontrakter af flere års varighed. Da lønmodtagerne primært er interesserede i deres realløn, vil der ved indgåelse af overenskomsterne blive lagt vægt på, hvad inflationen forventes at blive i overenskomstens løbetid. Hvis lønmodtagerne forventer, at inflationen bliver lav, vil de således være villige til at acceptere relativt lave nominelle lønstigninger.

INFLATION OG INFLATIONSFORVENTNINGER I EUROOMRÅDET

Figur 7



Anm.: Kvartalsvise observationer. Sidste observation er 3. kvartal 2009.

Kilde: Reuters EcoWin.

En tro på, at centralbankerne vil stabilisere inflationen på et lavt niveau, har i sig selv en stabiliserende effekt på økonomien gennem inflationsforventningerne. Som konsekvens af den pengepolitiske troværdighed behøvede de ledende centralbanker kun at forøge deres renter moderat på trods af den globale stigning i inflationen, der fandt sted i tiden indtil sommeren 2008 som følge af de kraftige stigninger i råvarepriserne, jf. boks 2.

TROVÆRDIGHED OG ANDEN-RUNDE-EFFEKTER

Boks 2

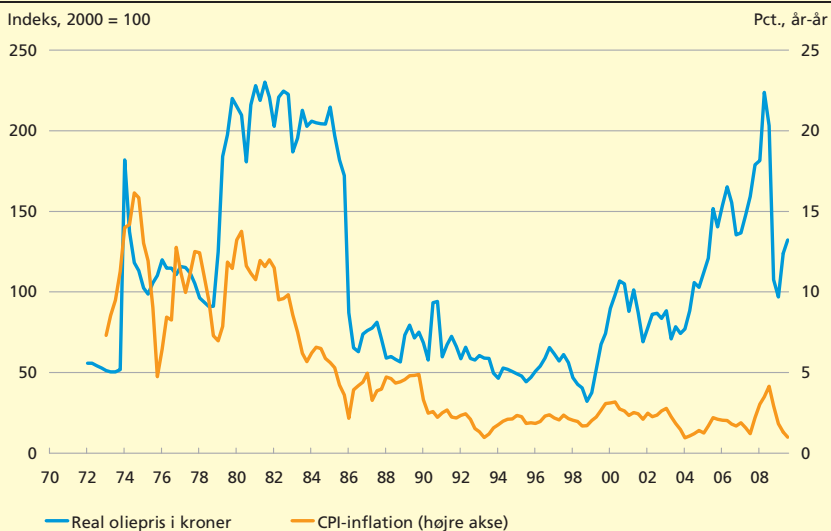
Som beskrevet i artiklen førte sidste års kraftige stigninger i råvarepriserne kun til en mindre stigning i den private sektors forventninger til den fremtidige inflation. Det skyldes, at der var tiltro til, at centralbankerne ville bringe inflationen tilbage til målet inden for kort tid. Som konsekvens heraf kom den midlertidige stigning i inflationen ikke til at afspejle sig i lønstigningstakten. I en situation, hvor pengepolitikens fokus på lav inflation havde været mindre klar, ville lønmodtagerne imidlertid ved indgåelse af overenskomster ikke kunne være sikre på, at de højere prisstigninger kun ville være et midlertidigt fænomen. I en sådan situation er det sandsynligt, at lønmodtagerne som kompensation ville have krævet højere lønstigninger. Men dermed ville prisstigningerne fra de højere energipriser blive indarbejdet i den inflationære proces.

Som konsekvens af de højere lønkrav ville virksomhederne således være nødsagede til at hæve priserne. Dermed ville de højere energipriser have resulteret i såkaldte andenrunde-effekter, hvor stigninger i energipriserne, som i første runde havde ført til en midlertidig stigning i inflationen, gennem de økonomiske aktørers forventningsdannelse resulterede i permanent højere inflation. Det er netop, hvad der skete i en lang række lande, heriblandt Danmark, i kølvandet på de kraftige olieprisstigninger i 1970'erne.

Som det fremgår af figur 8, steg olieprisen betydeligt i begyndelsen af 1970'erne og i perioden 2004-08. Men hvor det i den tidlige periode resulterede i en vedvarende stigning i inflationen, har de senere års olieprisstigninger kun haft kortvarige effekter på forbrugerprisinflationen. Hvis centralbanken i en situation, hvor stigende energipriser har givet sig udslag i en vedvarende stigning i inflationen, ønsker at bringe inflationen tilbage til udgangspunktet, kan dette kun ske ved at forøge renten, hvilket vil dæmpe efterspørgslen og dermed resultere i en periode med højere ledighed. Denne smertefulde tilpasning kan undgås, hvis økonomiens aktører fra starten er klar over, at centralbanken ikke vil tolerere vedvarende højere inflation.

OLIEPRIS OG INFLATION

Figur 8



Kilde: Danmarks Statistik og Reuters EcoWin.

Nationalbankens finansielle mellemværender med Den Internationale Valutafond, IMF

Thomas Krabbe Jensen, Kapitalmarkedsafdelingen og Søren Vester Sørensen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING

Efter en årrække med faldende udlån har den økonomiske krise ført til en kraftig vækst i Den Internationale Valutafonds, IMFs, tilsagn om ny-udlån, jf. figur 1. For at sikre tilstrækkelige udlånsressurser har det internationale samfund i løbet af 2009 taget en række initiativer med henblik på at tilføre fonden yderligere midler. Danmark medvirker som medlem af IMF til denne tilførsel. Da det er Nationalbankens opgave at varetage Danmarks finansielle mellemværender med IMF, påvirker disse initiativer Nationalbankens balance og valutareserven.

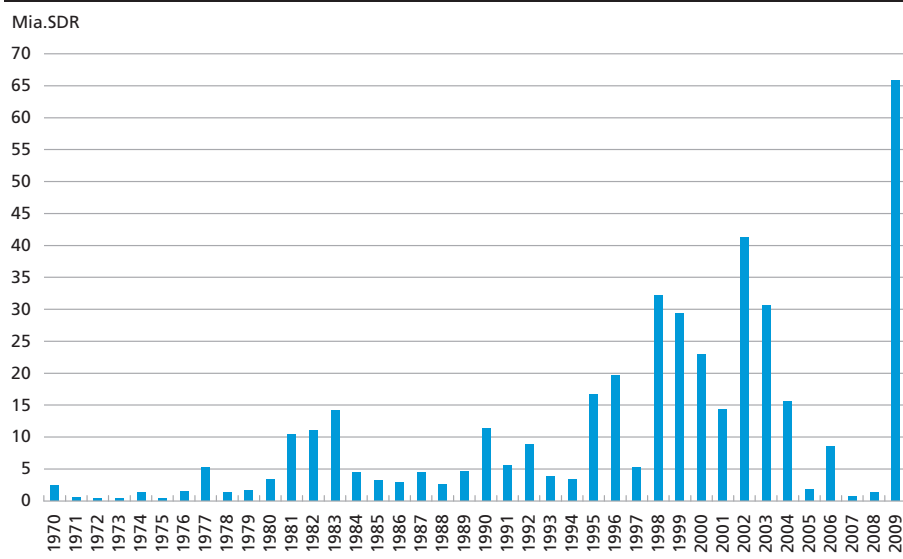
Nationalbanken har i 2009 indgået en låneaftale med IMF på 1,95 mia.euro (14,5 mia.kr.) og givet tilsagn om yderligere midler på 1,1 mia.euro (8,1 mia.kr.). Nationalbanken har endvidere givet tilsagn om udlån af 200 mio.SDR¹ (1,6 mia.kr.) til brug for IMFs udlån til lavindkomstlande. Derudover har Nationalbanken gennem SDR-systemet modtaget 1,4 mia.SDR (11,2 mia.kr.), som indgår i valutareserven. Disse ordninger giver overordnet set IMF øgede trækingsrettigheder i Nationalbanken. Såfremt IMF trækker på ordningerne, påvirker det sammensætningen af valutareserven, idet hård valuta veksles mod fordringer på IMF. Derimod er valutareservens størrelse uændret.

I denne artikel beskrives IMFs forskellige udlånsordninger, og hvorledes de finansieres af medlemslandene. Dernæst beskrives, hvordan mellemværenderne påvirker Nationalbanken og valutareserven. Artiklen afsluttes med en gennemgang af Nationalbankens risikostyring af mellemværenderne med IMF.

¹ SDR (Special Drawing Rights) er IMFs regnskabsenhed. SDR er sammensat af en kurv af valutaer, der p.t. udgøres af dollar, euro, yen og pund. Der er i artiklen anvendt en SDR-kurs på 799,90 kr. pr. 100 SDR, svarende til kursen pr. 30. oktober 2009. Der henvises til boks 2 på side 76 for en nærmere beskrivelse af sammensætningen af SDR.

IMFs TILSAGN OM NYUDLÅN 1970-2009

Figur 1



Anm.: Opgjort efter finansår. Fx dækker tallet for 2009 perioden fra 1. maj 2008 til 30. april 2009.

Kilde: IMF, *Annual Report*, diverse årgange.

IMFs ROLLE

IMF er en international organisation bestående af 186 medlemslande. Fonden blev stiftet i 1945 og har bl.a. til formål at fremme økonomisk vækst og stabilitet.

En stor del af IMFs arbejde består i at overvåge og analysere medlemslandenes økonomier. På baggrund af disse analyser ydes råd og vejledning vedrørende hensigtsmæssig økonomisk politik (*surveillance*).

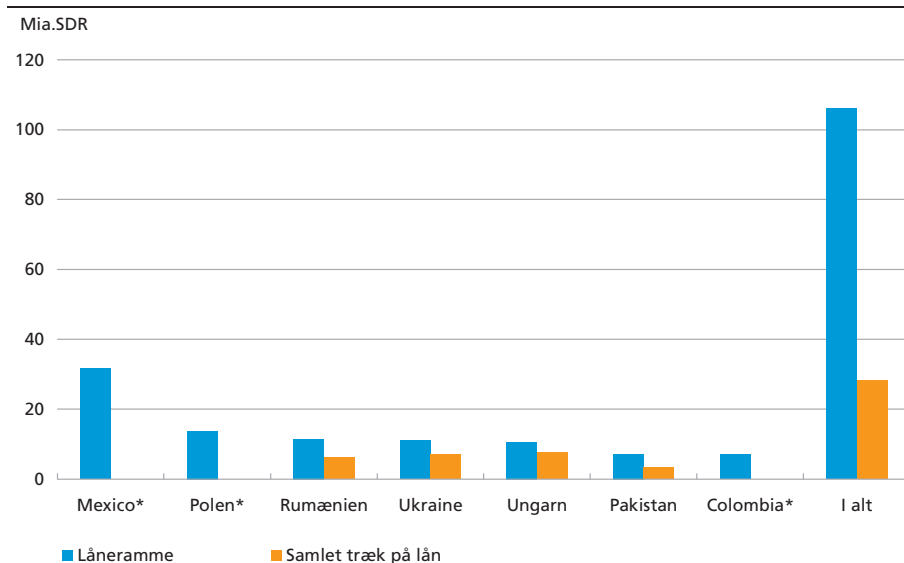
IMF yder også teknisk assistance til medlemslande. Assistancen kan eksempelvis bestå i uddannelse af embedsfolk eller hjælp til opbygning af institutioner i økonomien.

IMF har desuden en række finansielle opgaver. Den primære opgave er at yde lån til medlemslande med betalingsbalanceproblemer. Låneadgangen kan enten ydes forebyggende i et forsøg på at forhindre betalingsbalancekriser, eller ydes "helbredende" for at give et land bedre mulighed for at håndtere en sådan krise, hvis den allerede er opstået.

IMFs normale lån med henblik på betalingsbalancestøtte, de såkaldte Stand-By Arrangements, kan opnås ved henvendelse fra medlemslandet til IMF. Lånene forudsætter normalt, at den økonomiske politik skal opfylde en række betingelser, og kræver derfor forhandlinger mellem landet og IMF. Lånebetingelserne har til formål at gøre låntagerlandet i stand til at genoprette økonomien og dermed gøre det muligt for landet at betale IMF tilbage.

IMFs STØRSTE LÅNEARRANGEMENTER

Figur 2



Anm.: * angiver FCL-låneprogram. Tallene er opgjort pr. 31. oktober 2009.

Kilde: IMF.

I 2009 introducerede IMF den såkaldte *Flexible Credit Line*, FCL, facilitet. Den giver mulighed for at yde forebyggende låneadgang til medlemslande med en sund økonomisk politik uden at knytte yderligere lånebetingelser til. Faciliteten er en forsikring mod forværring af betalingsbalancen.

Figur 2 viser en oversigt over IMFs største lånearrangementer og træk herpå. Ved udgangen af oktober 2009 var der givet lånetilsagn til betalingsbalancestøtte på i alt 106 mia.SDR, bl.a. til en række central- og østeuropæiske lande.¹ Af den samlede udlånsramme udgør de tre FCL-programmer omtrent halvdelen. De øvrige låneprogrammer med tilknyttede lånebetingelser udgør 54 mia.SDR, hvoraf 28 mia.SDR er udbetalt. I takt med de forbedrede økonomiske udsigter i den seneste tid er efterspørgslen efter nye lån hos IMF imidlertid aftaget, og IMFs udestående lånetilsagn er stabiliseret omkring 106 mia.SDR. IMFs tilsagn om nyudlån i 2010 forventes således ikke at blive lige så højt som i 2009.

Fælles for IMFs lån til betalingsbalancestøtte (i det følgende benævnt IMFs almindelige udlån) er, at de i sidste ende finansieres af IMFs øvrige medlemmer, herunder Nationalbanken. Det beskrives nærmere i det følgende afsnit.

En anden finansiell opgave er administration af SDR-systemet, der giver medlemslandene adgang til international valutalikviditet. IMF skaber et internationalt valutareserveaktiv ved tildeling af SDR, som kan omveks-

¹ Se Christensen (2009) for en nærmere beskrivelse af krisens påvirkning af Østeuropa.

les til hård valuta fra medlemslande med en stærk betalingsbalancestilling. Systemet har før 2009 ikke spillet en nævneværdig rolle, men i kraft af IMF's beslutning om at tildele medlemslandene 183 mia.SDR kan det ikke udelukkes, at det fremover vil få større betydning. Systemet er beskrevet nærmere nedenfor.

Endelig yder IMF specielle lån på lempelige vilkår til lavindkomstlande med henblik på at hjælpe dem ud af fattigdom. Lånene ydes med lav eller ingen rente og finansieres hovedsageligt af frivillige, bilaterale bidrag fra IMF's medlemslande. Lånene administreres som en separat fond. Ved udgangen af oktober 2009 havde IMF givet lån på lempelige vilkår til 29 lande for i alt 3 mia.SDR.

FINANSIERINGEN AF IMF's ALMINDELIGE UDLÅN

IMF's almindelige udlån bygger på et byttesystem. Når et land trækker på IMF's resurser, indbetaler det låntagende land egen valuta til IMF i bytte for hård valuta, som IMF erhverver hos et andet medlemsland. Hård valuta er defineret som en let omsættelig valuta fra et land med en sund økonomi og stærk betalingsbalancestilling, fx dollar, euro eller kroner.

Ved långivning får det land, som stiller hård valuta til rådighed, et tilgodehavende i IMF. Tilgodehavendet bliver forrentet med SDR-renten fratrukket et fradrag. Tilsvarende bliver lån fra IMF forrentet med SDR-renten tillagt et tillæg. Rentemarginalen, som IMF tjener på at formidle udlån fra kreditor- til debitorlande, går dels til at finansiere IMF's drift, dels til at opbygge reserver til at modstå kredittab.¹

Kvoten

Udlån til medlemslande i økonomiske vanskeligheder finansieres hovedsageligt af kvoterne. Kvoterne er medlemslandenes medlemsbidrag og udgør størstedelen af IMF's finansiering. Hvert medlemsland er tildelt en kvote, der afspejler landets relative størrelse i verdensøkonomien.

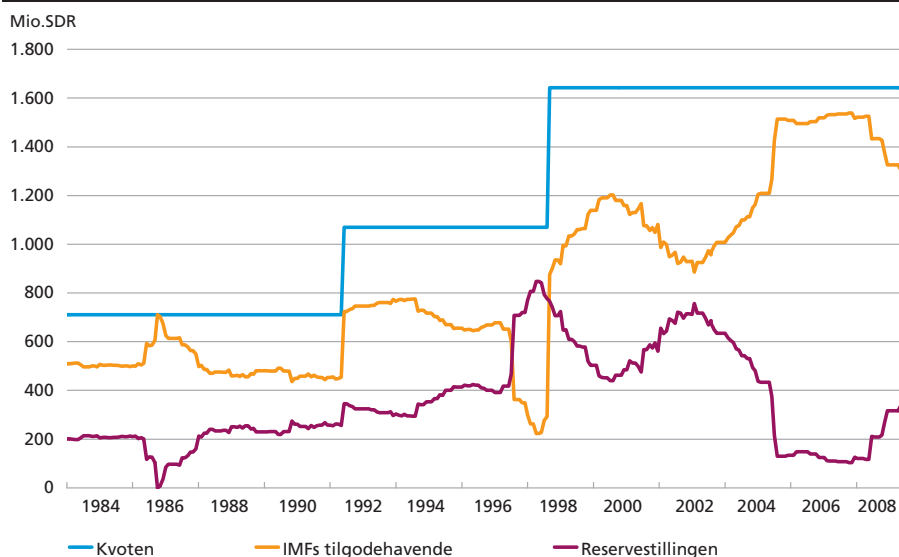
Kvoten bestemmer et lands stemmeandel i IMF, bidrag til IMF's udlånsaktiviteter og adgang til økonomisk assistance fra IMF. Derudover er kvoten afgørende for den mængde SDR, som landet bliver tildelt ved deltagelse i SDR-systemet.

Hvert land indbetaler i udgangspunktet en fjerdedel af kvoten til IMF i hård valuta og stiller de resterende tre fjerdedele til rådighed for IMF i egen valuta på en konto. Hvis IMF får behov for valuta i forbindelse med sine almindelige udlån, kan IMF trække valuta på et medlemsland mod at få nedskrevet tilgodehavendet på sin konto med et tilsvarende beløb.

¹ Se Bohn-Jespersen (2008) for en beskrivelse af IMF's indtægtsreform fra 2008.

DANMARKS KVOTE OG RESERVESTILLING SIDEN 1984

Figur 3



Kilde: IMF.

Omvendt kan IMF tilbagebetale valuta til et medlemsland og få opskrevet sin konto med et tilsvarende beløb. Da IMF kun kan trække valuta på et medlemsland, hvis fonden stadig har et tilgodehavende stående på sin konto, udgør kvoten det maksimale træk, som IMF kan foretage på et land.¹

Forskellen på et medlemslands kvote og IMF's tilgodehavende kaldes medlemslandets reservestilling. Reservestillingen er et aktiv for medlemslandet, idet den udtrykker landets nettofordring på IMF. Pr. 31. oktober 2009 var Danmarks kvote 1.642,8 mio.SDR (13,1 mia.kr.) og IMF's tilgodehavende 1.286,3 mio.SDR (10,3 mia.kr.). Reservestillingen udgjorde således 356,5 mio.SDR (2,9 mia.kr.), jf. figur 3.

Danmarks kvote indbetales af Nationalbanken. Den del af kvoten, der indbetales i valuta (svarende til reservestillingen), tages fra valutareserven. Eftersom reservestillingen tæller med i valutareserven, påvirker transaktioner via kvoten ikke valutareservens størrelse, jf. boks 1. Det skyldes, at træk fra IMF på valutareserven modsvares af en tilsvarende stigning i reservestillingen. Tilsvarende vil en tilbagebetaling af valuta fra IMF modsvares af et fald i reservestillingen.

IMF søger at sprede finansieringsbyrden af sine udlån på de medlemslande, som efter fondens vurdering har en tilstrækkeligt solid betalingsbalance og valutastilling. Hvert kvartal offentliggør IMF en oversigt over

¹ Et land kan bidrage med større beløb end kvoten, hvis landet deltager i én eller flere af IMF's frivillige låneordninger.

EKSEMPEL PÅ ET TRÆK VIA KVOTEN		Boks 1
Hvis IMF ønsker at trække 1 mia.kr. i euro via kvoten, vil IMF anmode Nationalbanken om på en given dato at indbetale dette beløb på en given bankkonto. IMF vil samtidig anmode Nationalbanken om at debitere kontoen for IMF's tilgodehavende med 1 mia.kr. De to transaktioner udføres samtidig på valørdagen. Efter transaktionerne vil Nationalbankens eurobeholdning være reduceret på bankens aktivside, og samtidig vil IMF's tilgodehavende i kroner være reduceret tilsvarende på passivside, jf. tabel 1¹. Transaktioner via kvoten vil dermed ikke ændre på størrelsen af valutareserven, idet faldet i eurobeholdningen modsvares af stigningen i reservestillingen, jf. tabel 2.¹		
ÆNDRINGER PÅ BALANCEN VED TRÆK AF 1 MIA.KR. I EURO VIA KVOTEN		Tabel 1
Mia.kr.		
Aktiver	Passiver	
Kvoten	0	IMF's tilgodehavende -1
Eurobeholdning	-1	
ÆNDRINGER I VALUTARESERVEN VED TRÆK AF 1 MIA.KR. I EURO VIA KVOTEN		Tabel 2
Mia.kr.		
Kvoten	0	
Reservestillingen	1	
Eurobeholdning	-1	
Valutareserven, netto	0	

¹ Se også Mogensen (2003).

fondens planlagte træk via kvoterne. Ved udarbejdelsen af denne finansieringsplan tilstræbes en passende byrdefordeling blandt bidragerlandene over tid. I tilknytning hertil skønnes over behovet for ekstra finansiering via IMF's supplerende låneordninger.

IMF's supplerende lånemuligheder

Såfremt kvotemidlerne ikke er tilstrækkelige, har IMF mulighed for at låne supplerende kapital via en række frivillige arrangementer med medlemslandene.

Hidtil har IMF haft to frivillige lånearrangementer: *General Arrangements to Borrow*, GAB, og *New Arrangements to Borrow*, NAB. GAB-ordningen, der omfatter G10-landene, blev etableret i 1962 og giver IMF adgang til at låne 17 mia.SDR. NAB-ordningen blev etableret i 1997 i forbindelse med Asien-krisen for at supplere GAB. De to lånearrangementer består af en række stående låneaftaler mellem IMF og 26 frivillige medlemslande og institutioner. IMF kan låne op til 34 mia.SDR under de to ordninger, hvis det er nødvendigt at supplere

kvotemidlerne for at undgå international monetær ustabilitet. Danmark har deltaget i NAB siden begyndelsen i 1997 med et lånetilsagn på 367 mio.SDR (2,9 mia.kr.).

Den økonomiske krise har ført til en stigende efterspørgsel efter lån i IMF. For at sikre tilstrækkelige udlånsressurser har det internationale samfund i regi af G20 derfor besluttet at tilføre IMF yderligere midler. På kort sigt får IMF adgang til 250 mia.dollar i form af bilaterale lån fra medlemslandene. På lidt længere sigt skal NAB udvides til op mod 600 mia.dollar, bl.a. ved at optage nye medlemslande i faciliteten. På den baggrund har EU-landene besluttet at give tilsagn om bidrag for i alt 75 mia.euro i bilaterale lånefaciliteter og yderligere 50 mia.euro i forbindelse med en ny, udvidet NAB. Samlet set er der annonceret tilsagn om ekstra udlånsressurser for godt 500 mia.dollar, jf. tabel 3.

