



Danmarks
Nationalbank

Kvartalsoversigt 1. kvartal

D A N M A R K S
N A T I O N A L
B A N K 2 0 1 0



KVARTALSOVERSIGT, 1. KVARTAL 2010

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 12. marts 2010.

Kvartalsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til:

Danmarks Nationalbank,

Kommunikation,

Havnegade 5,

1093 København K

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

Ekspeditionstider, mandag-fredag kl. 9.00-16.00

E-mail: kommunikation@nationalbanken.dk

www.nationalbanken.dk

Kvartalsoversigt – 2. kvartal 2010 planlægges offentliggjort 10. juni 2010.

Rosendahls - Schultz Grafisk A/S

ISSN 0107-1289

(Online) ISSN 1398-3857

Indhold

Seneste økonomiske og monetære udvikling	1
Dansk økonomi 2010-12	29
Target2-Securities	41
Industrieksport og lønkonkurrenceevne	43
Kamilla Kristensen, Johanne Dinesen Riishøj og Jonas Sørensen, Økonomisk Afdeling	
Lønøkonomierne forbundet med industriproduktionen er siden 1995 steget mere i Danmark end i udlandet. I samme periode har dansk industrieksport tabt markedsandele. Tabet har været større end i flere sammenlignelige lande. Der har siden 1995 været en tendens til, at lande med den største forværring af lønkonkurrenceevnen i industrien har klaret sig dårligst på industrieksportmarkedet.	
Stigningen i prisen på guld i de seneste år	51
Thomas Krabbe Jensen og Christian Stampe Sørensen, Kapitalmarkedsafdelingen	
Prisen på guld er mere end fordoblet i løbet af de sidste 5 år. Artiklen beskriver guldmarkedet, og der gives en række forklaringer på stigningen. Guldprisen er meget afhængig af forventninger til fremtiden. Særligt kan ændrede forventninger til inflation, centralbankers adfærd og økonomisk usikkerhed påvirke guldprisen. Derudover har ændringer i de strukturelle udbuds- og efterspørgselsforhold og udviklingen i dollarkursen betydning for guldprisen. Hovedparten af disse faktorer har været understøttende for en høj guldpris.	
Udviklingen på oliemarkedet	65
Jens Erik Boesen, Handelsafdelingen	
Olieprisen har bevæget sig markant inden for de seneste år. Kraftige stigninger i olieprisen blev efterfulgt af et priskollaps under den økonomiske krise. Artiklen beskriver udviklingen på oliemarkedet de seneste år og en række af de faktorer, der ligger bag de store prisudsving.	
Reguleringsinitiativer på det finansielle område	75
Borka Babic og Anne-Sofie Reng Rasmussen, Kapitalmarkedsafdelingen	
Finanskrisen har afsløret en række svagheder i reguleringen af den finansielle sektor. På den baggrund har myndigheder og internationale samarbejdsorganisationer lanceret forslag og initiativer, der skal forbedre reguleringen. Artiklen beskriver vedtagne, foreslåede og planlagte ændringer i lovgivningen på kapitaldæknings-, likviditets- og regnskabsområdet.	

Nye betalingsinstrumenter	91
Jesper Bakkegaard, Betalingsformidlingskontoret Forbrugere anvender i stigende grad nye betalingsformer, når de foretager betalinger i forretninger og på internettet. Det omfatter mobilbetalinger og betalinger med såkaldte elektroniske penge samt netbankbetalinger i forbindelse med handel på internettet.	
Ny metode til estimation af formueindkomsten på betalingsbalancen	101
Jannick Damgaard, Mathies Lau Friis Laursen og Robert Wederkinck, Statistisk Afdeling Nationalbanken har udviklet en ny model, som fra januar 2010 benyttes til at estimere formueindkomsten fra direkte investeringer. Den nye model inddrager i modsætning til hidtidig praksis information om den forventede konjunkturudvikling og forventes at føre til et bedre skøn for de foreløbige opgørelser af bruttobevægelser på betalingsbalancen.	
Dankortbetalinger og detailomsætning	109
Maria Carlsen, Kapitalmarkedsafdelingen og Peter Ejler Storgaard, Økonomisk Afdeling Nationalbanken har siden 2005 anvendt dankortbetalinger som indikator for detailomsætningen. Den oprindelige model udvides til at kunne give et skøn på det sæsonkorrigerede mængdeindeks for detailomsætningen, der er af stor betydning for vurderingen af konjunkturudviklingen. De opstillede modeller er bedre til at forudsige detailomsætningen end den oprindelige model.	
Udgivne Working Papers	113
Pressemeddelelser	115
Tabelafsnit	

Seneste økonomiske og monetære udvikling

Oversigten vedrører perioden fra medio december 2009 til primo marts 2010

SAMMENFATNING

Recessionen i verdensøkonomien er ovre, og der er igen positiv økonomisk vækst i de fleste lande. I industrilandene er omsvinget skrøbeligt, og fremgangen ventes at blive langsom og beskeden. I vækst- og udviklingsøkonomierne er opsvinget mere solidt, og i mange af disse lande er væksten næsten tilbage på før-krise-niveau.

Navnlig i industrilandene skyldes konjunkturfremgangen en stærkt ekspansiv økonomisk politik, som det kun er muligt at opretholde midlertidigt. En del af de ekstraordinære pengepolitiske lempelser, der blev gennemført for at afbøde krisen, er under afvikling. Markedsdeltagernes forventninger afledt fra rentekurverne på penge- og obligationsmarkederne er, at Den Europæiske Centralbank, ECB, og den amerikanske centralbank, Federal Reserve, holder renterne i ro et stykke tid endnu, hvorimod der har fundet renteforhøjelser sted i en række mindre lande.

De offentlige budgetunderskud er meget store i de fleste lande med en hastig gældsopbygning til følge. I mange lande er den offentlige gæld allerede meget stor i forhold til produktionen. Den Internationale Valutafond, IMF, forventer, at gælden i procent af bruttonationalproduktet, BNP, når 110 pct. i 2014 for industrilandene under ét. Behovet for konsolidering af de offentlige finanser er stort. Der er ikke flere frihedsgrader i den økonomiske politik til at vælge mellem konsolidering eller fortsat konjunkturstimulerende finanspolitik. I de fleste EU-lande vil budgetunderskuddet overstige 3 pct. i år, og dermed kommer landene under stabilitets- og vækstpagtens underskudsprocedure med krav om opstramning – i en del lande allerede fra i år. I Grækenland har markante budgetunderskud og usikkerhed om den fremtidige finanspolitik ført til en betydelig udvidelse af renteforskellen mellem græske statsobligationer og statsobligationer udstedt af andre eurolande.

Efter et fald på mere end 7 pct. i BNP i mængder var væksten i dansk økonomi i 2. halvår 2009 moderat positiv. Det private forbrug viser tegn på bedring, og stemningen på boligmarkedet er bedre end tidligere, men udviklingen er skrøbelig. Udlånet til husholdningerne fra bankerne steg i januar. Som i udlandet forventes kun svag vækst de kommende år.

Med betydelig ledig kapacitet i virksomhederne betyder det en fortsat stigende ledighed. Arbejdsløsheden ventes først at toppe om et års tid.

Krisen har også herhjemme forværret de offentlige finanser markant. I år ventes et underskud på godt 5,5 pct. af BNP. Underskuddet er ikke blot et resultat af de svage konjunkturer. Også strukturelt er der underskud – ifølge Finansministeriet i størrelsesordenen 1,7 pct. af BNP. Den økonomiske krise har øget det strukturelle underskud. I regeringens Konvergensprogram for 2009, som blev offentliggjort i februar i år, beskrives de finanspolitiske udfordringer, som Danmark står overfor, men det står stadig åbent, præcis hvordan de skal imødegås de kommende år.