Figur 4 tydeliggør nødvendigheden af likviditetstilførslen til IMF. Fra at have haft en meget høj udlånskapacitet i perioden 2005-07 blev IMF's udlånskapacitet kraftigt reduceret i slutningen af 2008 og første halvdel af 2009. Uden yderligere tilførsel ville IMF i september have haft en udlånskapacitet på blot 29 mia.SDR. Med de indgåede låneaftaler er IMF sikret en fortsat rigelig udlånskapacitet.

Nationalbanken indgik i november 2009, som led i Danmarks bidrag til det fælles EU-tilsagn, en bilateral låneaftale på 1,95 mia.euro (14,5 mia.kr.) med IMF. Kort efter indgåelsen trak IMF 57 mio.SDR (0,5 mia.kr.) på låneaftalen.

Låneaftalen vil på sigt blive overført til en udvidet NAB-aftale, når denne træder i kraft. Danmarks andel af den nye NAB-aftale forventes

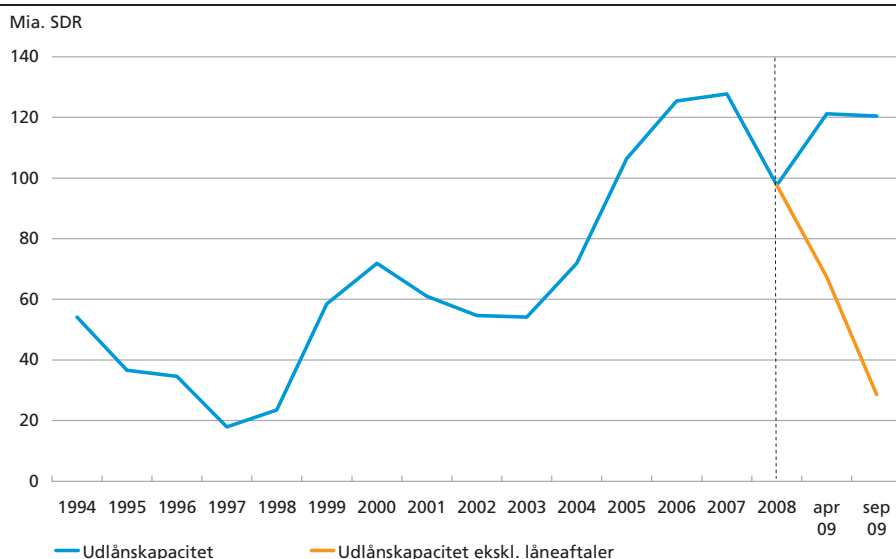
OPFØLGNING PÅ G20-TILSAGN OM RESURSETILFØRSEL TIL IMF		Tabel 3
Mia.dollar	Nyt tilsagn	Udvidet NAB
EU	175,0	200,0
USA	100,0	110,6
Japan	100,0	105,6
Kina	51,3	51,3
Schweiz	10,0	12,5
Canada	10,0	12,2
Korea	10,0	10,5
Brasilien	10,0	10,0
Indien	10,0	10,0
Rusland	10,0	10,0
Australien	5,7	7,0
Norge	4,8	5,4
Andre lande	3,1	9,2
I alt	499,9	554,3

Anm.: Beløb er opgjort ved valutakurser den 24. november 2009.

Kilde: IMF.

IMFs UDLÅNSKAPACITET

Figur 4



Anm.: IMF opgør sin etårige udlånskapacitet, den såkaldte *one-year Forward Commitment Capacity*, ved en oversigt over brugbare (stærke) valutaer fratrasket allerede givne tilsagn plus midler under aktiverede låneaftaler samt planlagte tilbagebetalinger inden for det kommende år. Beløbet inkluderer ikke de 34 mia.SDR, der er til rådighed under NAB-aftalen fra 1997, da denne låneaftale p.t. ikke er aktiveret.

Kilde: IMF.

samlet set øget til lidt over 5 mia.dollar (25,4 mia.kr.). Den nye aftale mangler dog fortsat at blive forhandlet på plads. Krisen har også accelereret behovet for at vurdere IMFs langsigtede resursebehov, hvilket er blandt årsagerne til, at den 14. kvoterevision i IMF er fremrykket til januar 2011.

Eventuelle træk via de særlige låneordninger vil blive benyttet til at finansiere de samme lån, som finansieres via kvotemidlerne. Lånene er således dækket af IMFs reserver og aftaler til dækning af tab.

Træk via de særlige låneordninger påvirker ikke valutareservens størrelse. Som det er tilfældet med kvoten, vil Nationalbanken finansiere træk via de særlige låneordninger ved at tage midlerne fra valutareserven. Nationalbanken vil imidlertid få en tilsvarende fordring på IMF, der medregnes i valutareserven.

IMFs UDLÅN TIL LAVINDKOMSTLANDE

IMF har en række forskellige lånefaciliteter rettet imod lavindkomstlande. Lånene har til hensigt at hjælpe landene ud af fattigdom eller håndtere naturkatastrofer. Lånene gives med en lav eller slet ingen rente.

Finansieringen af lånene holdes adskilt fra IMFs almindelige resurser i særlige fonde benævnt Trust Accounts. Rentesubsidiet finansieres pri-

mært over bilaterale bistandsmidler fra medlemslandene, og udlånsmidlerne stilles til rådighed for disse Trust Accounts gennem lån fra medlemslandene.

Fra Danmark har Danida tidligere ydet bidrag til subsidiemidler (til lån på særligt lave renter) eller gældslettelse. Herudover har Nationalbanken, med garanti fra den danske stat, fra 2000 til 2006 udlånt 100 mio.SDR (0,8 mia.kr.) til IMF's udlånsmidler i den såkaldte *Poverty Reduction and Growth Facility*, PRGF. Dette udlån blev anvendt til finansiering af udlån til lavindkomstlande og blev tilbagebetalt i forbindelse med det multilaterale gældslettelsesinitiativ i 2006.

I juli 2009 vedtog IMF's bestyrelse en reform af udlånsfaciliteterne til lavindkomstlande. Som et led i denne reform bliver der oprettet en ny fond, *Poverty Reduction and Growth Trust*, PRGT, der har til formål at finansiere og "huse" alle IMF's udlån på lempelige vilkår. Denne fond, der afløser PRGF, skal fortsat være økonomisk uafhængig af IMF's øvrige organisation og finansieres ved bilaterale indskud fra donorlande.

PRGT vil fortsat indeholde separate kasser til udlåns- og subsidiemidler. Subsidiemidlerne anvendes til at give lavere rente til låntagerlandene og skal finansieres ved indskud af IMF's egne midler og bidrag fra donorlandene. Danmark ventes også at bidrage til PRGT med subsidiebidrag finansieret af bistandsmidlerne og bidrag til udlånsmidler finansieret af Nationalbanken. Lånetilsagnet fra Nationalbanken bliver på omkring 200 mio.SDR (1,6 mia.kr.) og vil være garanteret af den danske stat. Statsgarantien skyldes, at kreditrisikoen på disse udlån er højere end på IMF's almindelige udlån, samt at eventuelle kredittab ikke er omfattet af IMF's almindelige reserver, men skal dækkes af PRGT's egne reserver.

Som det er tilfældet med kvoten og de særlige låneordninger, vil Nationalbanken finansiere lånet til PRGT ved at tage midlerne fra valutareserven. Lånet vil dog ikke påvirke valutareservens størrelse, da Nationalbanken vil få en tilsvarende fordring på PRGT, der medregnes i valutareserven.

SDR-SYSTEMET

Som led i det internationale samfunds respons på den økonomiske krise besluttede IMF, efter anmodning fra G20-topmødet i London i april 2009, at tildele medlemslandene SDR for 291 mia.dollar.¹ Mængden af tildelte SDR er som følge deraf steget fra 21,4 mia.SDR til 204,1 mia.SDR i august og september 2009.

¹ En mindre del af denne tildeling (34 mia.dollar) var effektivering af en beslutning fra 1997 om at tildele SDR til medlemslande, der var blevet medlem af IMF efter 1981, og derfor aldrig var blevet tildelt SDR.

SDR er et centralt begreb inden for IMF. SDR er dels en regnskabsenhed, som IMF benytter internt og over for sine medlemslande, jf. boks 2, dels et aktiv, der kan bruges som betalingsmiddel inden for IMF.

SPECIAL DRAWING RIGHTS, SDR

Boks 2

Special Drawing Rights, SDR, blev skabt i 1969 med det formål at øge den internationale reservelikviditet og dermed understøtte *Bretton Woods*-fastkurssystemet.

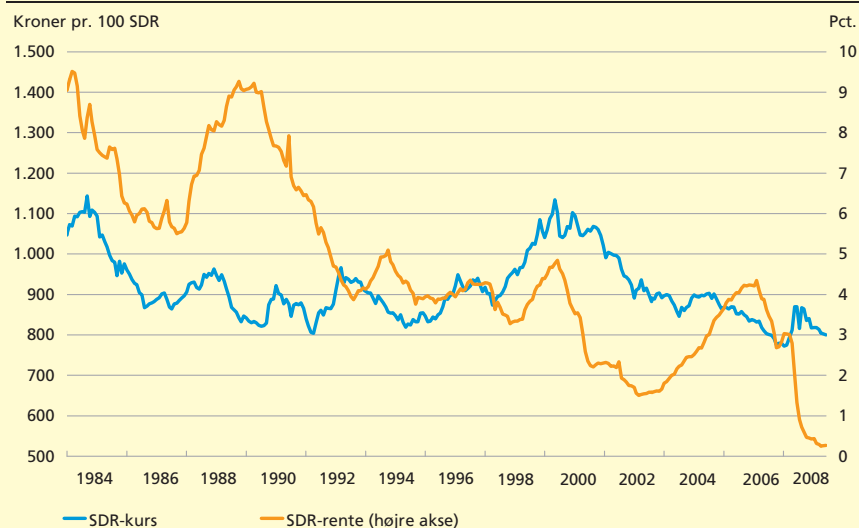
SDR blev oprindeligt værdifastsat i forhold til guld, da Bretton Woods-systemet i sidste ende var bundet op på dollarens indløselighed i guld. Efter Bretton Woods-systemets sammenbrud blev sammensætningen af SDR ændret til en kurv af valutaer. I dag er SDR sammensat af dollar, euro, yen og pund. Sammensætning af denne kurv vurderes hvert femte år, senest i november 2005. Vægtningen af valutaerne er baseret på værdien af eksport af varer og tjenesteydelser samt internationalt holdte valutareserver i de respektive valutaer. I den aktuelle sammensætning består 1 SDR af 0,41 euro, 18,4 yen, 0,0903 pund og 0,632 dollar. Markedsvalutakursen af SDR beregnes på baggrund af markedsvalutakursen af disse fire valutaer over for dollar. Pr. 30. oktober 2009 svarede 100 SDR til 799,90 kr., jf. figur 5.

SDR-renten fastsættes ugentligt og er baseret på et vægtet gennemsnit af repræsentative pengemarkedsrenter i de valutaer, der udgør SDR-kurven. SDR-renten danner grundlaget for den rente, der afkræves på IMF's normale udlån, renten der betales eller afkræves af forskellen mellem SDR-tildelingen og beholdning, og renten der betales på en del af medlemslandenes kvotemidler. Pr. 30. oktober 2009 var SDR-renten 0,27 pct.

SDR fungerer også som IMF's regnskabsenhed. IMF's finansielle balance og regnskab opgøres således i SDR. Derudover er IMF's finansielle mellemværender med medlemslandene, fx kvoten og de særlige låneordninger, også opgjort i SDR.

SDR-KURSEN OG SDR-RENTEN SIDEN 1984

Figur 5



Kilde: IMF og Danmarks Nationalbank.

SDR kan beskrives som en potentiel fordring på hård valuta hos de andre deltagerlande i SDR-systemet. SDR er *ikke* en valuta, men kan for forståelsens skyld betragtes som en valuta, der kan bruges til at foretage betalinger eller omveksles til hård valuta inden for IMF. SDR skabes af IMF og tildeles medlemslande proportionalt i forhold til deres kvoter.

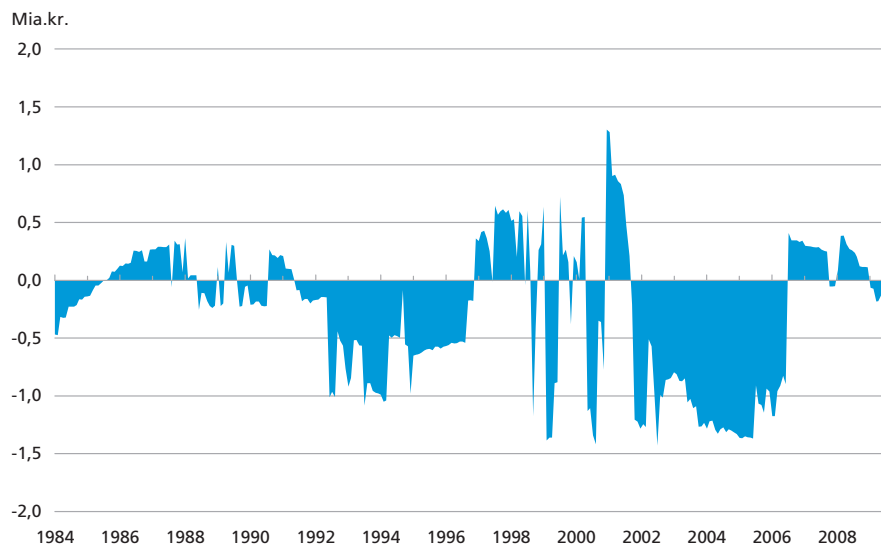
SDR-systemet fungerer som en slags gensidig kassekredit, hvor et medlemsland kan skaffe sig hård reservevaluta ved at sælge (veksle) sin SDR-beholdning imod hård valuta hos medlemslande med en stærk betalingsbalance og god valutastilling, herunder Danmark. Hvis et land holder færre SDR end tildelt, betales der rente af forskellen. Tilsvarende vil en beholdning over tildelingen blive forrentet.

SDR-systemet skaber international valutareserve-likviditet for medlemslandene. Med SDR-tildelingen følger en forpligtelse (for lande med en stærk betalingsbalance) til at købe SDR op til det punkt, hvor et lands SDR-beholdning er tre gange landets tildeling. I praksis har systemet imidlertid fungeret ved frivillighed i mere end to årtier. En række lande, herunder Danmark, har indgået en frivillig aftale om at købe eller sælge valuta mod SDR. Nationalbanken er således med til at understøtte likviditeten i SDR-systemet, jf. figur 6.

SDR-systemet har indtil 2009 haft en begrænset rolle, da den tildelte mængde af SDR har været lille set i forhold til verdensøkonomien. Derudover har størstedelen været allokeret til de avancerede økonomier,

NATIONALBANKENS NETTOBEHOLDNING AF SDR SIDEN 1984

Figur 6



Anm.: Figuren viser Nationalbankens netto beholdning af SDR. Netto beholdningen er beregnet som Nationalbankens faktiske beholdning af SDR fratrukket Nationalbankens akkumulerede tildeling af SDR.

Kilde: IMF.

ÆNDRINGER PÅ NATIONALBANKENS BALANCE VED SDR-TILDELING I 2009

Tabel 4

Mia.SDR

Aktiver		Passiver	
Beholdning af SDR	1,4	Modpost til tildelte SDR	1,4

Anm.: Tabellen viser, hvorledes Nationalbankens tildeling på 1,4 mia.SDR i august og september påvirker Nationalbankens balance.

som allerede har adgang til de internationale, finansielle markeder, og som derfor sjældent har behov for disse ekstra valutareserver.

SDR-systemet kan dog komme til at spille en større rolle fremover. Den samlede SDR-tildeling er som nævnt forøget med 183 mia.SDR i 2009 som led i den internationale krisehåndtering. Heraf har lande med begrænsede reserver fået tildelt omtrent 20 pct. Det er uvist, i hvilket omfang disse SDR vil blive søgt ombyttet til hård reservevaluta, men potentielt udgør SDR en vigtig adgang til international likviditet for en række lavindkomstlande.¹

Derudover er der blandt flere vækstøkonomier et ønske om at give en større rolle til SDR som international reservevaluta. Dette ønske skal ses i lyset af disse landes ønsker om øget repræsentation i det internationale monetære samarbejde.

Nationalbankens andel af SDR-tildelingen udgjorde 1,4 mia.SDR (11,2 mia.kr.), hvilket bragte Nationalbankens akkumulerede tildeling op på 1,5 mia.SDR (12,3 mia.kr.). Tildelingen påvirkede både aktiv- og passivsidens på Nationalbankens balance. Da SDR er en potentiel fordring på frit anvendelig valuta, er Nationalbankens beholdning af SDR et aktiv for banken. Men da SDR er "kunstigt" skabt og dermed også kan annulleres af IMF, er den akkumulerede tildeling et passiv for banken, jf. tabel 4. Samlet set påvirkes Nationalbankens egenkapital ikke ved en SDR-tildeling.

Derimod påvirkes valutareservens størrelse. Det skyldes, at SDR er skabt med det formål at være et valutareserveaktiv, og at passivposten (*modpost til tildelte SDR*) pr. definition ikke medregnes i valutareserven. I forbindelse med den seneste tildeling i august og september 2009 voksede valutareserven med 1,4 mia.SDR, jf. tabel 5.

Køb og salg af SDR påvirker hverken balancens eller valutareservens størrelse. Det skyldes, at ændringen i SDR-beholdningen modsvares af en tilsvarende ændring i beholdningen af hård valuta.

¹ Indtil videre fungerer SDR-systemet fortsat ved frivillighed, idet IMF har opnået tilstrækkeligt med frivillige aftaler om køb og salg af SDR.

ÆNDRINGER I NATIONALBANKENS VALUTARESERVE VED SDR-TILDELING I 2009 Tabel 5

Mia.SDR

Beholdning af SDR	1,4
Valutareserven, netto	1,4

Anm.: Tabellen viser, hvorledes Nationalbankens tildeling på 1,4 mia.SDR i august og september påvirker Nationalbankens valutareserve.

RISIKOSTYRING AF FINANSIELLE MELLEMVÆRENDER MED IMF

Kvoten, de særlige låneordninger og SDR-systemet kan lidt forsimplet betragtes som en kassekredit for IMF i Nationalbanken. Nationalbanken har dermed en krediteksporer over for IMF. Når IMF trækker på kassekredit, omlægges en del af valutareserven fra almindelige investeringer til fordringer på IMF. Dette påvirker Nationalbankens rente- og valutaeksporer, jf. Mogensen (2003).¹

Valutarisiko

I det tilfælde, hvor IMF hverken har trukket valuta via kvoten, SDR-systemet eller de særlige låneordninger, har Nationalbanken ikke nogen valutarisiko på mellemværenderne med IMF. Det skyldes, at kvoten og SDR-tildelingen, som er aktiver for Nationalbanken, er modsvaret af to passiver på bankens balance (*IMFs trækingsret* og *Modpost til tildelte SDR*). Passiverne reguleres med SDR-kursen og fungerer således som en afdækning imod kursudsving.

Hvis IMF trækker på kvoten, de særlige låneordninger eller pålægger Nationalbanken at købe SDR, får banken en valutarisiko på mellemværenderne. Passiverne vil ikke længere modsvare aktiverne, og Nationalbanken får en nettofordring fastsat i SDR på IMF. Ved udgangen af oktober 2009 havde Nationalbanken således en valutaeksporer på 0,3 mia.SDR, jf. tabel 6.

Da SDR er en kurv af euro, dollar, pund og yen, fås en eksporer over for disse valutaer. Dermed omlægges en del af bankens valutaeksporer fra eksempelvis euro (hvis IMF trækker euro) til disse fire valutaer, jf. boks 3. Nationalbanken styrer valutarisikoen ved at betragte fordringen i SDR som fire separate fordringer i de fire komponentvalutaer. Valutaeksporeren omlægges herefter til euroeksporer ved hjælp af valutaterminsforretninger. Nationalbankens valutarisiko kan således holdes uændret.

¹ For en samlet beskrivelse af Nationalbankens risikostyring henvises til Danmarks Nationalbank (2003).

NATIONALBANKENS MELLEMLÆGGERI MED IMF PR. 31. OKTOBER 2009

Tabel 6

Mia.SDR

Aktiver		Passiver	
Kvoten	1,6	IMFs tilgodehavende	1,3
Beholdning af SDR	1,5	Modpost til tildelte SDR i IMF	1,5
NAB	0		
Bilaterale lån	0		
PRGT	0		
Nettofordring på IMF	0,3		

Anm.: Nettofordring på IMF i tabellen afviger fra tallet angivet i tabel 1 på grund af afrunding.

Renterisiko

Nationalbanken modtager en rentebetaling af bankens nettofordring på IMF. Er nettofordringen negativ, betales en rente.

Rentebetalinger knytter sig til SDR-renten, der fastsættes ugentligt som et vægtet gennemsnit af repræsentative 3-måneders pengemarkedsrenter i de fire komponentvalutaer, jf. boks 2. Nettofordringen er således variabelt forrentet og indebærer ikke nogen renterisiko.

STYRING AF VALUTARISIKO VED TRÆK PÅ 1 MIA.SDR VIA KVOTEN

Boks 3

Hvis IMF trækker valuta via kvoten, vil det påvirke valutaeksposeringen i valutareserven. Nedenfor illustreres, hvorledes eksposeringen påvirkes ved et træk på 1 mia.SDR i euro, samt hvorledes Nationalbanken håndterer den ændrede eksposering. I eksemplet antages det, at valutareserven er på 50 mia.euro.

Trækket på 1 mia.SDR vil reducere Nationalbankens eurobeholdning med 1,1 mia.euro, da betalingen til IMF foretages i euro, jf. tabel 7. Trækket vil dog modsvares af en stigning i reservestillingen på 1 mia.SDR. Da 1 mia.SDR svarer til 0,4 mia.euro, 0,6 mia.dollar, 0,1 mia.pund og 18,4 mia.yen, får banken en tilsvarende eksposering over for disse fire valutaer.

Dollar-, pund- og yeneksposeringen kan omlægges til euro ved at sælge de 0,6 mia.dollar, 0,1 mia.pund og 18,4 mia.yen imod euro på termin. Således kan der opnås den samme valutaeksposering som før trækket fra IMF.

STYRING AF VALUTARISIKO VED TRÆK PÅ 1 MIA.SDR VIA KVOTEN

Tabel 7

Mia. valuta	Euro	Dollar	Pund	Yen
Valutareserven (før træk fra IMF)	50,0	0,0	0,0	0,0
Træk via kvoten fra IMF	-1,1	0,0	0,0	0,0
Reservestillingen	0,4	0,6	0,1	18,4
Valutareserven (efter træk fra IMF)	49,3	0,6	0,1	18,4
Terminsforsætninger	0,7	-0,6	-0,1	-18,4
Valutareserven (efter terminsforsætninger) .	50,0	0,0	0,0	0,0

Anm.: SDR er en kurv af euro, dollar, pund og yen, jf. boks 2. 1 mia.SDR svarer til 0,4 mia.euro, 0,6 mia.dollar, 0,1 mia.pund og 18,4 mia.yen. Ved omregning mellem valutaerne er brugt Nationalbankens officielle valutakurser pr. 30. oktober 2009.