INTERNATIONAL ØKONOMI

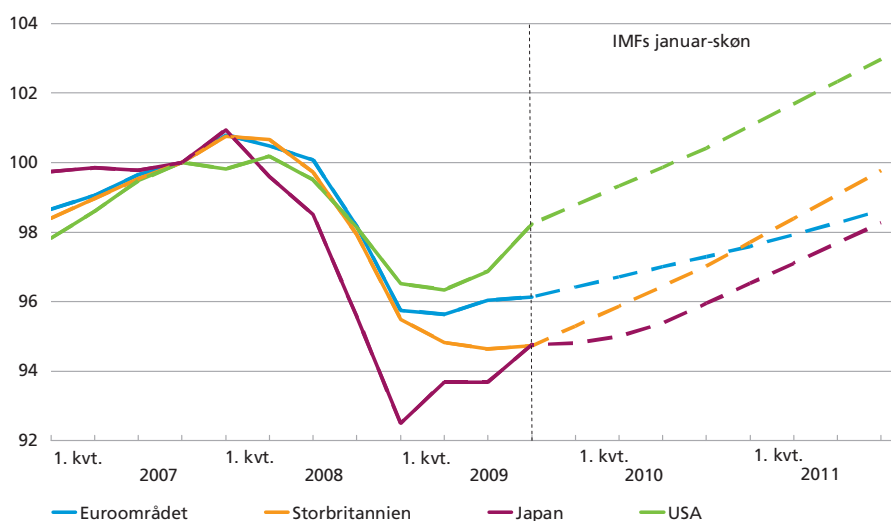
Recessionen i verdensøkonomien er overstået og afløst af stigende produktion. Fremgangen er lidt stærkere end forventet i efteråret. Vendingen er kraftigst i vækst- og udviklingsøkonomierne, mens opsvinget i industrilandene er mere afdæmpet og fortsat skrøbeligt. Ifølge de seneste skøn fra IMF ventes et fortsat, men forsigtigt opsving, hvor produktionen først når tilbage på før-krise-niveau i 2011, jf. figur 1.

Mod slutningen af 2009 var det private forbrug i flere af de store industrilande stort set kommet tilbage på niveauet fra før krisen. Også de faste investeringer, herunder boliginvesteringerne, rettede sig. Verdens-

MÆNGDEMÆSSIG UDVIKLING I BRUTTONATIONALPRODUKTET, BNP

Figur 1

Indeks, 4. kvrt. 2007 = 100

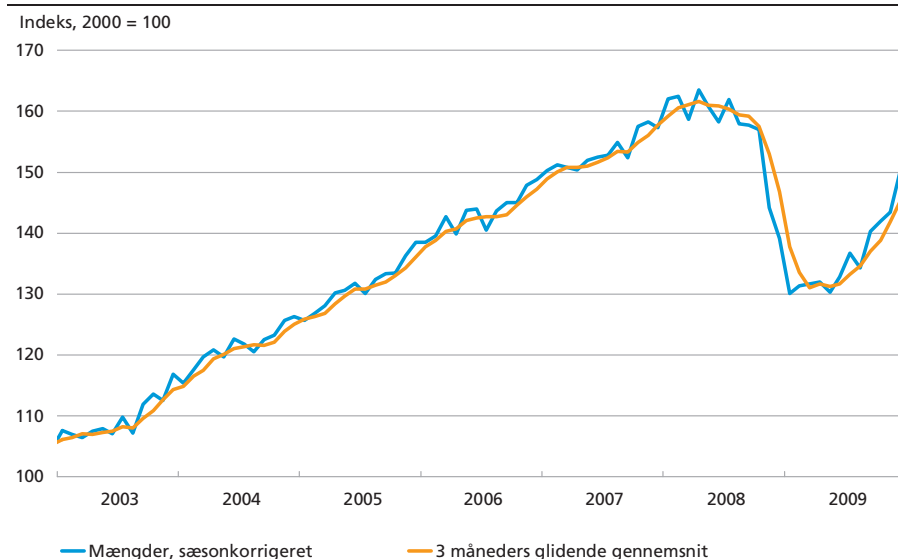


Anm.: BNP i niveauer, faktiske tal til og med 4. kvartal 2009, fremskrevet ved hjælp af skøn fra IMF, *World Economic Outlook*, Update januar 2010. 4. kvartal 2007 var cyklisk toppunkt i USA.

Kilde: Reuters EcoWin og IMF.

VERDENSHANDEL

Figur 2



Anm.: Middelværdi af samlet import og eksport i mængder. Seneste data december 2009.

Kilde: Netherland's Bureau for Economic Policy Analysis.

handlen steg efter det markante fald i slutningen af 2008, men niveauet ligger stadig betydeligt under toppunktet fra før krisen, jf. figur 2.

Erhvervstilliden viste generelt tegn på bedring i både industrilande og vækstøkonomier i begyndelsen af 2010. For fremstillingsvirksomhed steg tillidsindekset i USA i januar til det højeste niveau siden 2004, og i euroområdet var tilliden tilbage på niveauet fra august 2007. Også forbrugertillidsindeksene lå ved årets begyndelse højere end 12 måneder tidligere.

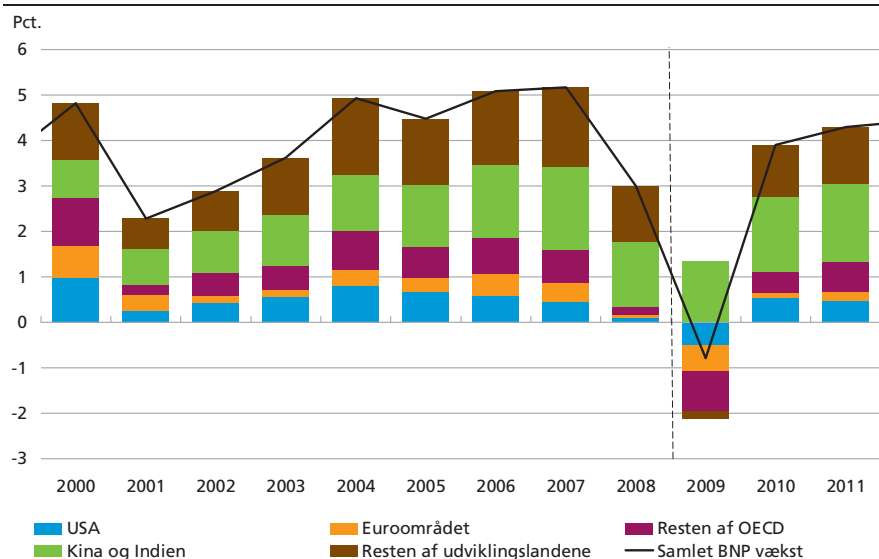
IMF vurderer, at det globale BNP faldt med 0,8 pct. i 2009 mod en stigning på 3,0 pct. i 2008. Det var primært Kina og Indien, der bidrog positivt til væksten, mens industrilandene samt resten af vækst- og udviklingsøkonomierne trak ned. Opsvinget i verdensøkonomien ventes især båret af markant højere vækst i vækst- og udviklingsøkonomierne, som bidrager med tre fjerdedel af stigningen i det globale BNP i 2010-11. Hertil føjer sig en mere beskeden fremgang i industrilandene. IMF forventer, at det globale BNP stiger med 3,9 pct. i 2010 og 4,3 pct. i 2011, jf. figur 3.

Siden begyndelsen af 2008 er der sket et markant fald i beskæftigelsen i industrilandene. I USA er der tabt 8,4 millioner arbejdspladser. Tabet er på 3,4 millioner arbejdspladser i euroområdet, 1,3 millioner i Japan og 0,6 millioner i Storbritannien. Den ventede vækst i produktionen i de kommende år er ikke stærk nok til for alvor at øge beskæftigelsen.

Højere opsparing og faldende indenlandsk efterspørgsel førte i 2009 til en markant reduktion af underskuddet på den amerikanske betalingsbalance. Modposten til det amerikanske underskud har især været

BIDRAG TIL VÆKST I GLOBALT BNP

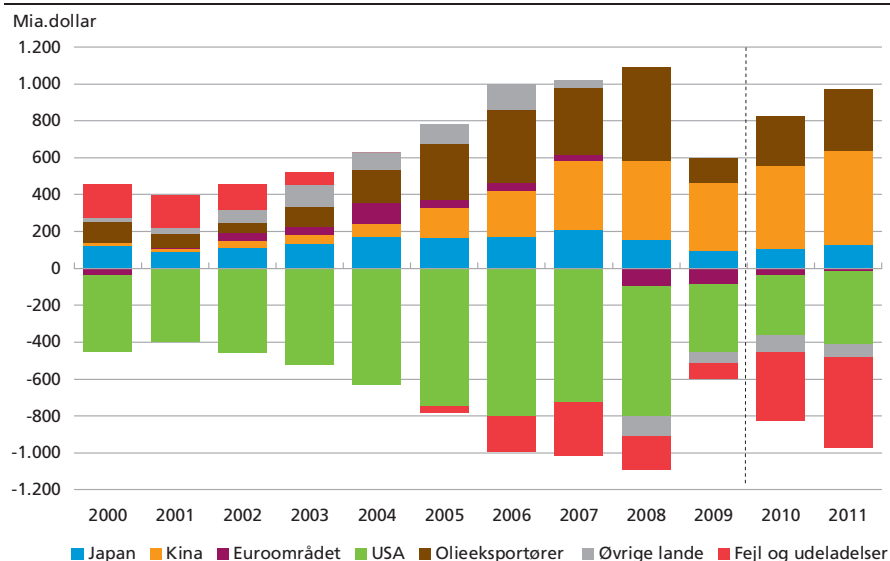
Figur 3



overskud i Kina, Japan og de olieeksporterende lande. Dermed skete en markant reduktion af de globale økonomiske ubalancer, der blev opbygget inden den økonomiske krise, men ifølge IMF er der primært tale om en kortsigtet cyklisk effekt. Ubalancerne ventes at vokse i de kommende år i takt med de bedre konjunkturer, jf. figur 4.