Nationalbanken finansierer typisk træk ved at opsigte korte pengemarkedsplaceringer. Tilsvarende placeres tilbagebetalt valuta fra IMF i korte pengemarkedsplaceringer. Da disse placeringer ikke indebærer nævneværdig renterisiko, er Nationalbankens renterisiko stort set uændret ved træk fra IMF.

Kreditrisiko

Krediteksponeringen over for IMF opgøres som fondens maksimale trækningsadgang i Nationalbanken.

Ved opgørelse af krediteksponeringen skal der sondres mellem eksponering over for henholdsvis General Department, SDR Department og PRGT. De tre enheder er økonomisk uafhængige, og midler i én enhed må ikke benyttes til at inddække forpligtelser i en anden.

Eksponeringen over for General Department udgøres af Nationalbankens bidrag til IMF's almindelige udlån. Dette beløber sig til 3,8 mia.SDR (30,5 mia.kr.), jf. tabel 8.

Eksponeringen over for SDR Department opgøres som to gange Danmarks SDR-tildeling, da Nationalbanken er forpligtet til at købe op til to gange den tildelte mængde SDR. Denne eksponering er 3,1 mia.SDR (24,4 mia.kr.).

Eksponeringen over for PRGT udgøres i princippet af bankens lånetilsagn over for PRGT. Lånetilsagnet er for indeværende nul, men forventes at blive på 200 mio.SDR (1,6 mia.kr.). Da lånetilsagnet vil være garanteret af den danske stat, vil Nationalbankens krediteksponering over for PRGT imidlertid være nul.

Nationalbanken har en betydelig krediteksponering over for IMF. IMF's kreditværdighed er imidlertid meget høj, hvorfor kreditrisikoen vurderes særdeles lav. IMF råder bl.a. over betydelige reserver, der kan dække eventuelle tab på udlån. Det er aldrig sket, at et land har oplevet kredit-tab på IMF. Samlet set vurderes Nationalbankens kreditrisiko derfor meget lav.

NATIONALBANKENS KREDITEKSPONERING PR. 30. NOVEMBER 2009		Tabel 8
	Mia.SDR	Mia.kr.
General Department		
Kvoten	1,6	13,1
NAB	0,4	2,9
Bilaterale lån	1,8	14,5
SDR Department		
Forpligtelse til at købe SDR	3,1	24,4
Poverty Reduction and Growth Trust, PRGT	-	-
Krediteksponering i alt	6,9	54,9

Det er som beskrevet ovenfor en af Nationalbankens opgaver at yde lån til IMF. Det er vigtigt at pointere, at Nationalbanken ikke har nogen krediteksponering over for de medlemslande, som IMF låner ud til. Eventuelle tab på udlån dækkes af IMF's reserver, og kun i det tilfælde, at de ikke slår til, risikerer Nationalbanken at lide tab.

LITTERATUR

Danmarks Nationalbank (2003), *Finansiell styring i Danmarks Nationalbank*.

Bohn-Jespersen, Helene Kronholm (2008), IMF under forandring, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Christensen, Jakob Ekholdt (2009), Finanskrisen og Østeuropa, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

IMF (2001), *Financial Organization and Operations of the IMF*.

IMF (2007), *International Monetary Fund handbook: Its functions, policies and operations*.

Mogensen, Louise (2003), IMF og Nationalbankens balance, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

SEPA Direct Debit – et nyt europæisk betalingsprodukt

Anders Mølgaard Pedersen, Betalingsformidlingskontoret

INDLEDNING

De europæiske banker indførte 2. november i år et nyt betalingsprodukt i euro, kaldet SEPA Direct Debit. Produktet minder om Betalingsservice i Danmark, hvor der efter aftale automatisk trækkes penge på betalers bankkonto, og er især velegnet til betaling af faste regninger som husleje eller renter og afdrag på boliglån, telefon- og avisabonnementer, el og varme, osv.

SEPA Direct Debit er bankernes seneste tiltag med henblik på at gøre op med de landeopdelte infrastrukturer for detailbetalinger i euro, hvilket ifølge undersøgelser vil medføre store økonomiske gevinster. Arbejdet hermed har stået på i flere år, men der må påregnes at gå en rum tid endnu, inden målsætningen om et fælles betalingsområde i euro bliver opfyldt.

Under forberedelserne af SEPA Direct Debit var der længe usikkerhed om produktets lancering. En væsentlig årsag var manglende klarhed om gebyrmodellen for produktet, hvilket først blev opnået med en udtalelse fra Europa-Kommissionen i foråret 2009. Efterfølgende vedtog det Europæiske Råd og Europa-Parlamentet en forordning, der pålægger banker at indføre SEPA Direct Debit.

De danske pengeinstitutter tilbyder også SEPA Direct Debit. Nationalbanken understøtter dette ved at deltage i et fælleseuropæisk betalingssystem for det nye produkt, kaldet STEP2, på vegne af institutterne. Alle pengeinstitutter i Danmark har mulighed for at tilslutte sig denne ordning, der som planlagt blev iværksat samtidig med den europæiske lancering af SEPA Direct Debit.

STATUS FOR SEPA

SEPA – eller Single Euro Payments Area – er betegnelsen for visionen om et fælleseuropæisk detailbetalingsområde i euro. I SEPA skal borgeres og virksomheders grænseoverskridende betalinger gennemføres på

samme vilkår og lige så effektivt, som var der tale om nationale betalinger. I dag omfatter SEPA 32 lande i form af de 27 EU-lande, Schweiz, Norge, Island, Liechtenstein og Monaco.¹

De europæiske bankers arbejde med SEPA koordineres af European Payments Council, EPC, der blev dannet i 2002. EPC har i dag 74 medlemmer, som tæller banker samt nationale og europæiske bankforeninger. Fra dansk side deltager Finansrådet, der repræsenterer pengeinstitutterne i Danmark, og Danske Bank. EPCs øverste organ er Plenary, der mødes kvartalsvis.

I EPC er der især blevet arbejdet med at fastsætte regler for to nye betalingsprodukter i euro. Ud over SEPA Direct Debit drejer det sig om et harmoniseret instrument for kreditoverførsler, kaldet SEPA Credit Transfer, der blev indført i januar 2008. Desuden har bankerne aftalt nogle overordnede principper for kortbetalinger i SEPA, men er foreløbig afstået fra at etablere et fælleseuropæisk betalingskort.

Herudover pågår der et arbejde med at videreudvikle disse produkter, så de også kan anvendes i forbindelse med nye betalingsinstrumenter som mobiltelefoner og ved køb på internettet. EPC er desuden repræsenteret i en ekspertgruppe under Kommissionen, som skal fremkomme med en plan for udbredelsen af elektronisk fakturering i Europa baseret på SEPA-produkterne.

En væsentlig forudsætning for SEPA er det såkaldte betalingstjenstedirektiv, der blev vedtaget i 2007. Direktivet harmoniserer de europæiske landes lovgivning for detailbetalinger. EU-landene har siden arbejdet på at gennemføre direktivet i national lovgivning inden tidsfristen 1. november 2009. I Danmark er det sket med lov om betalingstjenester, der blev vedtaget af Folketinget i foråret 2009.

De økonomiske konsekvenser

Afvikling af detailbetalinger er forbundet med store omkostninger. Studier i europæiske lande viser, at disse kan beløbe sig til 0,5-1 pct. af bruttonationalproduktet, BNP, for nationale betalinger. Dertil kommer omkostningerne ved grænseoverskridende betalinger, der pr. transaktion typisk er væsentlig højere. Det gælder også i Europa, hvor der ikke tidligere fandtes en infrastruktur for disse betalinger.

Hvis SEPA realiseres, kan disse omkostninger reduceres. Besparelserne opstår som følge af en enklere administrativ håndtering af betalinger hos både banker og kunder, hvilket dog i nogen grad opvejes af projektets store investeringsomkostninger. Herudover vil øget konkurrence

¹ Se Elin Amundsen, SEPA – Single Euro Payments Area, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2007, for en mere detaljeret beskrivelse af SEPA-projektet.

blandt bankerne, der også bliver en konsekvens af SEPA, reducere gebyrerne for betalingstjenester.

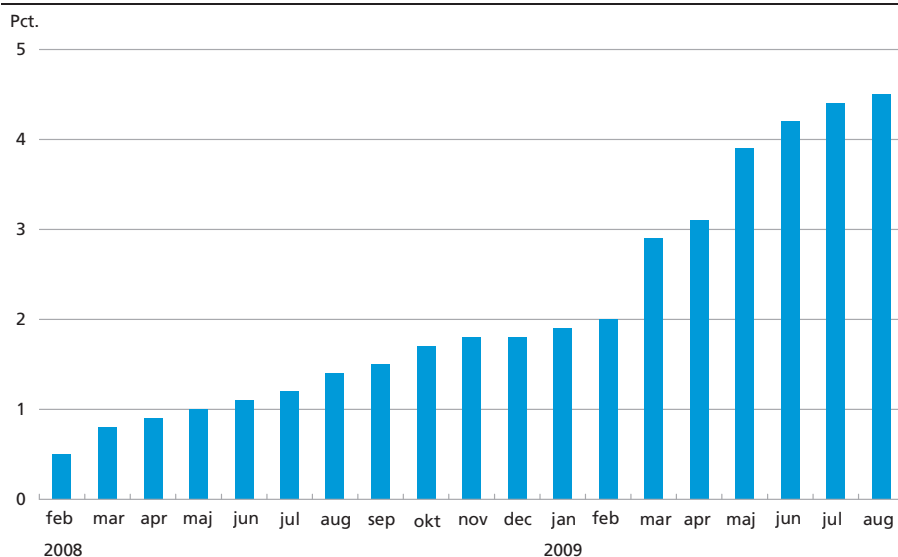
Konsulentfirmaet Capgemini har på anmodning af Kommissionen udarbejdet en rapport om de økonomiske konsekvenser af SEPA, jf. boks 1. Rapporten konkluderer, at disse afhænger af, hvor hurtigt de nationale produkter erstattes af de nye SEPA-produkter. Jo hurtigere overgangen sker, dvs. jo kortere periode, der skal afholdes udgifter til to sæt produkter, desto større bliver gevinsterne ved SEPA.

En reguleret slutdato

Brugen af SEPA Credit Transfer er steget mindre end forudsat i fx Capgeminis positive fremskrivninger. I august 2009 tegnede produktet sig kun for knap 5 pct. af samtlige kreditoverførsler i euroområdet, jf. figur 1. Årsagen er, at indenlandske kreditoverførsler fortsat gennemføres ved hjælp af de nationale produkter, mens SEPA Credit Transfer kun anvendes ved grænseoverskridende overførsler.

I 2010 ventes en betydelig stigning i brugen af SEPA Credit Transfer. Det skyldes, at flere virksomheder har valgt at udskyde overgangen til dette produkt til indførelsen af SEPA Direct Debit. Derudover har en række landes offentlige myndigheder meddelt, at de nu er rede til at tage de nye SEPA-produkter i brug. I de fleste europæiske lande udgør offentlige betalinger en stor andel af de samlede betalinger.

SEPA CREDIT TRANSFER-ANDELEN AF KREDITOVERFØRSLER I EUROOMRÅDET Figur 1



Anm.: Figuren viser andelen af kreditoverførsler i euro i euroområdet udført som en SEPA Credit Transfer.

Kilde: Den Europæiske Centralbank.

ØKONOMISKE KONSEKVENSER AF SEPA

Boks 1

Capgemini offentliggjorde i 2008 en rapport om de økonomiske konsekvenser af SEPA.¹ Rapporten, der blev udarbejdet på anmodning af Kommissionen, dækkede eurolandene, Storbritannien, Sverige og Polen og er i dag det hyppigst refererede studie af de kvantitative effekter af SEPA.

I rapporten opgøres konsekvenserne for bankernes og kundernes driftsomkostninger og investeringer samt bankernes gebyrer, dvs. de direkte effekter. Derimod indeholder den ikke skøn for de indirekte effekter, fx påvirkningen af bankernes renteudgifter på indlån og omkostninger til kontanthåndtering.

Capgemini vurderer konsekvenserne af SEPA i fire scenarier, jf. figur 2. Scenarierne adskiller sig efter, hvor aktivt bankerne udbyder de nye SEPA-produkter, og hvor ivrigt kunderne efterspørger dem. For hvert scenario gøres antagelser om udviklingen i gebyrer, driftsomkostninger og investeringer.

Det bedste scenario for samfundet som helhed er, når bankerne anstrenger sig for at udbyde SEPA-produkterne, og kunderne viser stor interesse for at benytte dem, kaldet SEPA Big Time. I dette scenario beregner Capgemini den samlede akkumulerede effekt for perioden 2006-12 til 123 mia.euro.

Det værste scenario er det modsatte, kaldet All Tied Up. I dette scenario stiger kundernes driftsomkostninger markant, fordi de i en lang periode skal håndtere to sæt produkter. Her vendes en mulig gevinst til et skønnat tab, der samlet udgør 42 mia.euro.

Rapporten illustrerer også et alvorligt incitamentsproblem ved SEPA, idet bankerne, der er udsat til at drive projektet, får tab i alle scenarier. Dette tab er mindst i All Tied Up. Det afspejler, at bankernes gebyrer reduceres mere i de øvrige scenarier som følge af den øgede konkurrence.

DE AKKUMULEREDE EFFEKTER I 4 SCENARIER, 2006-12

Figur 2

Efterspørgende	Demand Pull Banker: -49 mia.euro Kunder: <u>100 mia.euro</u> I alt: <u>51 mia.euro</u>	SEPA Big Time Banker: -52 mia.euro Kunder: <u>175 mia.euro</u> I alt: <u>123 mia.euro</u>
	All Tied Up Banker: -15 mia.euro Kunder: <u>-27 mia.euro</u> I alt: <u>-42 mia.euro</u>	Supply Push Banker: -60 mia.euro Kunder: <u>40 mia.euro</u> I alt: <u>-20 mia.euro</u>
Kunder		
Ej efterspørgende		
	Ej aktivt udbydende	Aktivt udbydende
	Banker	

Kilde: Capgemini Consulting.

¹ Capgemini Consulting, SEPA: potential benefits at stake, januar 2008.

Trods den forventede stigning i SEPA Credit Transfer og lanceringen af SEPA Direct Debit overvejes det på europæisk plan at fastlægge en formel slutdato for de nationale produkter. En sådan dato vil få banker og kunder til hurtigere at overgå til de nye SEPA-produkter. Det skyldes ikke kun den ultimative dato for ophør af de nationale produkter, men også at der hermed skabes vished om overgangen.

En offentlig høring afholdt af Kommissionen i sommeren 2009 viste opbakning til en reguleret slutdato, og senest har Ecofin-Rådet efterspurg en analyse af behovet herfor samt et forslag til en retsakt. Ecofin-Rådet lagde ligeledes op til, at der i givet fald bør skelnes mellem kreditoverførsler og direct debit og gælde forskellige slutdatoer for euro-lande og andre EU-lande.

SEPA DIRECT DEBIT

Med SEPA Direct Debit indføres for første gang et produkt, der kan håndtere grænseoverskridende betalingsopkrævninger i Europa. SEPA Direct Debit findes i to versioner. I dets rene form, kaldet SDD Core, er produktet primært beregnet til forbrugeres, efterfølgende kaldet debitors, betalinger af regninger til virksomheder eller offentlige myndigheder, betegnet kreditorer.

Figur 3 viser procedurerne for SDD Core. Hvis en debitor ønsker at betale en kreditor ved hjælp af SDD Core, skal begge parter bank være tilsluttet produktet hos EPC. Såfremt det er tilfældet, indledes processen med, at debitor underskriver en betalingsaftale, der overdrages til kreditor. Aftalen giver kreditor ret til via sin bank at hæve betalingen – og eventuelt fremtidige betalinger – på debtors konto.

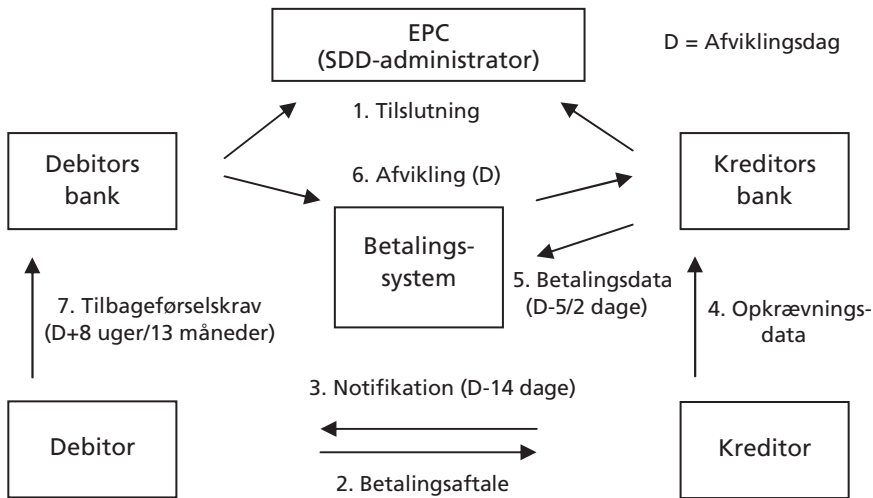
Før den første opkrævning skal kreditor, medmindre andet er aftalt, orientere debitor om betalingen, kaldet notifikation, med mindst 14 dages varsel. Kreditors bank skal desuden sende betalingen til et betalingssystem, der afvikler SEPA Direct Debit, eller direkte til debtors bank senest 5 dage inden afviklingsdagen. Ved gentagne opkrævninger er tidsfristen 2 dage, før betalingen skal afvikles.

Efter gennemførelse af en betaling har debitor i 8 uger en ubetinget ret til at få det hævdede beløb tilbageført, uden at det kræver en begrundelse. Hvis kreditor i mellemtiden er gået konkurs, påhviler forpligtelsen kreditors bank. Såfremt beløbet er hævet, uden at der foreligger en underskrevet betalingsaftale, gælder debtors tilbageførselsret i 13 måneder.

EPC har herudover udviklet en version af produktet, som er beregnet til opkrævninger mellem virksomheder, kaldet SDD B2B (Business-to-Business). Den afviger fra SDD Core ved, at debitor ikke har ret til at kræ-

PROCEDURERNE FOR SEPA DIRECT DEBIT CORE

Figur 3



Anm.: Procedurerne for SDD Core kan opdeles i følgende trin: 1. Debitors og kreditors bank skal være tilsluttet SDD Core hos EPC. 2. Debitor underskriver en betalingsaftale, der overdrages til kreditor. 3. Kreditor orienterer debitor om opkrævningsdata senest 14 dage før første betaling, medmindre andet er aftalt. 4. Kreditor sender løbende opkrævningsdata til sin bank. 5. Kreditors bank sender betalingsdata til et betalingssystem senest 5 dage (2 dage ved gentagne betalinger) før afviklingsdagen. 6. Betalingen afvikles. 7. Debitor kan inden for 8 uger (13 måneder, hvis betalingen ikke er godkendt) kræve pengene tilbageført.

Kilde: EPC.

ve en godkendt betaling tilbageført. Debitor kan i stedet stille krav til sin banks kontrol af opkrævninger. Derudover er de forskellige tidsfrister generelt kortere end for SDD Core.

Af betalingsprodukter i Danmark kan SDD Core bedst sammenlignes med Betalingsservice, mens SDD B2B minder om Leverandørservice. Begge danske produkter har eksisteret i en årrække og administreres af PBS. Der er dog også forskelle mellem SEPA Direct Debit-produkterne og Betalings- og Leverandørservice. De væsentligste forskelle mellem SDD Core og Betalingsservice er beskrevet i boks 2.

Lanceringen af produktet

I forbindelse med forberedelserne af SEPA Direct Debit var der i en periode betydelig usikkerhed om produktets lancering. Det skyldtes bl.a., at der ikke var klarhed om gebyrmodellen, som er afgørende for bankernes indtjening. Dette blev først opnået efter en udtalelse fra Kommissionen. Problemstillingen om gebyrer for SEPA Direct Debit er beskrevet mere indgående i næste afsnit.

Derudover blev der sat spørgsmålstegn ved kundernes interesse i det nye produkt, ligesom der var tvivl om EU-landenes gennemførelse af betalingstjenestedirektivet, herunder om det lod sig gøre inden for tids-

BETALINGSSERVICE

Boks 2

Betalingsservice er det danske direct debit-produkt til opkrævning af betalinger fra forbrugere. Produktet, der administreres af PBS og afvikles i Sumclearingen, blev lanceret i 1974. Siden er funktionerne, der understøtter Betalingsservice, fx oplysningerne der kan sendes med en opkrævning, blevet udbygget væsentligt, men grundtrækene ved produktet er i al væsentlighed uændrede.

SEPA Direct Debit Core og Betalingsservice afviger på flere måder. For det første er der forskel på den mulige aftalepart for kreditor. I Betalingsservice indgår kreditor aftale med PBS, jf. figur 4. I SEPA Direct Debit kan kreditor træffe aftale med en vilkårlig bank i SEPA, der tilbyder produktet. For så vidt angår den danske fællesløsning for SEPA Direct Debit, jf. nedenfor, er kreditors aftalepart dog PBS.

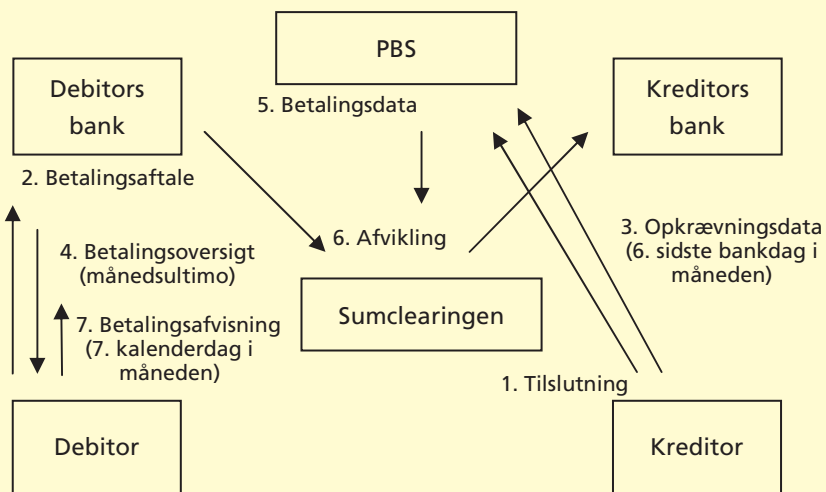
For det andet er procedurerne for håndtering af debtors betalingsgodkendelse forskellige. I SEPA Direct Debit overdrager debitor som nævnt betalingsaftalen til kreditor. I Betalingsservice indgår debitor en betalingsaftale ved at give sit pengeinstitut tilladelse til at overføre beløb til kreditors konto, dvs. godkendelsen opbevares i princippet hos debtors pengeinstitut.

For det tredje har Betalingsservice et fast månedligt forløb, der starter med kreditors indsendelse af opkrævningsdata til PBS. Det skal ske senest 6. sidste bankdag i en måned. PBS udsender så inden månedens udløb betalingsoversigter til debtorer. Debitor kan altid afmelde en aftale senest 2 bankdage før betalingsdagen og afvise enkeltbetalinger frem til 7. kalenderdag i måneden.

SEPA Direct Debit følger ikke en tilsvarende månedscyklus. Kreditorer kan løbende sende opkrævninger til deres bank, der sender dem videre til debtors bank. Efter en betaling har debitor som nævnt mindst otte uger til at kræve beløbet tilbageført. Den lange periode afspejler, at kreditor opbevarer betalingsaftalen, og at debtors bank som udgangspunkt ikke kontrollerer opkrævningen.

PROCEDURERNE FOR BETALINGSSERVICE

Figur 4



Kilde: PBS.

fristen. Det sidste lykkedes for alle medlemslandene med enkelte undtagelser. Sidstnævnte lande har bebudet, at direktivet vil være gennemført i begyndelsen af 2010.

Usikkerheden blev reelt fjernet, da de europæiske banker efter et møde i EPCs Plenary i marts 2009 bekræftede at ville introducere SEPA Direct Debit 2. november i år som oprindeligt planlagt. Der bliver dog tale om en gradvis udrulning, da ikke alle nationale bankforeninger har erklæret sig klar fra denne dato. Fx har de franske banker meddelt, at de først vil tilbyde SEPA Direct Debit fra 1. november 2010.

Fra politisk side var der ønske om at støtte udbredelsen af SEPA Direct Debit. I forbindelse med en revision af forordningen om grænseoverskridende betalinger i euro blev det derfor indføjet, at banker i euroområdet, der i dag tilbyder direct debit, fra 1. november 2010 også skal tilbyde SEPA Direct Debit. Den reviderede forordning blev vedtaget af Det Europæiske Råd og Europa-Parlamentet i foråret 2009.

SEPA Direct Debit blev lanceret på den annoncerede dato med ca. 2.600 tilsluttede banker. Tallet forventes at stige, jf. at der i dag er mere end 4.400 banker, der tilbyder SEPA Credit Transfer. I begyndelsen vil brugen af SEPA Direct Debit være relativt beskeden, og uden en reguleret slutdato for de nationale betalingsprodukter ventes overgangen til SEPA Direct Debit at komme til at strække sig over en længere årrække.

GEBYRER FOR DIRECT DEBIT

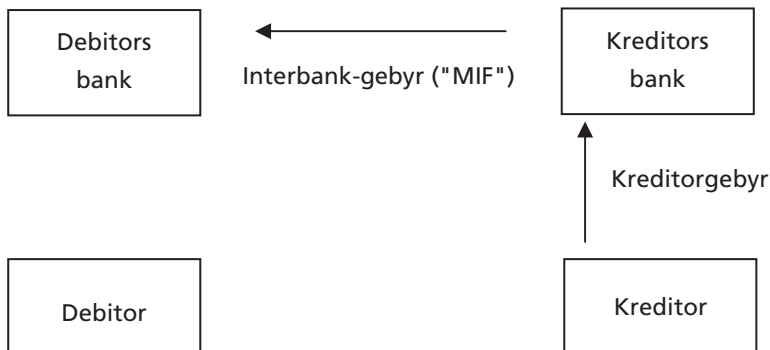
En væsentlig problemstilling, der som nævnt på et tidspunkt skabte tvivl om indførelsen af SEPA Direct Debit, var gebyrmodellen for produktet. Hos myndighederne var der på den ene side en forståelse for, at bankerne skulle have en tilfredsstillende indtjening for at udbyde SEPA Direct Debit. På den anden side var der bekymring for, at det nye produkt kunne føre til højere gebyrer for kreditorer og debitorer.

Baggrunden for denne afvejning kan forstås med udgangspunkt i figur 5, der viser gebyrerne i et typisk direct debit-system. I de fleste af disse systemer i Europa betaler kreditors bank et gebyr pr. transaktion til debitors bank, kaldet et interbank-gebyr. Kreditors bank tager så et tilsvarende – eller eventuelt højere – gebyr af kreditor, der i figuren betegnes et kreditorgebyr.

Interbank-gebyret fastsættes som regel af de deltagende banker multilateralt, dvs. kollektivt, og kaldes så et Multilateral Interchange Fee, MIF. I mange lande reguleres denne type gebyrer af konkurrencemyndighederne. Det skyldes, at bankerne hermed reelt i fællesskab aftaler en mindstesats for kreditorgebyret, da ingen kreditorbanker normalt vil acceptere et lavere gebyr end det fastsatte MIF.

GEBYRERNE I ET TYPISK DIRECT DEBIT-SYSTEM

Figur 5



Anm.: Hvis interbank-gebyret fastsættes af bankerne i fællesskab, kaldes det et Multilateral Interchange Fee, MIF.

Gebyrer for SEPA Direct Debit

I relation til SEPA Direct Debit aftalte de europæiske banker i 2007 et MIF på 9,3 eurocent pr. transaktion, baseret på beregninger af bankernes omkostninger. Bankerne førte efterfølgende forhandlinger med Kommissionen om størrelsen af dette gebyr. Kommissionen mente grundlæggende, at det aftalte MIF stred mod EUs konkurrenceregler og krævede dokumentation for dets berettigelse.

Efter langvarige drøftelser med bankerne meddelte Kommissionen, at den kan acceptere et MIF for nationale SEPA Direct Debit i en overgangsfase.¹ Det gælder dog kun i lande, der i dag har et MIF i deres nationale direct debit-system. Desuden må gebyret for SEPA Direct Debit ikke overstige det i forvejen eksisterende MIF. Formålet er at sikre, at også bankerne i disse lande vil tilbyde det nye produkt.

Endvidere fastslog Kommissionen, at den, ligeledes i en overgangsperiode, kan godtage et MIF for grænseoverskridende SEPA Direct Debit. Efter udløbet af overgangsperioden vil Kommissionen imidlertid ikke længere acceptere et MIF, hverken for nationale eller grænseoverskridende SEPA Direct Debit, og bankerne må derfor overveje andre gebyrmodeller.

Kommissionens udtalelse er siden blevet stadfæstet i den reviderede forordning om grænseoverskridende betalinger i euro. Forordningen fastlægger desuden overgangsperioden til 1. november 2012, hvorefter der vil være forbud mod MIF i direct debit-systemer i EU. Desuden fastslås det, at bankerne frem til denne dato ikke må tage et højere MIF for grænseoverskridende SEPA Direct Debit end 8,8 eurocent.

¹ Se Europa-Kommissionen og Den Europæiske Centralbank, Joint statement by the European Commission and the European Central Bank clarifying certain principles underlying the SEPA direct debit (SDD) business model, 24. marts 2009.

NATIONALBANKENS ROLLE

Nationalbanken har på anmodning fra Lokale Pengeinstitutter og Regionale Bankers Forening valgt at hjælpe de danske pengeinstitutter med afviklingen af SEPA Direct Debit. Det foregår ved, at Nationalbanken på vegne af institutterne fungerer som direkte deltager i Euro Banking Associations clearingsystem for detailbetalinger, STEP2. Nationalbanken varetager desuden den samlede pengeafvikling for deltagerne i Target2.

Et lignende arrangement findes i andre europæiske lande. Nationalbankens beslutning om at påtage sig denne opgave skal desuden ses ud fra et ønske om at bistå ved udviklingen af SEPA og en mere effektiv gennemførelse af detailbetalinger i Europa. Endvidere understøttes den nuværende enhedsinfrastruktur for detailbetalinger i Danmark, som efter Nationalbankens opfattelse er forbundet med flere fordele.

Nationalbanken har opstillet en række overordnede betingelser, som skal være opfyldt. For det første skal Nationalbankens risici ved at deltage i arrangementet være tilfredsstillende afdækket. For det andet skal alle omkostninger bæres af de deltagende pengeinstitutter. Endelig er det et krav, at alle pengeinstitutter i Danmark har adgang til at deltage på samme vilkår.

Udviklingen af den systemmæssige løsning er sket i samarbejde med PBS, der også varetager en række driftsfunktioner. PBS står bl.a. for videreformidlingen af detailtransaktioner mellem pengeinstitutterne og STEP2 og meddeler pengeinstitutterne deres samlede nettopositioner i afviklingen. Boks 3 indeholder en beskrivelse af den danske clearing- og afviklingsløsning for SEPA Direct Debit.

Den danske fællesløsning blev iværksat 2. november i år, dvs. på datoen for den officielle lancering af SEPA Direct Debit i Europa. Foreløbig har 94 pengeinstitutter tilsluttet sig løsningen. I begyndelsen ventes kun få danske SEPA Direct Debit-betalinger. På længere sigt kan antallet af betalinger stige, hvis en række faste indenlandske opkrævninger inddrages, herunder terminsbetalinger på realkreditlån i euro.

DEN DANSKE CLEARING- OG AFVIKLINGSLØSNING FOR SEPA DIRECT DEBIT

Boks 3

Deltagere

Figur 6 viser deltagerne i den danske clearing- og afviklingsløsning for SEPA Direct Debit. Nationalbanken har som nævnt accepteret at være direkte deltager i clearing-systemet STEP2 på vegne af pengeinstitutterne, der har tilsluttet sig ordningen. Institutterne er registreret som indirekte deltagere i STEP2.

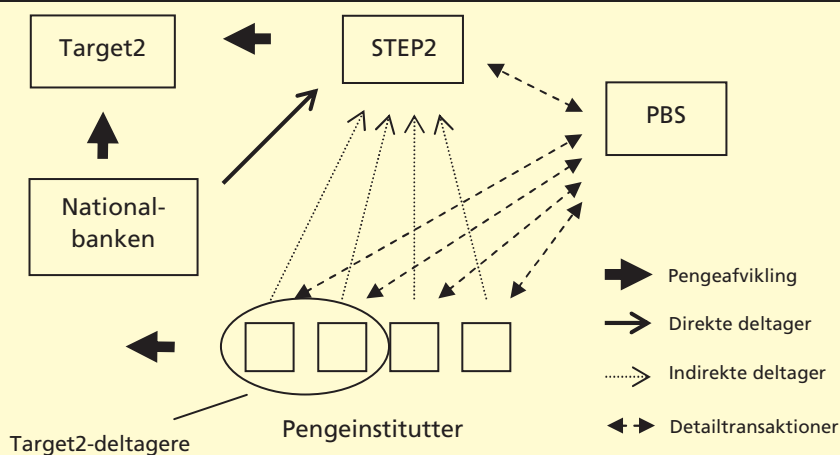
Derudover varetager Nationalbanken den samlede pengeafvikling for deltagerne. Den foregår i Target2, de europæiske centralbankers betalingssystem til store, tidskритiske eurobetalinger, hvor Nationalbankens konto på et fast tidspunkt i døgnet debiteres eller krediteres de danske deltageres nettoposition.

Pengeinstitutterne skal på forhånd reservere likviditet til afviklingen. Det sker ved, at institutter, som deltager direkte i Target2, overfører beløb til særlige SEPA-konti, hvorfra den reservede likviditet overføres til Nationalbankens konto på Target2-plattformen.

Herudover udfører PBS en række vigtige driftsmæssige funktioner. PBS står bl.a. for formidlingen af detailtransaktioner mellem pengeinstitutterne og STEP2 og meddeler deltagerne deres samlede nettopositioner i afviklingen. Endvidere indgår PBS som i Betalingsservice aftaler med kreditorer om tilslutning til systemet.

DELTAGERNE I DEN DANSKE FÆLLESLØSNING FOR SEPA DIRECT DEBIT

Figur 6

**Det daglige afviklingsforløb**

En normal afviklingsdag indledes med, at PBS, på baggrund af oplysninger fra STEP2, udsender en foreløbig opgørelse over pengeinstitutternes nettoposition til afvikling samme dag. Afvigelser i forhold til den endelige nettoposition kan opstå som følge af tilbageførte betalinger, der indløber efterfølgende og skal afvikles samme dag.

Herefter reserverer pengeinstitutterne likviditet til dagens afvikling. Efter aftale skal institutterne overføre et større beløb end deres opgjorte nettoposition. Forskellen, kaldet overdækning, skal sikre, at der er reserveret tilstrækkelig likviditet til at dække eventuelle tilbageførte betalinger.

Derpå kontrolleres det, at det enkelte pengeinstitut har reserveret nok likviditet. Hvis det ikke er tilfældet, får instituttet endnu en mulighed for at overføre det mang-

FORTSAT	Boks 3
lende beløb. Såfremt det ikke nås inden for en tidsfrist, kan instituttets betalinger fjernes fra afviklingen, bortset fra tilbageførte betalinger. Der modtages så oplysninger fra STEP2 om den direkte deltagers, dvs. Nationalbankens, endelige nettoposition på vegne af pengeinstitutterne. I teorien kan et stort antal tilbageførte betalinger have medført, at der ikke længere er dækning. I den situation er der truffet aftale med to institutter om at stille supplerende likviditet. Pengeinstitutternes reservering af likviditet, som beskrevet ovenfor, foregår om formiddagen, mens afviklingen på Target2-konti finder sted i tidsrummet kl. 11.45-13.15. Afviklingen sker separat for de to SEPA-produkter, SDD Core og SDD B2B. Efter afviklingen skal den overskydende likviditet, der hidrører fra overdækningen, og modtaget likviditet fordeles til de relevante pengeinstitutter. Det foregår ved, at det samlede beløb først overføres fra Nationalbankens Target2-konto til SEPA-kontiene, inden beløbene på disse konti overføres til deltagernes Target2-konti.	

Ny europæisk tilsynsstruktur

Birgitte Bundgaard Madsen og Louise Caroline Mogensen, Kapitalmarkedsafdelingen

Som opfølgning på den finansielle krise arbejdes der inden for EU med en række initiativer for at styrke den europæiske regulering og tilsynsindsats med finansielle virksomheder og markeder.

Europa-Kommissionen fremsatte den 23. september 2009 forslag til en lovgivningspakke, som skærper tilsynet med finanssektoren i Europa med det formål at underbygge den finansielle stabilitet i hele EU.

Forslaget tager udgangspunkt i anbefalinger fra den såkaldte Larosiè-re-rapport, der blev offentliggjort 25. februar 2009 og var et resultat af en arbejdsgruppe¹ nedsat af Kommissionen i slutningen af 2008 under formandskab af Jacques de Larosiè. Gruppen kom med 31 anbefalinger til, hvorledes det europæiske samarbejde om tilsyn, finansiell stabilitet, risikovarslinger og krisehåndtering kunne styrkes. Kommissionen fulgte op på rapporten med en kommunikation af 27. maj 2009, som efterfølgende blev støttet på rådsmøderne i Ecofin 6. juni 2009 og Det Europæiske Råd 18.-19. juni 2009.

Forslagene er endnu ikke endeligt vedtaget, men planlægges vedtaget som en samlet pakke inden udgangen af 2009 af Det Europæiske Råd og efterfølgende af Europa-Parlamentet.²

FORSLAG TIL NY TILSYNSSTRUKTUR I EUROPA

Forslaget til ny tilsynsstruktur tager sigte på forbedringer i såvel makro- som mikrotilsynet ved oprettelsen af to nye institutioner:

- **European Systemic Risk Board³, ESRB**, skal overvåge og vurdere risici for det finansielle system som helhed (makrotilsyn). ESRB skal tilvejebringe et system for tidlig varsling af systemiske risici og om nødvendigt fremsætte anbefalinger til tiltag, der skal fjerne disse risici. ESRB nedsættes i regi af Den Europæiske Centralbank, ECB, med deltagelse af bl.a. centralbanker og tilsynsmyndigheder fra EU.

¹ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU.

² På Ecofin-mødet 2. december 2009 blev der opnået enighed om et kompromisforslag, der efterfølgende skal godkendes af Det Europæiske Råd og Europa-Parlamentet.

³ Det danske navn er "Det europæiske udvalg for systemiske risici".

- **European System of Financial Supervisors¹, ESFS**, skal varetage tilsynet med kreditinstitutter (mikrotilsyn) og består af et netværk af nationale tilsynsmyndigheder, der skal samarbejde med nye europæiske tilsynsmyndigheder, som etableres ved at omdanne eksisterende tilsynskomiteer² inden for bank-, forsikring- og værdipapirmarkedstilsyn. Der oprettes en europæisk bankmyndighed, EBA, en europæisk værdipapirtilsynsmyndighed, ESMA, og en europæisk forsikringstilsynsmyndighed, EIOPA.

Boks 1 illustrerer sammenhængen mellem ESRB og ESFS.

Kommissionens forslag planlægges vedtaget som en samlet pakke på Det Europæiske Råds møde i december 2009 og efterfølgende i Europa-Parlamentet med henblik på at træde i kraft i løbet af 2010.

EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD, ESRB

Forslaget består af to retsakter, dels en forordning om at etablere ESRB, dels en rådsbeslutning, der pålægger ECB at yde sekretariatsbistand til ESRB inden for ECBs eget budget.

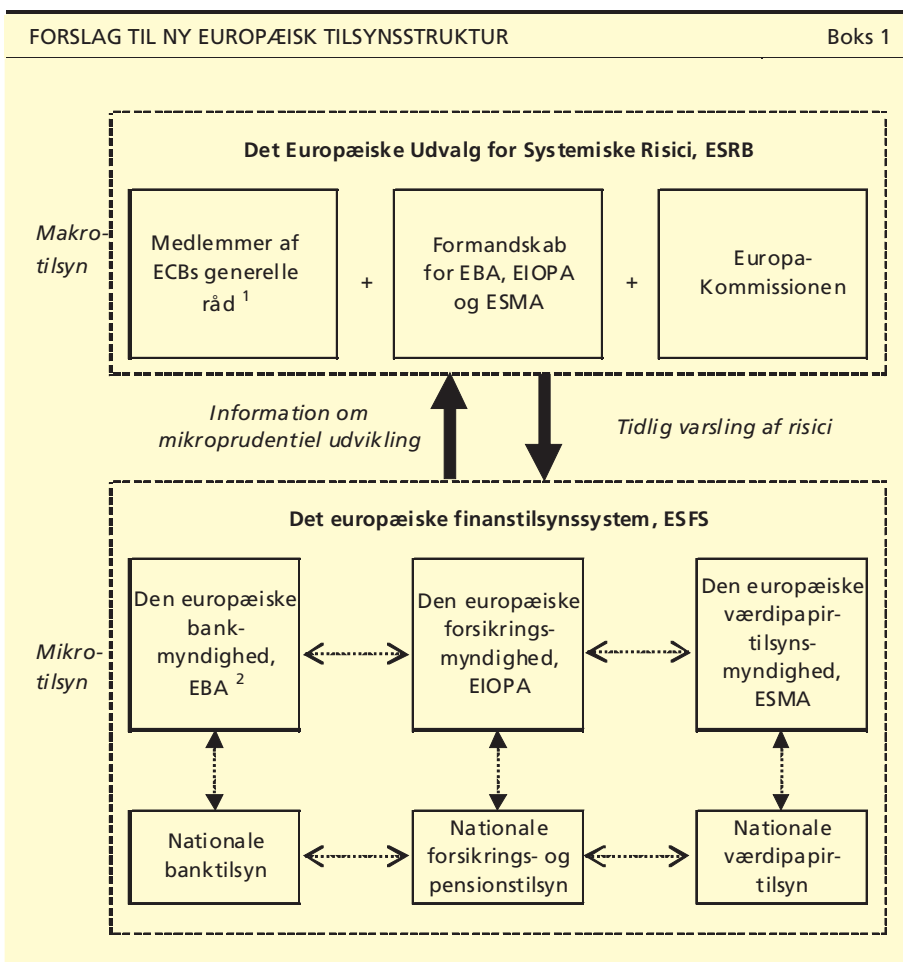
Formål og opgaver

ESRB bliver ansvarlig for makrotilsynet med det finansielle system i EU. Formålet er at forebygge og reducere systemiske risici, undgå finansiell uro og bidrage til et velfungerende indre marked.

I relation til formålet har ESRB til opgave at indsamle og analysere alle relevante informationer og derefter udstede advarsler i tilfælde af, at der identificeres betydelige risici. ESRB kan desuden fremsætte anbefalinger med henblik på at afhjælpe disse risici. Advarsler og anbefalinger kan stiles til enten EU, et eller flere medlemslande, en eller flere af de nye europæiske tilsynsmyndigheder (EBA, ESMA og EIOPA) eller en eller flere af de nationale tilsynsmyndigheder. Anbefalinger skal indeholde en tidsplan for opfølgning og baseres på et princip om "følg-eller-forklar", dvs. at modtageren af anbefalingen forventes at følge denne til fulde eller i modsat fald forklare afvigelser indgående. I tilfælde af at ESRB vurderer, at anbefalingerne ikke følges, skal ESRB gøre opmærksom herpå og informere Ecofin og eventuelt de relevante europæiske tilsynsmyndigheder. Advarsler og anbefalinger kan offentliggøres, hvilket kræver to tredjedelles flertal i ESRBs generelle råd og en konsultation af Ecofin.

¹ Det danske navn er "Det europæiske finanstilsynssystem".

² Committee of European Banking Supervisors, CEBS, Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors, CEIOPS, og Committee of European Securities Regulators, CESR.



Kilde: The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, chaired by Jacques de Larosière, februar 2009. Figuren er opdateret med ændringer efter Ecofin-mødet 20. oktober 2009.

¹ Som observatører i ESRBs generelle råd deltager en repræsentant pr. land fra de nationale tilsynsmyndigheder og formanden for EUs Økonomiske og Finansielle Komite, EFC.

² Centralbanker uden tilsynsansvar deltager som observatører i EBA.

For at undgå dobbeltindberetning af data vil ESRB om muligt gøre brug af statistik, der allerede er indsamlet via Det Europæiske System af Centralbanker, ESCB, eller Det Europæiske Statistiske System, ESS. ESRB kan derudover om nødvendigt anmode om data fra de europæiske tilsynsmyndigheder EBA, ESMA og EIOPA. Anmodes der om data i en ikke-summarisk form, kræves en begrundet anmodning. Endelig kan ESRB trække på oplysninger fra de nationale myndigheder (tilsyn, centralbanker og statistikbureauer).

ESRB forventes at arbejde tæt sammen med dels de nye europæiske tilsynsmyndigheder, dels andre internationale institutioner med ansvar for makrofinansiel stabilitet, herunder Den internationale Valutafond, IMF, og Financial Stability Board, FSB.

Organisering

ESRB organiseres med et generelt råd, en styringskomite, et sekretariat og en teknisk rådgivende komite. Formanden for ESRB vælges for en 5-årig periode blandt medlemmerne i ECBs Generelle Råd. Formanden kan genvælges én gang.

ESRBs generelle råd mødes mindst fire gange om året. Her deltager med stemmeret:

- ECBs formand (og ECBs næstformand, hvis formanden vælges til formand for ESRB)
- centralbankcheferne fra alle EU-lande
- et medlem af Kommissionen
- de tre formænd for henholdsvis EBA, ESMA og EIOPA.

Uden stemmeret deltager:

- en højtstående repræsentant pr. land fra de nationale tilsynsmyndigheder
- formanden for EUs Økonomiske og Finansielle Komite, EFC.

Antallet af medlemmer i ESRBs generelle råd er p.t. 61, heraf 33 med stemmeret, hvis både ECBs formand og næstformand er medlemmer. Afgørelser træffes med simpelt flertal, dog kræves to tredjedeles flertal ved afgørelser om anbefalinger eller offentliggørelse af enten advarsler eller anbefalinger.