GLOBALE UBALANCER

Figur 4



Anm.: Løbende betalingsbalancer fordelt på lande og regioner. 2010-11 er skøn.

Kilde: IMF, *World Economic Outlook*, database.

Prisudvikling

Forbrugerprisinflationen begyndte at stige i industrilandene mod slutningen af 2009, især som følge af at store energiprisfald i 2008 faldt ud af år-til-år-stigningstakten. I januar steg forbrugerpriserne i forhold til samme måned året før med 1,0 pct. i euroområdet og 2,6 pct. i USA, mens der stadig var faldende forbrugerpriser i Japan. Forbrugerprisstigningerne renses for fødevarer og energi, den såkaldte kerneinflation, var i januar 1,6 pct. i USA og 0,9 pct. i euroområdet. Efter et forudgående fald har kerneinflationen ligget stabilt på dette niveau siden slutningen af 2009, jf. boks 1, figur 5.

Finansielle markeder

Normaliseringen af forholdene på de internationale pengemarkeder er nået langt. Markedsdeltagerne på kapitalmarkederne har rettet opmærksomheden mod de store offentlige budgetunderskud og risikoen ved højere offentlig gæld.

Spændet mellem sikre og usikre renter, som afspejler kreditrisikoen på pengemarkederne, har siden efteråret 2009 været tilbage på niveauet fra før krisen, jf. figur 6. I USA, Europa og Japan er de toneangivende aktieindeks faldet svagt siden januar, men kurserne var i begyndelsen af marts op til 65 pct. højere end lavpunktet i foråret 2009. De lange obligationsrenter er steget under indflydelse af forbedrede vækstudsigter siden begyndelsen af 2009, især i USA, og i marts var renten på en amerikansk 10-årig statsobligation 3,6 pct., hvilket svarer til en stigning på lidt over 30 basispoint siden begyndelsen af december.

Euro faldt med lidt over 10 pct. over for dollar fra begyndelsen af december til begyndelsen af marts. Faldet hang sammen med, at rentespændet mellem USA og Tyskland udviklede sig i amerikansk favør, jf. figur 7, på grund af relativt bedre vækstudsigter i USA. Fra midten af januar og til midten af februar blev svækkelsen af euro over for dollar forstærket som følge af usikkerhed omkring græsk økonomi og frygt for afsmitning på andre lande i euroområdet, jf. nedenfor. I danske kroner var kursen på dollar 5,49 i begyndelsen af marts mod 4,93 i begyndelsen af december. Den nuværende eurokurs over for dollar svarer stort set til niveauet ved finanskrisens begyndelse i sommeren 2007. I samme periode er yen apprecieret med omkring 30 pct. over for dollar.

Den svenske krone og schweizerfranc er styrket over for euro siden begyndelsen af december, mens britiske pund er uændret. I begyndelsen af marts var den svenske krone steget med 7,5 pct.

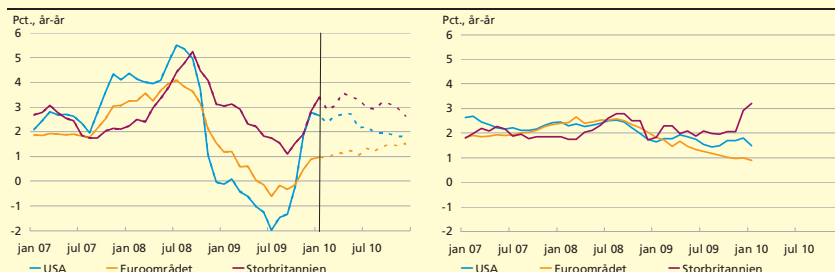
Nationalbanken besluttede i januar at yde et lån med statsgaranti til IMF's facilitet for lavindkomstlande, den såkaldte fattigdomsbekæmpel-

Den økonomiske og finansielle krise er blevet mødt med omfattende finans- og pengepolitiske lempelser. Det har skabt bekymring for stigende inflation i takt med bedringen i realøkonomien. En række faktorer taler dog for, at inflationen vil forblive af-dæmpet.