I ESRBs styringskomite sidder formanden og næstformanden for ESRB samt fem centralbankchefer, hvoraf de tre kommer fra eurolande og de to fra ikke-eurolande. Derudover deltager en repræsentant fra Kommissionen, formanden for EFC og de tre formænd for de nye europæiske tilsynsmyndigheder. De i alt 12 medlemmer af styringskomiteen har til opgave at forberede møderne i ESRBs generelle råd.

ESRBs teknisk rådgivende komite har til opgave at rådgive og vejlede om tekniske emner i relation til ESRBs arbejde. I komiteen sidder en repræsentant fra hver af centralbankerne i EU-landene, en repræsentant fra ECB, en repræsentant pr. land fra tilsynsmyndigheden, en repræsentant fra hver af de tre nye europæiske tilsynsmyndigheder, to repræsentanter fra Kommissionen og en repræsentant fra EFC.

ECB leverer sekretariatsbistand til ESRB, hvilket bl.a. indebærer analytisk, statistisk, administrativ og logistisk bistand.

EUROPEAN SYSTEM OF FINANCIAL SUPERVISORS, ESFS

Netværk af tilsyn

Forslagene består af tre forordninger til etablering af ESFS, som skal være et netværk bestående af de nationale tilsynsmyndigheder og tre

Supervisory Authorities, ESAer, som er en europæisk bankmyndighed, EBA, en europæisk værdipapirtilsynsmyndighed, ESMA, og en europæisk forsikringstilsynsmyndighed, EIOPA.

Netværket vil endvidere bestå af en fælles komite for sager vedrørende konglomerater, Joint Committee of European Supervisory Authorities.

Det direkte tilsyn med de finansielle virksomheder skal stadig udføres af de nationale tilsynsmyndigheder. I de fleste lande er tilsynsmyndigheden en del af centralbanken, i andre lande er tilsynsmyndighederne ikke en del af centralbanken, jf. boks 2. Endelig har flere lande mellemløsninger, hvor en del af tilsynsarbejdet udføres i centralbankerne. Tilsyn med koncerner skal udføres af de nationale tilsynsmyndigheder i samarbejde med andre relevante nationale tilsynsmyndigheder i form af tilsynskollegier.

Oprettelse af European Supervisory Authorities, ESA

ESAerne oprettes i henhold til traktatens artikel 14 (efter Lissabon) som fællesskabsenheder med juridisk status, som har til opgave at bidrage til implementeringen af det indre marked i samarbejde med Kommissionen. ESAerne skal i deres tilsynsrelaterede opgaver være uafhængige af Kommissionen, men Kommissionen vil skulle indgå i netværket i relation til reguleringen og implementeringen af EU-regler.

Formålene for de tre ESAer vil være:

- Forbedre funktionen af det indre marked, herunder særligt bidrage til effektiv og ensartet regulering og tilsyn med finansielle virksomheder
- Beskytte indskydere, investorer, forsikringstagere mv.
- Sikre integritet, effektivitet og ordentlig funktion af finansielle markeder
- Bidrage til at sikre stabiliteten af det finansielle system
- Udbygge den internationale koordination.

Opgaver

Ud over de hidtidige opgaver for de eksisterende tilsynskomiteer, CEBS, CEIOPS og CESR, vil de nye ESAer også skulle udarbejde forslag til tekniske standarder, afgøre uenigheder mellem nationale tilsynsmyndigheder og inden for tilsynskollegier bidrage til at sikre overholdelse af EU-retten, sikre koordination og beslutningstagning i tilfælde af krisesituationer og indsamle relevant information om de finansielle markeder.

Forslag til tekniske standarder

Formålet er at udarbejde et sæt regler (single rulebook), som skal sikre en ensartet implementering af EU-regler. Til dette formål skal alle forskellige hidrørende fra forskellig implementering af EU-regler identificeres og afskaffes.

ARBEJDSDELING MELLEM TILSYNSMYNDIGHEDER OG CENTRALBANKER

Boks 2

Det kommende europæiske finanstilsynssystem, EFSF, skal fungere som et netværk af de nationale finanstilsyn og de tre Supervisory Authorities, ESAer. Der er forskellige former for arbejdsdeling mellem tilsynsmyndigheder og centralbanker i de enkelte lande.

Samarbejdet mellem centralbank og tilsynsmyndighed kan i EU inddeles i tre overordnede modeller:

1. Centralbanken er tilsynsmyndighed eller en af tilsynsmyndighederne
2. Centralbanken har et begrænset tilsynsansvar
3. Centralbanken er ikke involveret i tilsynsarbejde.

I den første gruppe udføres de operationelle tilsynsopgaver af centralbanken. I flere tilfælde er det kun tilsynet med banker, der ligger i centralbanken, hvorimod tilsynet med forsikring og værdipapirer ligger hos en separat myndighed.

I den anden gruppe er centralbanken tildelt visse tilsynsmæssige opgaver eller er indirekte involveret i tilsynsarbejde i begrænset omfang. Tilsynsmyndigheden kan her være en selvstændig enhed, der organisatorisk og administrativt er en del af centralbanken. Centralbanken og tilsynet kan også være separate institutioner, hvor centralbanken er involveret i ledelsen af tilsynsmyndigheden eller udfører dele af de tilsynsmæssige opgaver.

I den tredje gruppe ligger tilsynet hos en myndighed, der er uafhængig af centralbanken.

Hvilke lande, der hører til i de forskellige grupper, er anført i tabel 1.

EU-LANDE FORDELT PÅ DE TRE MODELLER

Tabel 1

Gruppe 1	Gruppe 2	Gruppe 3
Belgien ¹	Estland	Danmark
Bulgarien	Finland	Letland
Cypern	Frankrig	Malta
Grækenland	Luxembourg	Polen
Holland	Østrig	Storbritannien
Irland ³		Sverige
Italien		Ungarn
Litauen		
Portugal		
Rumænien		
Slovakiet		
Slovenien		
Spanien		
Tjekkiet		
Tyskland ²		

Kilde: ECB og nationale myndigheders hjemmesider.

¹ Belgien er angivet i gruppe 1, hvilket er blevet annonceret i en pressemeddelelse af 13. oktober 2009, men ændringerne er endnu ikke trådt i kraft.

² Tyskland er angivet i gruppe 1, hvilket er baseret på nyt regeringsgrundlag fra oktober 2009.

³ Irland er angivet i gruppe 1, hvilket er baseret på en pressemeddelelse af 19. oktober 2009, men ændringerne er endnu ikke trådt i kraft.

Den finansielle krise har medført øget fokus på finansiell stabilitet og arbejdsdelingen mellem centralbank og tilsynsmyndighed. I nogle lande har det givet anledning til ændringer i denne arbejdsdeling i retning af at give centralbankerne et større ansvar.

FORTSAT

Boks 2

I oktober 2009 annoncerede *Belgien*, at centralbanken i fremtiden vil få ansvaret for tilsynet med finansielle institutioner, mens tilsynet skal føre tilsyn med værdipapir-markederne (markedstilsyn) og får øget bemyndigelse inden for forbrugerbeskyttelse. I et første skridt nedsættes en "Systemic Risk Committee", der har deltagelse fra begge institutioner, og som skal sørge for en gradvis overgang mellem institutionerne.

I *Finland* blev tilsynet med alle finansielle virksomheder samlet i det finske finanstillsyn med virkning fra 1. januar 2009, hvor tilsynet med forsikrings- og pensionselskaber blev fusioneret ind i det eksisterende finanstillsyn. Organisatorisk er finanstillsynet forbundet med centralbanken, men finanstillsynet er uafhængigt i tilsynsvirksomheden.

I begyndelsen af 2009 annoncerede den *irske* finansminister, at regeringen ønsker at oprette et fuldt integreret tilsyn under centralbanken. I oktober 2009 blev den nye chef for det nye finansielle tilsyn udpeget, og han tiltræder sin stilling til januar 2010. I dag er centralbanken og tilsynet organiseret under samme navn, men tilsynet er en selvstændig enhed.

Den nye *tyske* regering har i oktober 2009 annonceret, at banktilsynet i fremtiden skal fusioneres ind i centralbanken.

I *Luxembourg* har centralbanken siden oktober 2008 haft ansvaret for at overvåge den generelle likviditetssituation på markederne samt at evaluere markedsaktørerne i denne henseende.

I *Østrig* blev der i 2008 foretaget en reform på tilsynsområdet, hvor et af de primære mål var at fastlægge klare ansvarsområder for centralbanken og tilsynet. Centralbanken og tilsynet har adgang til den samme information. Den nye tilsynsstruktur er opdelt i to, hvor centralbanken er ansvarlig for inspektioner, informationsindsamling og risikovurdering, mens tilsynet er ansvarlig for administrative procedurer og de tilsynsmæssige beslutninger.

Det har vist sig under krisen, at ingen af de eksisterende nationale tilsynsmodeller har fungeret tilfredsstillende. Det er på den baggrund, at Kommissionen har stillet forslag om en ny europæisk tilsynsstruktur for at styrke indsatsen med finansielt tilsyn. Som opfølgning på krisen er der ligeledes sket ændringer i ansvarsdelingen mellem centralbanker og tilsynsmyndigheder i flere lande, jf. ovenfor. Det er åbenbart, at en række af de internationale initiativer til opfølgning på krisen, stiller krav om, at tilsyn og centralbanker arbejder tættere sammen, at de i højere grad udveksler oplysninger, og at de på visse områder får overlappende ansvar. Fx lægges der op til en større rolle for systemisk overvågning af det finansielle system på makroniveau. Resultaterne af makroovervågningen skal aflejes i det daglige mikrobaserede tilsynsarbejde. På tilsvarende vis skal resultater af overvågningen på mikroniveau danne baggrund for overvågningen på makroniveau. Derved kan det belyses, hvordan risici på institutionsniveau kan sprede sig og føre til systemisk risiko. Informationsudveksling vil i sig selv kræve et øget samarbejde. Hertil kommer, at et øget samarbejde, herunder koordinering af initiativer, også vil være hensigtsmæssigt ud fra hensynet til at mindske belastningen af de institutioner, der overvåges.

ESA kan som hidtil både vedtage ikke-bindende regler og forslag til bindende regler af teknisk karakter.

Beslutningsproceduren for de bindende regler vil være således, at Board of Supervisors, jf. afsnittet om organisering på næste side, skal vedtage reglerne med kvalificeret flertal i henhold til traktatens artikel 16(4). Herefter skal reglerne, for at få juridisk gyldighed, vedtages af Kommissionen i form af forordninger eller beslutninger inden for en 3-måneders frist. Kommissionen har mulighed for at forkaste de vedtagne regler, foretage ændringer eller foretage en delvis vedtagelse.

Lamfalussy-proceduren¹ vil stadigvæk eksistere på reguleringsområdet: Level 1 vedtager som hidtil regler af overordnet karakter af politisk betydning, level 2 vedtager uddybende regler med hjemmel i vedtagelsen på level 1 (svarende til bekendtgørelser), og level 3 (som vil være de nye ESAer) skal vedtage udkast til standarder af teknisk karakter herunder uddybende regler, hvilket i princippet vil svare til en form for bindende vejledninger i den danske lovproces.

Regler og standarder på level 3 skal som hidtil være konsistente med vedtagelserne på level 1 og 2, være af teknisk karakter og ikke have politisk indhold.

Det vil fremgå af sektorreguleringen, hvilke områder der kan blive genstand for regulering på level 3. Allerede eksisterende standarder og regler på level 3 skal, efter en fornyet gennemgang, vedtages efter den nye procedure, hvis de skal have bindende karakter.

Sikre ensartet anvendelse af EU-regler

ESAerne skal endvidere have en generel beføjelse til at bidrage til en ensartet anvendelse af EU-regler. Der skal oprettes en mekanisme i hver ESA til at håndtere adfærd hos de enkelte tilsynsmyndigheder, som anses for at være i strid med EU-reglerne. I sådanne tilfælde undersøger ESA sagen og kan vedtage en anbefaling. Hvis denne anbefaling ikke følges af den enkelte tilsynsmyndighed, kan Kommissionen vedtage, at tilsynsmyndigheden skal følge anbefalingen. Efterfølgende kan sagen tages op i EU-systemet på sædvanlig vis.

Aktioner i nødstilfælde

ESA skal sikre koordination mellem nationale tilsynsmyndigheder, særligt hvor der er risiko for det finansielle system i EU. I særlige tilfælde kan der være behov for, at ESA pålægger de enkelte tilsynsmyndigheder konkrete

¹ I 2001 blev der indført en ny procedure for vedtagelse af regulering på det finansielle område inden for EU, Lamfalussy-proceduren. Reguleringen vedtages på tre niveauer (levels).

forpligtelser. Denne beslutning er undergivet en safeguard-klausul, således at den enkelte tilsynsmyndighed kan afstå, hvis beslutningen betyder, at der pålægges økonomiske byrder på det enkelte land.

Afklaring af uoverensstemmelser

Der skal oprettes en mekanisme i hver ESA med det formål at afgøre uenigheder mellem nationale tilsynsmyndigheder og inden for tilsynskollegier. Denne mekanisme skal forsøge at skabe enighed mellem parterne. Hvis enighed ikke kan opnås, kan ESA vedtage en beslutning.

Denne mekanisme skal kun anvendes i meget sjældne tilfælde og i tilfælde, hvor en beslutning eller manglende beslutning har væsentlig betydning for muligheden for at kunne beskytte indskydere, investorer og forsikringstagere mv.

Direkte tilsyn med paneuropæiske finansielle institutter

Det foreslås, at der indføres direkte tilsyn med kreditvurderingsbureauer. Det skal fremover være ESA på værdipapirområdet, ESMA, som skal føre direkte tilsyn med bureauerne. Den nyligt vedtagne forordning om kreditvurderingsbureauer skal herefter ændres således, at tilladelse gives centralt af ESMA. On-site-tilsyn vil skulle udføres af ESMA i samarbejde med de nationale tilsynsmyndigheder.

Organisering

Hver ESA vil bestå af: Board of Supervisors, Management Board, en formand og en Executive Director. Endvidere bliver der oprettet et Board of Appeal for alle ESAer.

Board of Supervisors skal bestå af nationale tilsynschefer, formanden for ESA, en repræsentant fra Kommissionen, en repræsentant fra ESRB og en repræsentant fra hver af de to andre ESAer. Centralbanker uden tilsynsansvar vil deltage som observatører i EBA. Board'et vil være det centrale beslutningsorgan i hver ESA.

Som udgangspunkt træffes alle beslutninger ved simpelt flertal, bortset fra beslutninger om udkast til tekniske standarder og guidelines og andre særlige undtagelser, hvor der skal anvendes kvalificeret flertal.

Board of Appeal skal være fælles for de tre ESAer og skal bestå af 6 medlemmer og 6 suppleanter valgt af de tre ESAer. Alle, herunder juridiske personer, vil kunne anke beslutninger taget af ESA vedrørende anvendelse af EU-retten, aktioner i nødsituationer og afgørelser i tvister mellem tilsynsmyndigheder, jf. ovenfor.

AFSLUTTENDE BETRAGTNINGER

Med forslaget til ny tilsynsstruktur stilles der store krav til de europæiske tilsynsmyndigheder og centralbanker, som får ansvaret for at overvåge risici dels i de enkelte finansielle institutter (mikrodelene), dels i det finansielle system (makrodelene).

Centralbankerne får med etableringen af ESRB et mere formaliseret ansvar for overvågning af den europæiske finansielle stabilitet på makroniveau. Samtidig får centralbankerne et nyt værktøj, nemlig muligheden for at udstede advarsler og anbefalinger.

Udfordringen for centralbankerne kan billedligt sammenlignes med en baseballspiller, der skal ramme bolden: For det første skal han være i stand til at se bolden komme, for det andet skal han have et bat at slå med, og for det tredje skal han turde slå til, når det gælder. Tilsvarende skal centralbankerne være i stand til at kunne vurdere udsigterne til finansiell ustabilitet, de skal have instrumenter at gribe ind med, så vurderingerne får operationel effekt, og endelig skal der være vilje til at lade handling følge ord.

Med etableringen af ESFS oprettes et nyt finanstilsynssystem, der skal sikre ensartet tilsyn med finansielle virksomheder, som opererer i mere end ét EU-land. Ideen bag systemet er, at de nye europæiske tilsynsmyndigheder skal overvåge og koordinere de nationale tilsynsmyndigheders arbejde. Det er hensigten, at de europæiske tilsynsmyndigheder får det sidste ord i tilfælde af uenighed mellem de nationale myndigheder og kan pålægge dem at handle i krisesituationer. De europæiske tilsynsmyndigheders arbejde skal endvidere understøttes af fælles bindende tilsynsstandarder. Samlet set er der tale om første skridt mod "tilsyn med tilsynene".

Centralbankernes tiltag og balancer under krisen

Niels Arne Dam og Lars Risbjerg, Økonomisk Afdeling

FRA LIKVIDITETSKRISE TIL KREDITKRISE

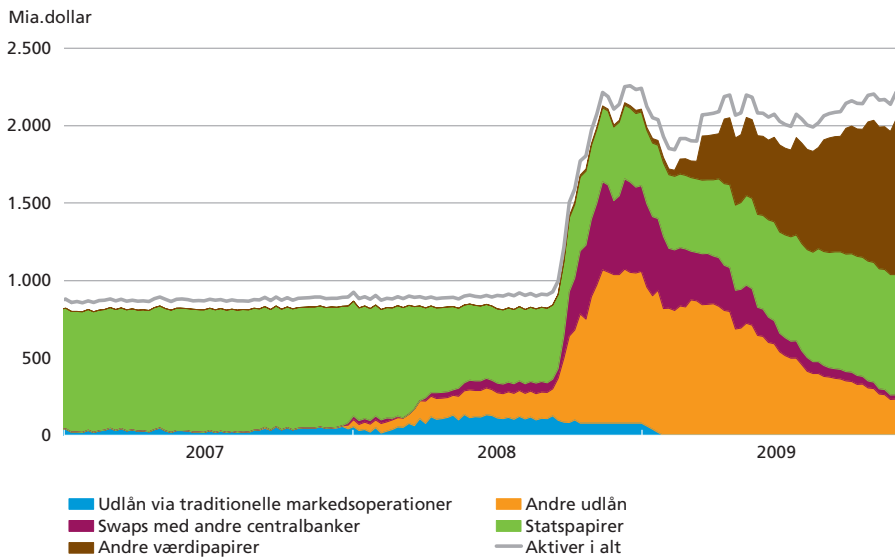
Den finansielle krise har udviklet sig i etaper. Fra sommeren 2007 til sommeren 2008 var der i høj grad tale om en likviditetskrise i banksektoren. Bankerne ønskede fortsat at handle med hinanden, men var tilbageholdende med at udveksle likviditet via pengemarkedet, da øget usikkerhed og lavere risikovillighed førte til, at bankerne under ét efterspurgte mere likviditet. Centralbankernes tiltag var i den periode derfor fokuseret på at skabe større sikkerhed blandt bankerne om tilgængeligheden af likviditet. Der opstod desuden dollarknaphed ikke bare i USA, men også internationalt. Der blev på den baggrund oprettet swapaftaler, hvor den amerikanske centralbank, Federal Reserve, udlåner dollar til andre centralbanker, herunder Den Europæiske Centralbank, ECB, der videreudlåner dollar til bankerne.

Hen over sommeren 2008 blev situationen gradvis værre. Tilliden mellem bankerne svækkedes, efterhånden som problemerne i den finansielle sektor blev tydeligere. I midten af september 2008 blev den amerikanske investeringsbank Lehman Brothers erklæret konkurs. Herefter udviklede uroen sig fra en likviditetskrise til at blive en kreditkrise i banksystemet, hvor der blev større usikkerhed om bankernes solvens og kreditværdighed, så de ikke længere ønskede at handle med hinanden. Den finansielle krises negative konsekvenser for den reale økonomi blev herefter hurtigt tydelig.

Adskillige centralbanker, herunder ECB og Federal Reserve, Fed, nedsatte deres pengepolitiske renter til et niveau tæt på nul, som udgør en nedre grænse for renteniveauet. Samtidig var pengepolitikens traditionelle transmission fra korte renter til realøkonomien hæmmet af kreditkrisen. Centralbankerne begyndte derfor i stadig højere grad at påvirke transmissionsmekanismen mere direkte gennem nye tiltag. Feds tiltag har i stort omfang været rettet mod at forbedre kreditforholdene på udvalgte centrale markeder uden for banksystemet gennem opkøb af værdipapirer eller specielle lånefaciliteter direkte rettet mod såvel låntagere som investorer i disse markeder. Tiltagene har medført, at Feds

UDVALGTE AKTIVER PÅ FEDERAL RESERVEs BALANCE

Figur 1



Anm.: Swaps med andre centralbanker er Federal Reserves udlån i dollar til andre centralbanker i forbindelse med swap-aftaler. Ugeobservationer.

Kilde: Federal Reserve.

balance har ændret sig markant, jf. figur 1. I modsætning til Fed har fx ECBs operationer primært været fokuseret på udvidet långivning til banksystemet. Denne forskel afspejler, at euroområdet i overvejende grad har et bankbaseret system for finansiering, mens USA i højere grad har et kapitalmarkedsbaseret system.

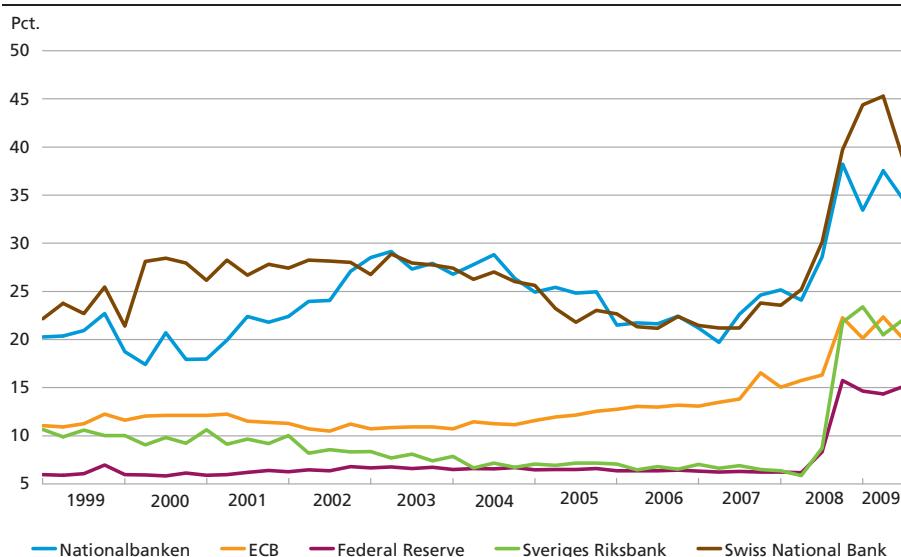
Tiltagene har betydet, at centralbanker i udlandet har bevæget sig ind på markeder, de normalt ikke agerer på. I en normal situation vil centralbankernes markedsoperationer alene have til hensigt at sikre en hensigtsmæssig likviditetsstyring, der understøtter det niveau for den korte rente på pengemarkedet, som den enkelte centralbank har signaleret med sine pengepolitiske renter. I den forstand har tiltagene under krisen været *ukonventionelle*, jf. fx Smaghi (2009).

I det følgende ses nærmere på betydningen af centralbankernes tiltag for deres balance. Fokus er på Nationalbankens og ECBs balance. ECBs tiltag og likviditetsforholdene i euroområdet har stor betydning for de danske penge- og valutaforhold som følge af den danske fastkurspolitik.¹

¹ Kjærgaard og Risbjerg (2008) sammenligner anvendelsen af Nationalbankens og ECBs pengepolitiske instrumenter under likviditetskrisen frem til begyndelsen af 2008.

CENTRALBANKERS BALANCE I FORHOLD TIL BNP

Figur 2



Anm.: Samlede aktiver i forhold til BNP. Kvartalsdata. For Danmark er BNP i 3. kvartal 2009 sat lig BNP i 2. kvartal 2009.
Kilde: ECB, Reuters EcoWin og Danmarks Nationalbank.

UDVIKLINGEN I CENTRALBANKERNES BALANCER UNDER KRISEN

Centralbankernes øgede udlån og køb af værdipapirer har i flere tilfælde ført til en betydelig forøgelse af deres balance, jf. figur 2.¹ Nationalbankens balance i forhold til bruttonationalproduktet, BNP, ligger højere end for flere andre centralbanker. Fastkurspolitikken indebærer således en forholdsvis større valutareserve end hos centralbanker, som ikke fører fastkurspolitik. Herudover kan det have betydning, at Nationalbanken er bankforbindelse for staten, som derfor har et indestående på sin konto i Nationalbanken. I andre lande kan statens bankforretninger i større grad være placeret uden for centralbanken. Den procentvise stigning i Nationalbankens balance i slutningen af 2008, i forhold til niveauet fra før uroen begyndte i sommeren 2007, er lidt større end for ECB, men er mindre end for fx Fed.

Under normale forhold er udsvingene i Nationalbankens balance større end ECBs. Det afspejler, at påvirkningen fra de autonome faktorer er relativt større i Danmark. Fastkurspolitikken bevirker, at fx Nationalbankens interventioner i valutamarkedet påvirker valutareserven og dermed Nationalbankens balance, jf. boks 1.

¹ Se fx BIS (2009), ECB (2009) samt Cecchetti og Disyatat (2009) for beskrivelse af forskellige centralbankers tiltag og betydningen for deres balancer.

NATIONALBANKENS PENGEPOLITISKE INSTRUMENTER OG BALANCE¹

Boks 1

Nationalbankens praktiske udførelse af pengepolitikken sker via de pengepolitiske instrumenter. Disse instrumenter er de faciliteter, Nationalbanken anvender til at styre og forrente mellemværender (ud- og indlån) med penge- og realkreditinstitutter – de pengepolitiske modparter. De pengepolitiske modparter har adgang til to faciliteter i Nationalbanken:

- Markedsoperationer, hvor modparterne på den sidste bankdag i hver uge har mulighed for at låne i 7 dage mod sikkerhed i værdipapirer eller placere likviditet i 7 dage ved at købe indskudsbeviser.
- Foliokonti, hvor modparterne kan placere likviditet i form af anfordringsindskud. Foliokontiene må ikke være i overtræk ved dagens slutning.

Ved de ugentlige markedsoperationer vil de pengepolitiske modparter normalt sammensætte deres mellemværender med Nationalbanken, så modparternes samlede indskud på foliokonti dækker banksektorens forventede likviditetsbehov i den kommende uge. I det omfang det er nødvendigt, anvender Nationalbanken ekstraordinære markedsoperationer i form af salg eller køb af indskudsbeviser til at modvirke udsving i likviditeten.

Der er fastsat et samlet loft (en ramme) for de pengepolitiske modparterers indskud på foliokonti ved dagens slutning. Formålet med foliorammerne er at sikre, at der ikke opbygges store indskud på foliokonti i Nationalbanken, som umiddelbart kan anvendes til spekulation i rente- og valutakursændringer i situationer med pres på kronen. Modparterne kan anvende indskudsbeviserne til at fremskaffe likviditet i forbindelse med Nationalbankens ekstraordinære markedsoperationer.

Nettostillingen betegner de pengepolitiske modparterers samlede nettomellemværende i kroner med Nationalbanken i pengepolitisk øjemed. Den er defineret som modparternes beholdning af indskudsbeviser og indskud på folio fratrukket de pengepolitiske lån. De pengepolitiske modparterers mellemværender med Nationalbanken kan aflæses af Nationalbankens balance.

Alle andre poster på Nationalbankens balance end de pengepolitiske ud- og indlån betegnes de autonome poster. På aktivsiden er valutareserven den største autonome post. Nationalbanken har desuden et investeringsaktiv i form af den indenlandske fondsbeholdning. På passivsiden er de store autonome poster seddel- og møntomløbet, samt statens indskud i Nationalbanken. I forbindelse med den finansielle krise er ud- og indlån i valuta i forbindelse med swaps med ECB og Federal Reserve kommet til på aktiv- og passivsiden. Der har desuden været større udsving end normalt i andre udlån til penge- og realkreditinstitutterne. Det afspejler Nationalbankens midlertidige likviditetsstøtte til enkeltinstitutter.

De autonome poster på Nationalbankens balance modsvarer pr. definition de pengepolitiske modparterers nettostilling over for Nationalbanken. Ændringer i de autonome poster vil derfor være afspejlet i tilsvarende ændringer i nettostillingen. Påvirkningen af nettostillingen fra autonome poster beskrives ofte ved udviklingen i de såkaldte likviditetspåvirkende faktorer, hvor det normalt især er Nationalbankens køb og salg af valuta samt statens nettobetalinger, der påvirker nettostillingen. Når fx staten foretager udbetalinger, eller Nationalbanken køber valuta, tilføres der likviditet.

¹ For nærmere beskrivelse se Danmarks Nationalbank (2009).

ECBs TILTAG OG BALANCE

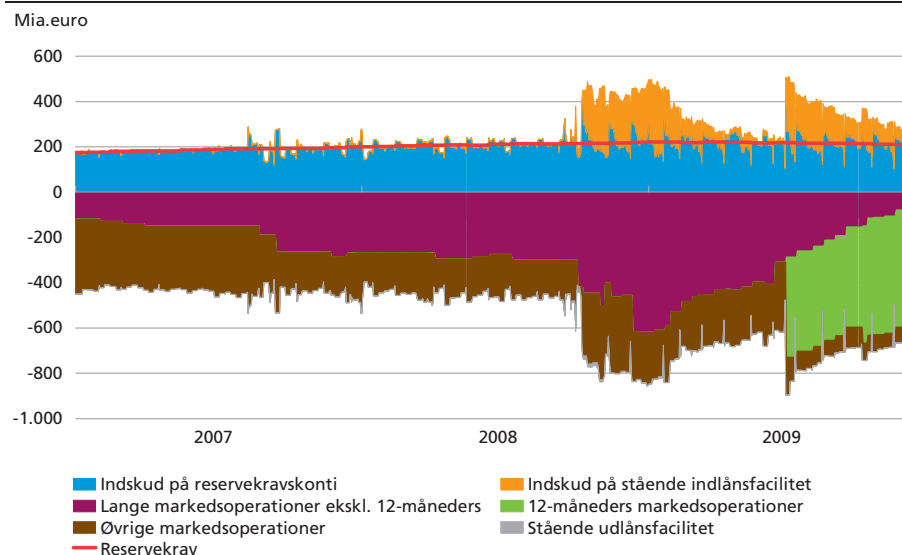
ECBs balance er primært blevet påvirket af en udvidet anvendelse af de pengepolitiske instrumenter og af udlån af dollar i forbindelse med swaptaler med Fed.

Frem til efteråret 2008 understøttede ECB likviditetsforholdene i pengemarkedet ved at øge hyppigheden af sine markedsoperationer og udbudet af udlån med længere løbetid end 7 dage for at give bankerne større sikkerhed om deres likviditetssituation. Det samlede udbud af lån fra ECB blev overordnet set ikke øget, men længere udlån gik fra at udgøre omkring en tredjedel af de samlede udlån til at udgøre omkring to tredjedele i september 2008, jf. figur 3. Udlånene er siden øget, og andelen af længere udlån er steget til at udgøre over 90 pct. af de samlede udlån.

For at dæmme op for manglen på dollar i euroområdet indgik ECB og Fed en swaptale i december 2007, hvor Fed låner ECB dollar mod sikkerhed i euro, og ECB videreudlåner dollar til bankerne i euroområdet. ECBs dollarudlån optræder som et aktiv på ECBs balance. Fed placerer de modtagne euro i ECB, hvor de optræder som et passiv, jf. figur 4. ECB indgik senere swaptaler, hvor ECB udlåner euro, med andre centralbanker, herunder Nationalbanken i oktober 2008.

ANVENDELSEN AF ECBs PENGEPOLITISKE INSTRUMENTER

Figur 3

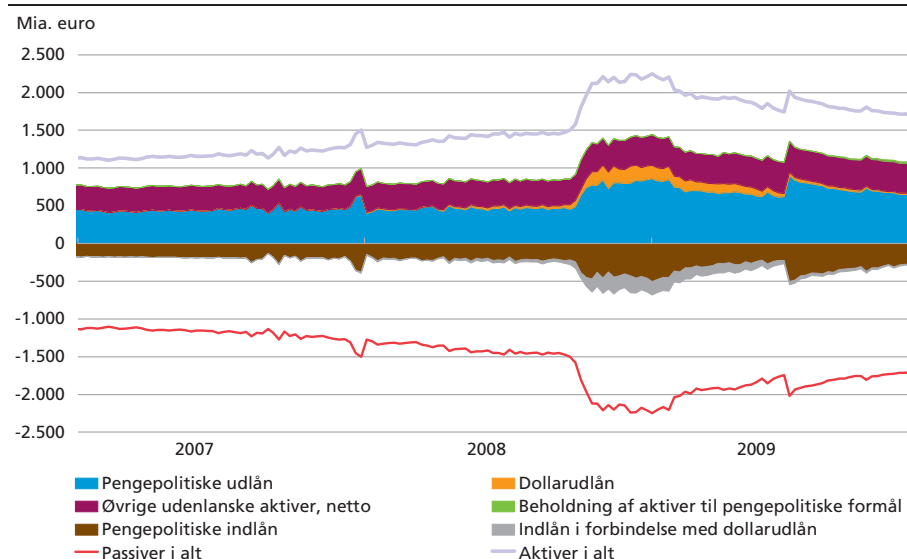


Anm.: Dagsobservationer. Opdelingen på udlån via lange markedsoperationer, ekskl. 12-måneders, og udlån via øvrige markedsoperationer er dog baseret på ugeobservationer. Udlån via øvrige markedsoperationer er hovedsageligt udlån via ECBs ugentlige markedsoperationer. Udlån har negativt fortegn, indskud har positivt.

Kilde: ECB.

UDVIKLINGEN I UDVALGTE POSTER PÅ ECBs BALANCE

Figur 4



Anm.: Ugeobservationer. Dollarudlån er ECBs udlån i forbindelse med swap med Federal Reserve, og indlån i forbindelse med dollarudlån afspejler ECBs forpligtelser over for Fed i forbindelse hermed. Dollarudlån er beregnet ud fra ECBs markedsoperationer for dollar. Balancen er korrigeret for passiver i valuta, der indgår i "Øvrige udenlandske aktiver, netto". Aktiver har positivt fortegn, passiver negativt.

Kilde: ECB.

ECB har gennemført flere tiltag, efter at den finansielle krise eskalerede i efteråret 2008. ECB øgede det samlede udlån til bankerne især i form af længere udlån med løbetider mellem 1 og 6 måneder. For at give bankerne større sikkerhed for at kunne opnå den ønskede likviditet øgede ECB udbuddet af længere lån, og i oktober 2008 ændrede ECB tildelingsproceduren ved de ugentlige markedsoperationer for udlån med 7 dages løbetid, så der herefter er foretaget fuld tildeling af mængden af efterspurgte lån til en fast rente.

Forholdene på euroområdet blev forbedret i løbet af 2009, og frem til slutningen af juni 2009 reducerede bankerne deres lån i ECB. I juni 2009 begyndte ECB at foretage markedsoperationer for 12-måneders lån til fast rente, hvor der gives fuld tildeling af den efterspurgte likviditet. Tiltaget forbedrede bankernes muligheder for længere finansiering og havde til hensigt at understøtte deres udlån til den ikke-finansielle sektor i økonomien. Bankernes låntagning hos ECB steg igen betydeligt i forbindelse med udbuddet af 12-måneders lån.

ECBs øgede udlån har betydet, at likviditeten langt overstiger det likviditetsbehov, der hidrører fra de autonome poster og fra ECBs krav til bankerne om i løbet af en reservekravsperiode på omkring en måned i gennemsnit at have et vist minimumsindestående på reservekravskonti. Likviditeten placeres derfor i stort omfang på den stående indlånsfacili-

tet i ECB til en lavere rente end ECBs udlånsrente ved markedsoperationerne, p.t. 0,75 procentpoint lavere. Det har betydet, at mens de korte pengemarkedsrenter normalt følger ECBs udlånsrente, har de siden midten af oktober 2008 ligget noget under ECBs udlånsrente. Likviditetsforholdene i euroområdet er dermed blevet afgørende for pengemarkedsrenterne i området og dermed også i Danmark som følge af den danske fastkurspolitik.

Omsætningen i euroområdets dag-til-dag-pengemarked er faldet i forbindelse med likviditetsrigeligheden. ECB udvidede i januar 2009 rentekorridoren på de stående ud- og indlånsfaciliteter fra 1,0 til 2,0 procentpoint med henblik på at understøtte pengemarkedet. Rentekorridoren blev indsnævret til 1,5 procentpoint i maj 2009, hvor ECB nedsatte udlånsrenten ved markedsoperationerne til 1 pct. Renten på den stående indlånsfaciliteten forblev dermed større end 0.

I juli 2009 introducerede ECB et program for opkøb af dækkede obligationer med henblik på at understøtte kreditforholdene. ECB havde i slutningen af november købt dækkede obligationer for 25 mia.euro, og det forventede samlede køb forventes at blive 60 mia.euro ved udgangen af juni 2010.

ECB har desuden udvidet listen af værdipapirer, der kan anvendes som sikkerhed i forbindelse med ECBs markedsoperationer.

NATIONALBANKENS TILTAG OG BALANCE

Nationalbankens balance er også steget som følge af øgede udlån, herunder udlån i dollar og euro i forbindelse med swaftaler med Fed og ECB i efteråret 2008. Efterfølgende har køb af valuta og en øget valutareserve i høj grad medvirket til, at balancen forblev på et højt niveau. I det følgende ses nærmere på udviklingen i Nationalbankens balance, som stammer fra anvendelsen af de pengepolitiske instrumenter og de autonome poster.

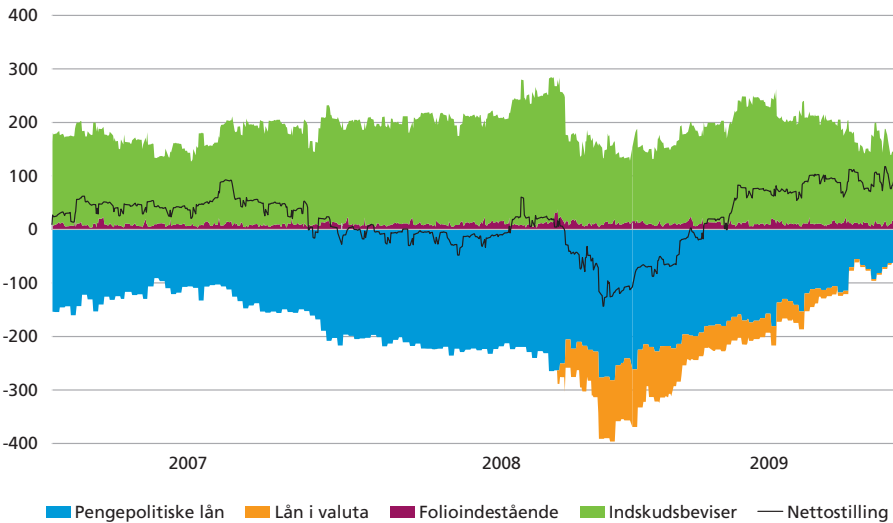
De pengepolitiske instrumenter

Fra den finansielle krise begyndte i august 2007, til den for alvor brød ud i midten af september 2008, steg Nationalbankens samlede pengepolitiske udlån med 128 mia.kr., jf. figur 5. En del af låntagningen kan forklares med, at de autonome faktorer drænede likviditet, hvilket reducerede penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken med 49 mia.kr. Institutternes efterspørgsel efter lån i Nationalbanken oversteg således likviditetsdrænet fra de autonome faktorer med 79 mia.kr., som afspejles i en tilsvarende forøgelse af institutternes likviditetsberedskab i Nationalbanken, primært i form af indskudsbevi-

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES NETTOSTILLING OVER FOR NATIONALBANKEN

Figur 5

Mia.kr.



Anm.: Dagsobservationer. Lån i valuta er udlån i forbindelse med swaps med ECB og Federal Reserve. Lån i valuta indgår ikke i nettostillingen.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

ser. Der skete dermed en bruttoopbygning af institutternes anvendelse af de pengepolitiske instrumenter.

Nationalbanken anvender et såkaldt åbent vindue ved sine ugentlige markedsoperationer, hvor penge- og realkreditinstitutterne frit kan bestemme mængden af pengepolitiske lån og indskudsbeviser til de af Nationalbanken fastsatte renter. Den øgede brug af de pengepolitiske faciliteter afspejler således en øget efterspørgsel fra institutterne. Dette står i kontrast til den daværende situation i euroområdet, hvor ECB frem til oktober 2008 fastlagde mængden af pengepolitiske lån og overordnet set ikke øgede udbuddet.

I den resterende del af 2008 reducerede penge- og realkreditinstitutterne deres bruttopositioner over for Nationalbanken. Det skal ses i lyset af initiativerne i Bankpakke 1. Bankerne lånte desuden store beløb i valuta i forbindelse med Nationalbankens swaptaler med Fed og ECB, jf. nedenfor.

Nationalbanken indførte 8. juni 2009 en rentemarginal mellem udlånsrenten og indskudsbevisrenten¹, som havde til formål at give penge- og realkreditinstitutterne et incitament til i højere grad at udligne indbyrdes likviditetsforskelle via pengemarkedet frem for at bruge National-

¹ Rentemarginalen var på 0,1 procentpoint og blev 29. september udvidet til 0,25 procentpoint.

bankens faciliteter. Effekten af rentemarginalen er vanskelig at opgøre præcist, men efter indførelsen har institutterne som helhed reduceret bruttoudnyttelsen af Nationalbankens faciliteter.

Siden uroen brød ud i sommeren 2007, er penge- og realkreditinstitutters bruttopositioner stort set uændrede, når der tages højde for udviklingen i nettostillingen. Det skal ses i lyset af, at institutterne i årene op til uroen havde opbygget deres beholdning af indskudsbeviser, bl.a. som følge af det stigende omfang af betalinger knyttet til refinansiering af realkreditlån.

Nationalbanken åbnede i maj 2008 for belåning af en ny type obligationer, kaldet låneobligationer, for at lette den træge udveksling af likviditet i pengemarkedet. Låneobligationerne kan udstedes af et penge- eller realkreditinstitut i Danmark og sælges til et andet institut, der kan rejse likviditet mod belåning af låneobligationen i Nationalbanken. I september 2008 indførte Nationalbanken en ny, midlertidig lånemulighed. Penge- og realkreditinstitutter fik adgang til at låne et beløb, der afhænger af deres overskydende lovmæssige solvens, dvs. forskellen mellem basiskapital og solvensbehov. Formålet med denne ordning er at hindre, at solvente institutter får likviditetsproblemer som følge af mangel på aktiver, der kan belånes i Nationalbanken. Renten på udlån er højere end ved Nationalbankens markedsoperationer. Ved samme lejlighed blev sikkerhedsgrundlaget for institutternes sædvanlige lån i Nationalbanken midlertidigt udvidet.

Penge- og realkreditinstitutter, som køber de udstedte låneobligationer, kan medregne obligationerne i deres likviditet, ligesom det er tilfældet for de bevilgede lånerammer baseret på solvens, jf. § 152 i lov om finansiel virksomhed. Der er ikke foretaget udlån via de to ordninger, og de har derfor ikke givet anledning til posteringer på Nationalbankens balance. Det kan især henføres til statsgarantien i Bankpakke 1, som trådte i kraft i oktober 2008, der sikrer alle indskydere og simple kreditorer fuld dækning. Det har betydet, at institutterne atter er begyndt at låne til hinanden i pengemarkedet, og at behovet for at låne i Nationalbanken har været mere beskedent. Det midlertidige belåningsgrundlag er også kun blevet anvendt i begrænset omfang.

Ordningerne har givet penge- og realkreditinstitutterne større sikkerhed for at kunne opnå den ønskede likviditet. I sidste ende afhænger effektiviteten af centralbankens tiltag af, om de kan understøtte institutternes indbyrdes transaktioner. Der har under krisen ikke været tydelige tendenser i omsætningen i dag-til-dag-pengemarkedet, der overvejende anvendes af institutterne i deres likviditetsstyring. Omsætningen ligger på nogenlunde samme niveau som, før uroen brød ud i sommeren 2007.

Nationalbanken fastsætter via foliorammerne en grænse for den samlede likviditet. Ønsker de pengepolitiske modparters kunder at spekulere mod kronen for et større beløb end indeståendet på folio, skal det overskydende beløb finansieres via likviditetstilførsler fra Nationalbanken. Nationalbanken har dermed mulighed for at fastsætte renten på likviditetstilførslen så højt, at en eventuel gevinst ved spekulation elimineres. Denne indretning af det pengepolitiske instrumentarium fordrer korte pengepolitiske lån. Udbud af længere lån er således ikke forenelig med fastkurspolitikken.

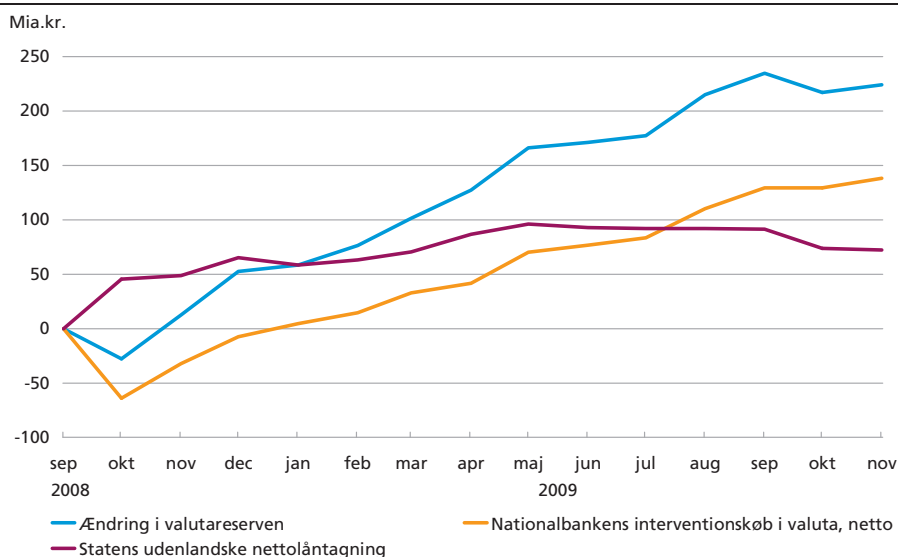
Valutareserven og statens konto

I kølvandet på den eskalerende finansielle krise efter Lehman Brothers' kollaps opstod der i efteråret 2008 pres på kronen, og Nationalbanken måtte sælge valuta for store beløb for at hindre kronen i at blive svækket over for euroen. Valutareserven blev i oktober 2008 formindsket med 27,8 mia.kr., jf. figur 6. Formindskelsen afspejlede, at Nationalbanken netto solgte valuta for 73,4 mia.kr., og at staten netto optog lån i udlandet for 45,6 mia.kr., der øgede indestående på statens konto i Nationalbanken, jf. figur 7.