Forbrugerprisinflationen opgjort som år-til-år-stigninger er steget kraftigt siden efteråret efter at have været negativ eller lav i det meste af 2009. Udsvingene kan hovedsagelig henføres til basiseffekter fra de massive energiprisudsving igennem 2008. Inflationen opgøres i forhold til den tilsvarende måned i det foregående år, og man kender således på forhånd en del af "regnestykket" for inflationen. I november 2009 kendes priseniveauet fra december 2008 til november 2009, så for at udregne inflationen i december mangler blot information om prisudviklingen fra november til december 2009. Man kan således med antagelser om enten uændrede priser eller en given gennemsnitlig månedlig inflationstakt udregne den årlige inflation på baggrund af de såkaldte basiseffekter. Figur 5 (venstre) viser, at effekterne tager af fra begyndelsen af 2010.

INFLATION OG BASISEFFEKTER (VENSTRE) OG KERNEINFLATION (HØJRE)

Figur 5



Anm.: I den venstre figur er inflationen fremskrevet med den gennemsnitlige månedlige kerneinflation over de seneste to år. For Storbritannien er anvendt egen sæsonkorrektur.

Kilde: Reuters EcoWin og egne beregninger.

Kerneinflationen (ændringer i forbrugerpriserne fraregnet energi- og fødevarerpriser) er faldet i kølvandet på krisen de seneste to år bortset fra i Storbritannien, jf. figur 5 (højre). Flere forhold taler for, at den vil forblive lav.

Det kraftige fald i produktionen siden 2008 har medført stigende produktionsgab og faldende kapacitetsudnyttelse, hvilket dæmper inflationspresset i de kommende år. Også på arbejdsmarkedet er der stor ledig kapacitet. Traditionelt har der været en negativ sammenhæng mellem inflation og ledig kapacitet på arbejdsmarkedet, om end sammenhængen er blevet svag siden midten af 1990'erne. For alle sektorer med undtagelse af den offentlige sektor er den ledige kapacitet betydelig, men i særdeleshed i fremstillingssektoren og byggeriet. Det taler for et ganske lavt inflationspres fra arbejdsmarkedene i form af beskedent pres på lønningerne.

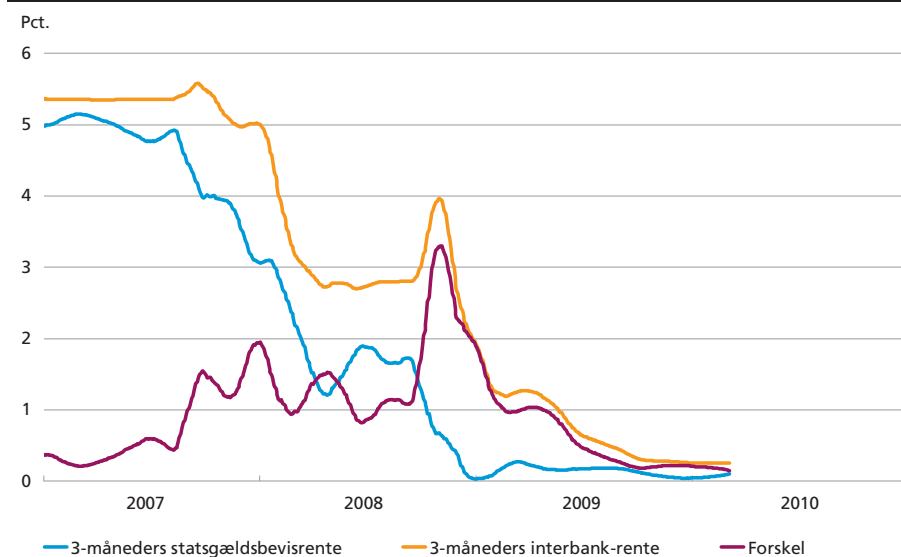
ses- og væksthfond, PRGT. Nationalbanken indgik pr. 28. januar 2010 en låneafale på 200 mio.SDR med IMF.