Nationalbanken forhøjede udlånsrenten i oktober 2008, og det pengepolitiske rentespænd til euroområdet blev øget betydeligt for at

ÆNDRING I VALUTARESERVEN OG AKKUMULEREDE INTERVENTIONER
SAMT STATSLIG UDENLANDSK LÅNTAGNING SIDEN SEPTEMBER 2008

Figur 6

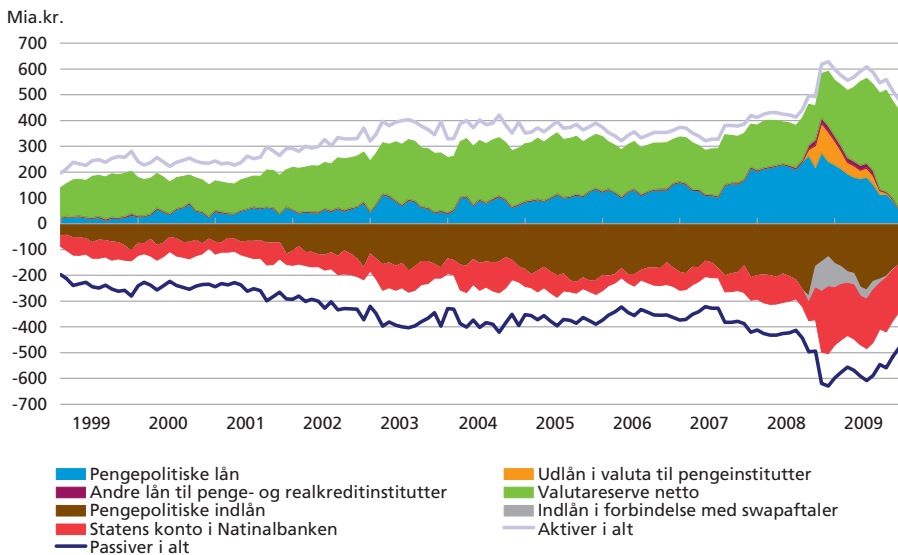


Anm.: Månedssdata. Ud over interventionskøb og statens udenlandske låntagning påvirkes valutareserven bl.a. af renteindtægter på valutareserven, statens nettobetaling i fremmed valuta og ændringer i pengeinstitutternes indestående på eurokonti i Nationalbanken.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

UDVIKLINGEN I UDVALGTE POSTER PÅ NATIONALBANKENS BALANCE

Figur 7



Anm.: Månedssdata. Pengopolitiske indlån er indlån på folio og indskudsbeviser. I "Andre udlån til penge- og realkreditinstitutter" indgår nettoudlån til Roskilde Bank. Balancen er korrigeret for forpligtelser over for udlandet, der indgår i "Valutareserve netto". Aktiver har positivt fortegn, passiver negativt.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

dæmpe presset mod kronen. Efterfølgende kunne Nationalbanken købe valuta tilbage og øge valutareserven, og det pengepolitiske rentespænd er blevet indsnævret. Erfaringerne fra efteråret 2008 viser, at der i en situation med pres på kronen kan være behov for endog meget store beløb til intervention. En betydelig valutareserve er derfor nødvendig.

Statens indestående i Nationalbanken steg betydeligt i slutningen af 2008, da statens optagelse af indenlandsk gæld oversteg det indenlandske finansieringsbehov med godt 100 mia.kr. i 2008, hovedsageligt som følge af udstedelse af 30-årige statsobligationer. Overfinansieringen har bl.a. været anvendt til at finansiere udbetalinger i forbindelse med Kreditpakken (Bankpakke 2), der gav alle kreditinstitutter med hjemsted i Danmark mulighed for at ansøge staten om indskud af hybrid kernekapital.

Andre poster på balancen

Nationalbanken indgik desuden swapaftaler med ECB og Fed i henholdsvis oktober og september 2008, for at skabe større tilgængelighed af euro og dollar i banksystemet. Mod kroner låner ECB og Fed euro og dollar til Nationalbanken, der videreudlåner valuta mod sikkerhed til sine pengepolitiske modparter. ECB og Fed placerer de modtagne kroner i Nationalbanken. På aktivsiden optræder udlånene som andre ud-

lån til modparterne i valuta, og på passiv siden som indlån i forbindelse med swapaftaler, der afspejler Nationalbankens forpligtelser over for ECB og Fed i forbindelse med swapaftalerne. Posteringsne på aktiv- og passiv siden er lige store, og udlånene giver ikke anledning til ændring i likviditetsforholdene i kroner. Lånene har bidraget til at løse pengeinstitutternes problemer med at låne i euro og dollar. Interessen for lånene er faldet i takt med, at de internationale pengemarkeder fungerer bedre. Den fortsatte normalisering af markederne har medført, at Nationalbanken kun foretager nye udlån, såfremt der ses et egentligt behov.

I sommeren 2008 var tilliden mellem pengeinstitutterne blev svækket, efterhånden som problemerne i den finansielle sektor blev tydeligere. De danske pengeinstitutters store indlånsunderskud gjorde dem sårbare over for begrænsninger i adgangen til udenlandsk finansiering. Nationalbanken vurderede, at den finansielle stabilitet var truet, idet enkelte pengeinstitutters likviditetsproblemer kunne påvirke andre pengeinstitutters adgang til udenlandsk finansiering. Nationalbanken indgik i juli 2008 på den baggrund en aftale om en ubegrænset lånefacilitet med Roskilde Bank. Likviditetsfaciliteten gav sig udslag i en forøgelse af andre udlån til pengeinstitutter end pengepolitiske udlån på Nationalbankens balance. Nationalbanken fik også kapitalandele mv. i Roskilde Bank på aktivsiden af balancen, da Nationalbanken og Det Private Beredskab i august 2008 indgik en købsaftale om overtagelse af Roskilde Bank. Roskilde Bank og lånefaciliteten blev overdraget til Finansiell Stabilitet A/S fra Nationalbanken og Det Private Beredskab i august 2009. Nationalbanken gav desuden likviditetsstøtte til to andre pengeinstitutter i september og oktober 2008.

Nationalbanken har ikke foretaget opkøb af værdipapirer i pengepolitisk øjemed. Nationalbanken var sidst for alvor aktiv i obligationsmarkedet med henblik på at påvirke renteutviklingen i 1986, hvor Nationalbanken en kort periode forsøgte at dæmpe rentestigninger. Med fastkurspolitikken og frie kapitalbevægelser kan interventioner på obligationsmarkedet ikke længere anvendes til at påvirke de lange danske renter, der i høj grad bestemmes af internationale forhold. Fondsbeholdningen er i dag blot et investeringsaktiv for Nationalbanken.

AFRUNDING

Nationalbankens balance steg i lighed med en række andre centralbankers balancer betydeligt i slutningen af 2008. Mens stigningen for flere centralbanker primært kan henføres til øgede udlån og opkøb af værdipapirer, er den øgede valutareserve hovedårsagen til den fortsat forhøjede balance for Nationalbanken. Erfaringerne fra efteråret 2008 viser,

at der i en situation med pres på kronen kan være behov for endog meget store beløb til intervention. En betydelig valutareserve er derfor nødvendig. Fastkurspolitikken betyder, at Nationalbanken ikke ligesom ECB kan foretage lange udlån til bankerne, og opkøb af obligationer vil ikke være effektivt til at påvirke det lange renteniveau i Danmark, der i høj grad bestemmes af internationale forhold.

Nationalbankens tiltag i form af midlertidige låneordninger i kroner har ikke været anvendt til at fremskaffe likviditet via Nationalbankens pengepolitiske instrumenter og har derfor ikke påvirket Nationalbankens balance. De har imidlertid sammen med regeringens bankpakker givet penge- og realkreditinstitutternes større sikkerhed for, at de kunne opnå likviditet, og kan indgå i deres likviditet, jf. § 152 i lov om finansiel virksomhed. Nationalbankens udlån i valuta i forbindelse med swaps med ECB og Fed har derimod haft et tydeligt midlertidigt aftryk på Nationalbankens balance.

Nogle af Nationalbankens tiltag er konstrueret således, at de i høj grad udfaser sig selv i takt med, at tilstanden på de finansielle markeder normaliseres. Dette er fx sikret ved, at der betales en rentepremie ved brug af lån mod overskydende solvens. Penge- og realkreditinstitutterne vil derfor tilskyndes til at handle med hinanden i stedet for at gøre brug af Nationalbankens faciliteter, så snart tilstanden i pengemarkedet tillader det. Fx er valutamarkederne nu bedret i et sådant omfang, at der ikke længere er efterspørgsel efter Nationalbankens udlån af dollar og euro.

I sidste ende afhænger effektiviteten af centralbankens tiltag af, om de kan understøtte bankernes indbyrdes transaktioner. Nationalbanken har i juni 2009 indført en rentemarginal for at understøtte aktiviteten på pengemarkedet.

LITTERATUR

BIS (2009), *79th Annual Report*.

Cecchetti, Stephen G. og Piti Disyatat (2009), Central bank tools and liquidity shortage, Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review*.

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

ECB (2009), Recent developments in the balance sheet of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of Japan, *Monthly Bulletin*, oktober.

Kjærgaard, Morten og Lars Risbjerg (2008), Finansiell uro, likviditet og centralbankerne, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

Smaghi, Lorenzo Bini (2009), Conventional and unconventional monetary policy, forelæsning ved International Center for Monetary and Banking Studies, Geneve, 28. april.

Nils Bernsteins tale på Finansrådets årsmøde 30. november 2009

Recessionen i verdensøkonomien ser nu ud til at være slut. Væksten er igen positiv i de fleste OECD-lande. Verdenshandlen er så småt ved at komme i gang igen efter et kraftigt dyk.

For Danmarks vedkommende har vi på nuværende tidspunkt alene et foreløbigt overblik over, hvordan det gik i første halvår. Hvordan det er gået siden forsommeren, har vi ikke fuldt overblik over endnu. Men efter Nationalbankens bedste skøn er Danmark nu også langsomt på vej ud af recessionen, som startede omkring årsskiftet til 2008.

Her i landet nåede vi midt på året, efter alt at dømme, et lavpunkt for den samlede produktion, som lå mere end 7 pct. lavere end det seneste toppunkt i 2007.

De fleste prognoser viser, at vi kun langsomt vil bevæge os fremad igen, og efter vores vurdering vil vi tidligst engang i 2013 nå det produktionsniveau, vi slap i 2007. Med stor uudnyttet kapacitet i erhvervslivet vil arbejdsløsheden vokse det næste års tid eller mere.

Meget vil afhænge af, hvornår forbrugerne får købelysten tilbage, og hvor meget eksporten igen vil bidrage til væksten. Lige nu er det især de omfattende stimulipakker her og i udlandet og lagertilpasninger, som har standset tilbagegangen og skubber økonomien fremad igen. Vi har endnu til gode at se, om fremgangen bliver selvbærende, når vækstpakkerne og den ekspansive finanspolitik og pengepolitik ophører. Der er usædvanlig stor usikkerhed knyttet til forløbet de kommende år – meget kan gå galt – men det er vores bedste skøn, at det nu vil gå langsomt fremad.

En af de udfordringer vi er oppe imod er finansieringen af de store statsunderskud, som er modstykket til den ekspansive finanspolitik her i landet og i udlandet. Hvis tilbagerulningen af den ekspansive finanspolitik sker for sent, kan frykten for gældsspiral og inflation føre til stigende rente. Hvis tilbagerulningen derimod sker for tidligt, kan de finansielle markeder igen komme under stærkt pres. Nye hjælpepakker kan blive nødvendige.

Denne balanceakt er i høj grad et spørgsmål om at opnå investorernes tillid til, at den fremtidige økonomiske politik er holdbar.

Sviger tilliden, vil renterne stige med risiko for at skabe en nedadgående spiral med større budgetunderskud og øgede renteudgifter. Risi-

koen herfor kan lægge en dæmper på væksten. Det er derfor væsentligt at udarbejde en holdbar plan for konsolidering af de offentlige finanser. Og en holdbar og troværdig plan kræver ikke blot enighed om målene – men også om midlerne.

Nu hvor den finansielle krise er på retur, giver det mening at se på forløbet i perspektiv. Og gøre sig nogle overvejelser om, hvilken lære der kan drages af begivenhederne. Vi taler om den alvorligste finansielle krise siden 30'erne, så det er oplagt, at der vil blive skrevet tykke og lærde bøger om årsagerne hertil.

Jeg vil i dag blot konstatere, at et kraftigt økonomisk opsving i USA, i første omgang hjulpet af skattelettelser og en meget lempelig pengepolitik, spredte sig til resten af verdenen samtidig med, at den kinesiske økonomi voksede i betydning.

Den amerikanske økonomi blev stærkt båret af optimisme og købelyst hos den amerikanske forbruger, mens den kinesiske økonomi fik sin styrke gennem en imponerende eksportvækst og massive erhvervsinvesteringer. USA fik et meget betydeligt underskud på betalingsbalancen, som finansieredes i betydeligt omfang af overskud i Kina og i de olieproducerende lande, som nød godt af en kraftig vækst i verdensøkonomien. Likviditeten i det finansielle system verden over blev billig og rigelig. Jagten på afkast tog mange former, og risikovilligheden var stor.

Denne udvikling påvirkede også os her i Danmark. Som en lille og åben økonomi nød vi godt af det internationale opsving. Den rigelige likviditet i de internationale kapitalmarkeder betød, at bankerne kunne supplere de traditionelle indlån med låntagning i udlandet som basis for stærkt stigende udlån. Ved siden af traditionel erhvervsfinansiering bar udviklingen præg af opsving i nybyggeri og modernisering – ikke mindst på boligområdet. De gunstige konjunkturer betød også, at aktiviteterne i den finansielle sektor i stigende grad gik ud over landets grænser, hvor der foretoges opkøb af banker i hidtil uset omfang.

Mange bankers stigende låntagning i udlandet gjorde sektoren afhængig af fortsat adgang til international likviditet.

De rigelige og billige lånemuligheder gav ekstra kraft til opsvinget. Det danske opsving næredes af eksport, privatforbrug og investeringer og fik samtidig medløb af offentligt forbrug. Dansk økonomi nåede grænsen for egen formåen i slutningen af 2007, uafhængigt af den begyndende finansielle krise, og var selvstændigt på retur, da Lehmann Brothers kollapsede i september 2008 og hensatte de finansielle markeder i chok og gav stødet til den økonomiske krise. Det afgørende finansielle stød kom til os udefra. Men vi havde selv gjort os sårbare, da krisen ramte. Vi kan ikke forhindre nye kriser, men vi kan og skal tage ved lære af det, vi har været igennem.

Når vi kigger tilbage over den seneste halve snes år, er det åbenbart for enhver, at udviklingen på ejendomsmarkedet i Danmark forstærkede konjunkturforløbets op- og nedtur. Og dermed bidrog til de vanskeligheder, vi kæmper med i dag.

De danske huspriser steg næsten uafbrudt fra 1993 til 2007. Stigningen var ekstraordinær stærk i 2005 og 2006. Væksten i ejendomspriserne under det seneste opsving kan frem til 2005 i vid udstrækning forklares med lav rente – især i den korte ende – lån med afdragsfrihed, vækst i de disponible indkomster, faldende ledighed og skattestop.

Men prisstigningerne blev selvforstærkende. I forventning om fortsatte prisstigninger købtes ny bolig, før den gamle var solgt. Ejendomme blev et spekulationsobjekt. Drevet af forventninger og det samtidige konjunkturopsving steg prisen på parcel- og rækkehuse fra begyndelsen af 2005 og et år frem med næsten 25 pct. Stigningen i hovedstadsområdet var noget højere. Et løft af den størrelsesorden kan ikke forklares alene med de underliggende økonomiske vilkår. Forventningerne spillede en selvstændig rolle.

Pristigningerne på ejendomsmarkedet gav forøget brændstof til opsvinget. Friværdierne voksede og gav forbrugerne ekstra købekraft. Vi så en voldsom ekspansion af byggeriet med klare tegn på overophedning.

Og sidst, men ikke mindst, voksede udlånene ekstra stærkt i pengeinstitutter, der i særlig grad engagerede sig i ejendomssektoren.

Det er karakteristisk, at der i ly af udviklingen på ejendomsmarkedet trivedes aktiviteter, der nu efterforskes af bagmandspolitiet.

Tilbagerulningen af disse ubalancer er med til at forstærke virkningen af den internationale lavkonjunktur. Prisfaldet på ejendomsmarkedet har ikke blot ramt bygge- og anlægssektoren, men også forstærket forbrugstilbagegangen, når vi sammenligner os med andre lande. Og ser vi på den finansielle sektor er det karakteristisk, at de pengeinstitutter, der er blevet nødlidende, i første række skal findes blandt dem, der førte den mest ekspansive udlånspolitik på ejendomsmarkedet.

Hvad kan vi så lære af det?

En markedsøkonomi bliver aldrig krisefri. Vi må acceptere, at der er perioder med tilbageslag. Som en lille, åben økonomi kan vi ikke gardere os mod, at den udenlandske efterspørgsel pludselig svigter, og at eksporten falder næsten 20 pct. på et halvt år, som det er sket.

Men vi kan stile efter en økonomisk politik, som ikke selvstændigt forstærker udsvingene i konjunkturerne.

Det har vi ikke været gode til. Under opsvinget var den økonomiske politik medløbende og forstærkede opsvinget.

Der blev ikke gjort nok for at holde igen. Vi skubbede så at sige økonomien op i højere gear i en situation, hvor der allerede var godt gang i

hjulene, bl.a. i kraft af et lavt internationalt renteniveau. Og samlet set gav vi i Danmark boligmarkedet for megen medvind.

Det er de ubalancer, der globalt og herhjemme blev skabt under højkonjunktoren, som vi nu kæmper med.

Om knapt et år udløber som bekendt statens garanti for alle indskud og lån til banker i Danmark. Ordningen er det mest vidtgående og nødvendige skridt, der blev taget i Danmark, da finanskrisen for alvor skyllede ind over os i efteråret 2008. En garanti af dette omfang må nødvendigvis have en kort levetid, og vi skal nu indrette os på, og planlægge efter, at ordningen udløber. Ingen bør spekulere i, at der kommer en forlængelse. Ordningen afløses af en forhøjet indskydergaranti på 750.000 kr., og der er mulighed for, indtil udgangen af næste år, at tegne garantier for enkeltstående lån med virkning frem til udgangen af 2013. Med en indskydergaranti på 750.000 kr. vil langt de fleste private indskydere være dækket.

Den midlertidige ordning med garanti for enkeltstående udstedelser er umiddelbart mest tilgængelig for større pengeinstitutter. Nationalbanken er bekendt med, at der i sektoren arbejdes med paraplyordninger, hvor flere mindre institutter kan gå sammen om fælles udstedelser, baseret på statsgarantier. Nationalbanken ser positivt på disse initiativer og på muligheden af at lade sådanne udstedelser indgå i vores belåningsgrundlag.

Så vidt vi kan bedømme, har større indskud og anden finansiering i en vis udstrækning fundet vej til nogle pengeinstitutter i læ af den generelle statsgaranti. En vis tilpasning må forventes med udløbet af garantien. For det samlede kreditformidlingssystem er det imidlertid vigtigt, at de pågældende institutter viser rettidig omhu og i god tid skaffer sig anden finansiering eller reducerer deres udlånsoverskud. De større institutter må påtage sig deres ansvar for at få pengemarkedet til at fungere smidigt igen. Den finansielle krise har med al ønskelig tydelighed demonstreret, at bankvirksomhed ikke er en sædvanlig kommerciel aktivitet. Som modstykke til de omfattende bankpakker forventer jeg, at bankerne lever op til deres samfundsmæssige ansvar og betydning og bidrager aktivt til at få markederne til at fungere uden statsgaranti.

Det hører med i billedet af den fremtidige finansielle arkitektur i Danmark, at lovgivningen om "Finansiel Stabilitets" adgang til opkøb af banker udløber samtidig med den generelle statsgaranti. Statens overtagelse af nødlidende pengeinstitutter har efter min bedømmelse virket efter hensigten, dvs. at bankvirksomheden i forhold til de traditionelle kunder så vidt muligt er videreført, selv om aktiekapital og anden ansvarlig kapital er gået tabt.

"Finansiel Stabilitets" adgang til opkøb bør videreføres – men uden anden garanti end den lovbestemte indskydergaranti. For at det finansielle system skal kunne fungere uden overdreven risikotagning, må ikke blot ejere af ansvarlig kapital kunne lide tab – men også store indskydere og andre långivere uden sikkerhed. Det vigtige er ikke pengeinstituttets overlevelse, men aktiviteternes videreførelse. Finansiel Stabilitet må fremover, i den konkrete situation, have adgang til at foretage restruktureringer, der findes hensigtsmæssige ud fra det nævnte hensyn. Sektoren bør fremover bidrage løbende til indskydergarantiordningen som en forsikring og på en sådan måde, at de ekstra omkostninger ved aggressiv finansiell adfærd bæres af de rette. Et arbejde herom bør iværksættes – og færdiggøres med henblik på lovgivning inden sommerferien, så ordningen kan træde i funktion ved udløbet af den eksisterende lovgivning til næste efterår.

Jeg vil gerne slutte af med at takke den afgående formand og Finansrådet for et godt og tillidsfuldt samarbejde gennem en vanskelig periode. Jeg hilser den tiltrædende formand velkommen tilbage på posten og ser frem til en videreførelse af det gode samarbejde.

Pressemeddelelser

DEN 24. SEPTEMBER 2009: FUSIONEN MELLEM NORDITO OG PBS

Nationalbanken kan tilslutte sig den planlagte fusion mellem Nordito AS og PBS Holding A/S.

I forbindelse med købet af aktier i PBS i 2003 lagde Nationalbanken vægt på, at den fælles, åbne infrastruktur på betalingsformidlingsområdet blev bevaret. Dette hensyn har også været afgørende for Nationalbanken i fusionsforhandlingerne mellem Nordito og PBS.

Nationalbanken tillægger det stor betydning, at det i vedtægterne for det nye selskab sikres, at den fælles, åbne infrastruktur opretholdes og videreudvikles. På produktsiden indebærer det bl.a., at Dankort og Betalingsservice fastholdes som fælles sektorprodukter og fortsat skal udvikles.

DEN 24. SEPTEMBER 2009: RENTENEDSÆTTELSE

Nationalbankens udlånsrente nedsættes med 0,1 procentpoint til 1,25 pct. med virkning fra 25. september 2009. Det sker på baggrund af køb af valuta i markedet. Renten på indskudsbeviser nedsættes med 0,1 procentpoint til 1,15 pct. Diskontoen og foliorenten fastholdes på 1,0 pct.

DEN 28. SEPTEMBER 2009: NEDSÆTTELSE AF NATIONALBANKENS INDLÅNSRENTER

Med virkning fra 29. september 2009 nedsættes Nationalbankens rente på indskudsbeviser med 0,15 procentpoint til 1,0 pct., og foliorenten nedsættes med 0,10 procentpoint til 0,9 pct. Udlånsrenten fastholdes på 1,25 pct., og diskontoen fastholdes på 1,0 pct.

Rentenedsættelsen sker på baggrund af køb af valuta i markedet. De korte markedsrenter i euro er meget lave, og spændet til de tilsvarende danske renter giver en tendens til styrkelse af kronen.

Nationalbankens rentesatser er herefter:

Udlånsrenten: 1,25 pct.

Renten på indskudsbeviser: 1,0 pct.

Diskontoen: 1,0 pct.

Foliorenten: 0,90 pct.

DEN 29. OKTOBER 2009: FÆRØBÅD PÅ NY SKIBSMØNT

Den 2. november 2009 udsender Nationalbanken en ny 20-kronemønt, der har en Færøbåd som motiv. Det er den syvende mønt i temamøntserien med skibe.

Færøbåden er en let, klinkbygget, slank og meget sødygtig åben træbåd. Den har et karakteristisk stort spring og høje, skarpe stævne. Desuden har den visse ligheder med vikingetidens både. Den har med tiden udviklet sig til en konstruktion, der er helt speciel og ikke findes andre steder i verden.

Motivet på den nye skibsmønt er udarbejdet af billedhuggeren Hans Pauli Olsen, som selv er færing. Han har tidligere stået for den kunstneriske udformning af andre temamønter, bl.a. skibsmønten med Fregatten Jylland og tårnmønten med Christiansborg Slot.

Mønten med Færøbåden udsendes i et oplag på 0,9 mio. eksemplarer, der udsendes i almindelig cirkulation. Derudover fremstilles der med henblik på samlere et meget beskedent antal mønter, kun 1.500 stk., i den meget fine proof-kvalitet. Proof-mønten er fremstillet ved anvendelse af særligt fint polerede prægestempler og er slået med flere slag under prægningen. Dette får motivet til at fremstå silkemat og meget skarpt.

Den nye skibsmønt sættes i almindelig cirkulation 2. november 2009, hvor den kan fås i de fleste pengeinstitutter.

Mønten i proof-version kan kun købes på Den Kgl. Mønts hjemmeside www.kgl-moent.dk.

Tabelafsnit

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

Kilde- og signaturforklaring

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

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

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

Redaktionen af tabelafsnittet er afsluttet den 3. december 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- kedsren- te, 3 måne- ders usikret	Effektive obligationsrenter		Aktie- kurs indeks OMXC20 (tidl.KFX)
	Diskon- to	Udlån	Ind- skuds- beviser	Primære mar- keds- opera- tioner, fast rente ¹			10-årig stat	30-årig realkre- dit	
	Procent p.a.						Procent p.a.		
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 8 jun	1,20	1,55	1,45	1,00	maj 09	1,65	3,77	5,50	290,83
14 aug	1,10	1,45	1,35	1,00	jun 09	1,50	3,62	5,42	290,70
28 aug	1,00	1,35	1,25	1,00	jul 09	1,35	3,66	5,28	311,23
25 sep	1,00	1,25	1,15	1,00	aug 09	1,40	3,54	5,18	335,03
29 sep	1,00	1,25	1,00	1,00	sep 09	1,15	3,53	5,19	335,03
	↓	↓	↓	↓	okt 09	1,05	3,65	5,28	324,16
3 dec	1,00	1,25	1,00	1,00	nov 09	1,05	3,53	5,21	327,20

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
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
sep 09	393,8	59,1	210,0	187,6	15,7	114,5	88,7
okt 09	376,1	58,4	195,6	167,4	10,2	92,8	84,8
nov 09	383,4	58,6	185,2	142,0	15,0	53,3	103,7

**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
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
sep 09	-19,8	13,0	-32,8	19,1	1,3	20,4	-0,1	-0,6	-13,1	88,7
okt 09	17,3	20,5	-3,2	0,0	-0,1	-0,1	0,5	-1,2	-3,9	84,8
nov 09	28,9	19,6	9,3	8,7	-0,2	8,5	-0,2	1,2	18,9	103,7

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	117,5	3.356,1	43,3	63,5	1.219,7	1.505,2	-304,5
2008	6.286,4	131,6	3.721,8	40,6	56,7	1.487,5	1.508,4	-407,9
maj 09	6.153,7	130,7	3.670,4	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	1.623,6	-370,3
aug 09	6.056,2	130,4	3.653,4	67,3	58,9	1.423,7	1.615,8	-380,8
sep 09	6.031,5	131,1	3.670,8	72,4	61,6	1.408,5	1.667,4	-381,4
okt 09	5.945,3	131,7	3.641,9	74,1	63,0	1.414,5	1.630,4	-381,6
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	...	0,6	13,6	-16,4	5,2	13,3	5,0	...
2008	...	12,0	10,9	-6,2	-10,7	22,0	0,2	...
Maj 09	...	8,3	5,3	25,5	-27,4	8,9	6,2	...
Jun 09	...	8,3	5,0	51,2	-23,5	10,3	7,9	...
jul 09	...	7,8	4,4	50,5	-25,7	12,9	7,0	...
aug 09	...	7,5	3,1	143,9	-25,3	13,4	5,3	...
sep 09	...	4,8	2,3	115,4	5,2	13,8	9,9	...
okt 09	...	3,1	0,3	80,1	11,3	4,5	10,8	...

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
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	160,0	1.234,7
aug 09	49,6	782,6	832,1	216,9	20,1	1.069,1	8,5	143,2	1.220,9
sep 09	49,6	754,4	804,0	209,4	18,6	1.032,0	4,2	181,2	1.217,4
okt 09	49,7	781,3	830,9	201,4	18,0	1.050,4	2,9	167,1	1.220,5
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
maj 09	...	...	1,0	...	...	4,2	...	...	6,4
jun 09	...	...	3,8	...	...	4,5	...	...	6,8
jul 09	...	...	4,4	...	...	3,4	...	...	7,4
aug 09	...	...	7,8	...	...	5,1	...	...	7,9
sep 09	...	...	7,8	...	...	4,0	...	...	9,3
okt 09	...	...	9,5	...	...	-1,5	...	...	4,5

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	3.991,1	924,3	1.333,6	557,4	551,8	1.065,8	1.441,8	1.345,6
2008	4.568,5	974,6	1.546,3	586,8	603,3	1.092,1	1.444,2	1.424,2
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	1.230,6	1.441,8
aug 09	4.240,6	802,6	1.378,6	556,5	530,7	1.286,5	1.123,1	1.455,8
sep 09	4.175,5	785,8	1.391,2	568,4	522,1	1.240,1	1.141,0	1.397,7
okt 09	4.103,0	784,2	1.357,2	562,4	517,7	1.236,3	1.071,9	1.443,5
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	...	29,9	18,9	17,4	21,0	20,1	27,8	17,2
2008	...	5,4	15,9	5,3	9,3	2,5	0,2	5,8
maj 09	...	-3,5	3,2	0,7	-4,9	13,0	-5,3	1,3
jun 09	...	-14,4	2,7	-1,4	-4,9	17,7	-8,8	-1,1
jul 09	...	-13,7	1,5	-2,5	-4,9	10,5	-17,9	0,9
aug 09	...	-13,3	-1,7	-3,0	-7,5	3,7	-27,5	4,8
sep 09	...	-18,6	-3,3	-4,0	-9,7	2,7	-29,1	1,5
okt 09	...	-23,4	-7,8	-4,4	-11,2	6,0	-31,8	-0,1

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
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
aug 09	3.063,9	402,3	2.259,6	1.691,0	498,8	300,1	447,9	2.414,1
sep 09	3.136,7	444,8	2.265,5	1.693,7	501,6	330,2	438,8	2.479,1
okt 09	3.127,3	410,7	2.271,1	1.698,7	503,7	343,9	457,5	2.450,8
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
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
aug 09	...	16,6	6,3	4,9	13,4	76,3	42,6	12,3
sep 09	...	19,3	6,0	4,8	13,4	87,6	37,0	16,0
okt 09	...	7,0	5,8	4,7	12,9	65,8	28,7	13,9

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN TIL INDLÆNDINGE

Tabel 8

	Samlet udlån			Pengeinstitutternes udlån			Realkreditinstitutternes udlån		
	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv
	Mia.kr.								
Ultimo									
2004	2.276,0	1.466,1	741,0	786,0	324,8	426,8	1.489,9	1.141,3	314,2
2005	2.614,5	1.678,0	852,2	950,2	396,6	510,4	1.664,4	1.281,5	341,7
2006	3.000,8	1.895,2	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
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	3.712,8	2.244,6	1.354,2	1.464,7	560,3	845,5	2.248,0	1.684,3	508,7
aug 09	3.683,5	2.247,5	1.328,3	1.423,8	556,5	814,7	2.259,6	1.691,0	513,6
sep 09	3.702,0	2.262,1	1.331,2	1.436,5	568,4	814,8	2.265,5	1.693,7	516,4
okt 09	3.673,6	2.261,1	1.304,1	1.402,5	562,4	785,6	2.271,1	1.698,7	518,5
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
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	4,3	2,9	7,9	1,6	-2,5	4,6	6,2	4,9	13,8
aug 09	3,1	2,8	4,7	-1,6	-3,0	-0,4	6,3	4,9	14,0
sep 09	2,3	2,4	3,6	-3,1	-4,0	-2,1	6,0	4,8	14,0
okt 09	-0,6	2,3	-4,0	-9,5	-4,4	-12,8	5,8	4,7	13,4

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		Lån i valuta	Afdragsfri lån
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	547,3
2008	72,4	903,9	1.189,1	900,3	2.165,4	155,3	626,4
maj 09	73,5	855,2	1.296,0	1.032,4	2.224,7	182,5	655,2
jun 09	71,3	821,3	1.343,1	1.067,4	2.235,7	189,1	662,3
jul 09	71,2	809,6	1.366,3	1.080,7	2.247,2	192,8	668,0
aug 09	71,2	802,5	1.385,4	1.090,1	2.259,2	196,3	672,8
sep 09	71,2	783,9	1.409,9	1.102,0	2.265,0	198,9	677,1
okt 09	71,2	776,3	1.423,1	1.097,8	2.270,7	199,6	682,4

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.							
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
3. kv. 09	4,6	6,0	5,0	2,1	1,8	1,8	1,5	1,9
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	4,6	6,1	5,1	2,2	1,8	1,8	1,6	2,0
aug 09	4,6	6,0	5,1	2,1	1,8	1,8	1,5	2,0
sep 09	4,3	5,8	4,7	1,9	1,6	1,7	1,4	1,7
okt 09	4,3	5,7	4,7	1,9	1,5	1,5	1,2	1,6

UDVALGTE POSTER FRA INVESTERINGSFORENINGERNES BALANCE

Tabel 11

	Balance- sum	Aktiver		Passiver			
		Værdipapir- beholdning		Udstedte andele fordelt på ejere			
		Obligati- oner mv.	Aktier mv.	Hushold- ninger mv.	Forsikring og pension	Andre indlæn- dinge	Udland
		Mia.kr.					
Ultimo							
2004	574,2	326,5	164,6	213,1	163,4	180,1	15,3
2005	794,7	412,1	286,4	265,7	236,5	263,0	24,4
2006	924,7	431,8	385,4	294,3	289,4	305,3	28,8
2007	1.020,7	477,9	411,6	295,2	336,8	322,1	29,2
2008	772,2	424,4	222,5	211,4	265,9	238,2	14,6
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
3. kv. 09	844,0	478,5	283,7	243,6	338,7	189,8	17,7
Kvartalets transaktioner, mia.kr.							
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
3. kv. 09	...	13,2	15,0	5,4	11,7	-3,4	0,2

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	405,0	363,1	158,5	2.419,2	227,4	529,9	244,4
maj 09	2.648,7	421,6	370,6	152,7	2.058,0	250,3	585,7	289,0
jun 09	2.705,5	425,3	374,4	158,8	2.108,5	247,8	564,9	294,3
jul 09	2.685,4	448,4	377,6	172,3	2.090,6	256,5	594,2	310,7
aug 09	2.734,1	454,2	386,6	168,7	2.129,6	265,8	638,1	329,0
sep 09	2.793,7	470,6	399,0	167,7	2.178,6	282,0	635,5	339,9
okt 09	2.902,1	456,8	404,7	163,1	2.286,1	274,3	619,5	332,8

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
	Mia.kr.							
Ultimo								
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	711	1.681	3.375	2.054	1.322	3.376
2007	869	190	695	1.723	3.477	2.228	1.250	3.477
2008	882	180	432	1.785	3.278	2.392	887	3.279
2. kv. 08	895	186	604	1.709	3.393	2.301	1.093	3.394
3. kv. 08	880	193	527	1.724	3.325	2.301	1.024	3.325
4. kv. 08	882	180	432	1.785	3.278	2.392	887	3.279
1. kv. 09	887	164	413	1.780	3.243	2.419	824	3.243
2. kv. 09	897	165	474	1.796	3.332	2.453	879	3.332

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									
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	770	151	1.061	1.982	1.582	140	1.560	-1.300	1.983
2007	834	134	1.110	2.078	1.717	119	1.753	-1.510	2.078
2008	994	129	884	2.007	1.927	110	1.307	-1.337	2.006
2. kv. 08	913	120	1.127	2.160	1.828	116	1.697	-1.481	2.160
3. kv. 08	957	124	1.027	2.108	1.844	114	1.526	-1.376	2.108
4. kv. 08	994	129	884	2.007	1.927	110	1.307	-1.337	2.006
1. kv. 09	1.030	128	878	2.035	1.976	109	1.241	-1.290	2.035
2. kv. 09	995	131	988	2.114	1.949	121	1.343	-1.298	2.114

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	18,2	42,0	60,2	16,8	-28,4	48,6
2007	2,0	43,0	45,0	9,2	-29,3	25,0
2008	-3,7	51,0	47,3	19,8	-29,2	38,0
okt 07 - sep 08	1,1	49,6	50,6	16,5	-26,0	41,2
okt 08 - sep 09	20,1	31,7	51,7	36,4	-32,8	55,3
apr 09	1,9	1,5	3,4	4,5	-2,7	5,2
maj 09	3,9	1,6	5,5	4,5	-2,5	7,4
jun 09	5,4	0,3	5,6	4,0	-2,5	7,1
jul 09	5,8	0,8	6,6	3,3	-2,4	7,5
aug 09	1,3	3,9	5,2	3,4	-2,1	6,6
sep 09	3,1	3,3	6,4	4,0	-2,0	8,4

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

BETALINGSBALANCENS FINANSIELLE POSTER (NETTO FRA UDLANDET)

Tabel 16

	Fordrings- erhver- velse, netto ¹	Kapitalimport				Andet ³	National- bankens transakti- oner med udlandet ⁴
		Direkte investeringer		Porteføl- jeinveste- ringer ²	Anden kapital- import		
		Danske i udlandet	Uden- landske i Danmark				
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	48,6	-50,2	16,1	-103,3	83,4	-33,0	-38,3
2007	25,2	-112,3	64,3	-32,2	56,5	-2,7	-1,2
2008	38,3	-70,9	13,9	60,9	-64,3	-49,2	-71,4
okt 07 - sep 08	41,6	-82,7	38,3	-96,4	134,6	-83,7	-48,3
okt 08 - sep 09	55,7	-55,5	27,9	255,0	14,7	-51,4	246,5
apr 09	5,2	-7,9	-0,6	2,8	26,4	0,1	26,1
maj 09	7,5	-3,7	-0,3	25,9	40,5	-19,9	50,1
jun 09	7,1	-14,8	7,3	13,8	5,4	-16,2	2,7
jul 09	7,5	-1,1	2,9	51,8	-69,5	18,8	10,5
aug 09	6,6	-7,1	2,7	4,1	34,2	5,0	45,3
sep 09	8,4	-7,5	7,4	57,5	3,3	-40,3	28,9

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	26,2	73,4	15,0	-96,7	-50,0	-32,2
2008	-59,1	141,2	11,4	-86,7	54,1	60,9
maj 09	-8,3	42,7	10,6	-12,0	-7,1	25,9
jun 09	11,1	3,1	4,7	-9,5	4,5	13,8
jul 09	10,4	35,0	1,0	6,3	-13,8	39,0
aug 09	2,6	13,3	5,1	-8,9	-9,2	2,9
sep 09	6,4	20,6	8,5	23,8	-1,6	57,8
okt 09	-1,1	-9,1	0,9	-7,7	-9,0	-26,1

Anm.: Et negativt fortegn (-) angiver, at indlænde netto har købt udenlandske værdipapirer, eller at udlænde 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	575	258	741	674	47	41	823	30	178	3.366
2007	635	285	793	733	1	47	1.034	32	176	3.735
2008	621	375	445	777	83	45	1.097	37	226	3.704
2. kv. 08	670	325	663	740	9	49	1.162	33	169	3.819
3. kv. 08	643	399	587	758	33	49	1.132	32	165	3.796
4. kv. 08	621	375	445	777	83	45	1.097	37	226	3.704
1. kv. 09	665	394	430	833	54	46	1.088	36	269	3.815
2. kv. 09	734	361	477	865	41	43	991	36	336	3.884
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	485	272	358	1.067	...	32	1.144	35	4	3.397
2007	543	277	425	1.124	...	36	1.407	37	5	3.854
2008	502	296	245	1.199	...	43	1.409	41	121	3.857
2. kv. 08	510	298	415	1.143	...	39	1.536	38	2	3.982
3. kv. 08	517	299	343	1.137	...	42	1.545	37	27	3.948
4. kv. 08	502	296	245	1.199	...	43	1.409	41	121	3.857
1. kv. 09	507	309	232	1.314	...	40	1.483	39	46	3.971
2. kv. 09	513	299	298	1.345	...	42	1.437	38	38	4.010
Nettoaktiver										
2004	42	12	128	-310	48	14	-233	0	221	-78
2005	59	22	245	-335	85	10	-247	-2	214	51
2006	90	-15	382	-393	47	9	-321	-5	174	-31
2007	92	8	368	-392	1	10	-372	-5	171	-119
2008	119	79	199	-422	83	1	-312	-4	105	-153
2. kv. 08	159	28	248	-404	9	10	-374	-5	167	-163
3. kv. 08	126	100	243	-379	33	7	-414	-5	138	-151
4. kv. 08	119	79	199	-422	83	1	-312	-4	105	-153
1. kv. 09	158	86	198	-482	54	6	-395	-3	223	-156
2. kv. 09	221	61	179	-480	41	1	-446	-3	298	-126

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
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	404,2	200,5	118,0	81,6	-2,9	397,2	194,4	187,4
2. kv. 09	408,3	205,1	122,0	77,1	-5,8	398,4	190,7	180,7

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
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	-3,4	-6,6	3,0	-4,4	...	-5,6	-6,9	-11,4
2. kv. 09	-7,2	-7,2	2,4	-16,3	...	-8,5	-13,6	-16,4

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

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

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. 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
3. kv. 09	0,6	-5,9	-0,5	2,0	3,5	5,1	1,6	1,9	-6,0	6,0

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 indeks, og er ikke et udtryk for afgiftsindholdet i forbrugerpriserne.⁴ Opsplitningen af nettoprisindekset på import og IMI er baseret på Danmarks Statistiks input-output tabel.⁵ Import input omfatter et input af indirekte energiindhold.⁶ IMI udtrykker den indenlandske markedsbestemte inflation. For en detaljeret gennemgang af IMI, se Bo William Hansen og Dan Knudsen, Indenlandsk markedsbestemt inflation, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2005.

UDVALGTE MÅNEDLIGE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 21

	Arbejds- løshed	Mængdeindeks		Tvangs- auktioner	Nyregi- strer- inger af person- biler	For- bruger- tillids- indikator	Sammensat konjunktur- indikator for		
		Industri ¹	Detail- handel				Industri	Bygge- og anlægs- virk- somhed	Service
Pct. af arbejds- styrken	2005=100	2005=100	Stk.	Nettotal					
2004	5,8	97,2	92,2	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	103,5	1.231	156.719	10	9	21	24
2007	2,8	107,0	104,9	1.392	162.481	7	5	9	20
2008	1,8	106,7	101,7	2.840	150.664	-8	-7	-16	3
Sæsonkorrigeret									
jun 09	3,7	89,1	96,7	297	9.363	-6	-16	-42	-12
jul 09	3,7	89,0	97,0	326	9.002	-3	-12	-44	-10
aug 09	3,7	88,2	97,0	379	9.145	-2	-9	-45	-11
sep 09	4,0	87,3	95,6	357	9.417	-1	-8	-47	-12
okt 09	4,2	...	96,6	423	9.694	-1	-8	-48	-7
nov 09	...	...	...	...	...	-3	-3	-43	-2

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	
2004	2.739	1.898	137,4	138,0	127,5	70,1
2005	2.767	1.924	141,4	141,7	130,7	82,3
2006	2.822	1.978	145,7	146,1	134,0	100,0
2007	2.898	2.056	151,3	152,0	138,0	104,9
2008	2.922	2.084	158,0	158,4	142,4	101,1
Sæsonkorrigeret						
3. kv. 08	2.930	2.091	158,9	159,5	142,7	100,9
4. kv. 08	2.911	2.071	160,3	160,6	143,4	93,0
1. kv. 09	2.866	2.018	161,8	162,3	144,0	87,3
2. kv. 09	2.852	1.997	162,0	162,3	144,1	86,7
3. kv. 09	...	...	163,4	163,2	145,2	...
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	2,6	17,6
2006	2,0	2,8	3,1	3,1	2,5	21,6
2007	2,7	4,0	3,8	4,0	3,0	4,6
2008	0,9	1,4	4,4	4,2	3,2	-4,5
3. kv. 08	0,9	1,3	4,5	4,2	3,1	-4,6
4. kv. 08	-0,1	-0,1	4,2	3,8	2,6	-10,5
1. kv. 09	-2,0	-3,4	4,1	3,9	1,8	-15,1
2. kv. 09	-2,5	-4,4	2,9	2,7	1,4	-16,4
3. kv. 09	...	...	2,8	2,3	1,7	...

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
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
sep 09	744,28	511,19	835,29	72,99	86,59	491,35	5,5906
okt 09	744,38	502,45	813,16	72,20	89,05	491,72	5,5606
nov 09	744,15	498,97	827,87	72,02	88,44	492,66	5,5974

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
jun 09	108,0	263,6	246,7	115,8	121,1	108,5
jul 09	107,9	262,2	246,2	115,4	...	107,8
aug 09	107,4	262,9	246,7	114,8	...	108,1
sep 09	108,0	263,3	246,8	115,5	120,6	108,2
okt 09	108,5	263,3	247,0	115,8	...	108,4
nov 09	108,4	...	...	...	...	...

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
jun 09	1,4	1,2	-0,2	3,5	3,2	-0,1
jul 09	1,2	1,0	-0,7	3,5	...	-0,7
aug 09	1,6	1,1	-0,4	3,4	...	-0,2
sep 09	2,5	0,8	-0,6	4,0	2,6	-0,3
okt 09	3,8	1,0	-0,3	4,8	...	-0,1
nov 09	3,6	...	...	...	...	...

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).