Økonomisk politik

Massive finanspolitiske lempelser og store automatiske budgetforringelser som følge af de dårlige konjunkturer førte til en markant stigning i de of-

PENGEMARKEDSSPÆND I USA

Figur 6



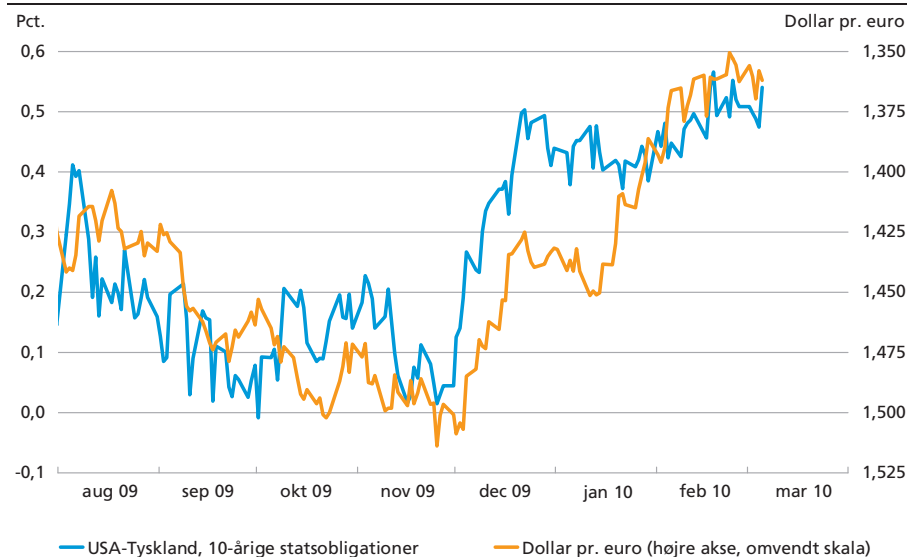
Anm.: 30 dages glidende gennemsnit.

Kilde: Reuters EcoWin.

fentlige budgetunderskud i industrilandene i 2009. IMF venter kun en mindre nedbringelse af budgetunderskuddene i 2010. Den offentlige gæld vil fortsætte med at stige i de kommende år og ventes ifølge IMF's

RENTESPÆND USA-TYSKLAND OG KURS PÅ DOLLAR PR. EURO

Figur 7



Anm.: Stigning i valutakurskurven svarer til en appreciering af dollar.

Kilde: Reuters EcoWin.

vrdering at komme op på næsten 110 pct. af BNP i 2014.¹ Den høje gæld udtømmer for alle praktiske formål råderummet for yderligere finanspolitiske lempelser og øger risikoen for stigende realrenter og lave vækst.

I EU ventes de fleste medlemslandes budgetunderskud at overstige 3 pct. af BNP i 2010, og dermed vil de blive omfattet af stabilitets- og vækstpagtens underskudsprocedure. EUs anbefalinger vedrørende finanspolitik vil i de fleste lande skulle implementeres allerede fra i år, jf. boks 2. Grækenlands budgetunderskud steg til 12,7 pct. af BNP i 2009. De store finanspolitiske problemer har ført til en betydelig udvidelse af rentespændet mellem græske og tyske statsobligationer siden oktober 2009, jf. figur 8. Markedernes stigende fokus på offentlig gæld førte også til udvidelse af rentespændet for bl.a. Portugal. Irland har i modsætning til Grækenland gennemført en omfattende finanspolitisk konsolidering, og det irske rentespænd over for Tyskland er på den baggrund ikke blevet påvirket af den utilstrækkelige finanspolitik i Grækenland.

Afgørelsen i Rådet af Økonomi- og Finansministre i EU og Eurogruppen den 16. februar indebærer, at Grækenland pålægges at nedbringe budgetunderskuddet med 4 pct. af BNP årligt i perioden 2010-12. Grækenland fik frist til 16. marts med henblik på at komme med en implementeringsplan til realisering af denne finanspolitiske målsætning og skal inden 15. maj have gennemført de nødvendige beslutninger. Tiltagene omfatter nedsættelse af nominelle lønninger, bonusser og pensioner samt stop for nyansættelser i den offentlige sektor, fastfrysning af offentlige overførsler og besparelser på det offentlige investeringsprogram, indførelse af en progressiv skatteskala for løn- og kapitalindkomst, afskaffelse af undtagelsesbestemmelser i skattesystemet, beskatning af selvstændiges indkomst, højere ejendomsbeskatning, forhøjede punktafgifter på alkohol, tobak og energi samt momsforhøjelse. Inden udgangen af 2010 skal Grækenland bl.a. gennemføre en reform af sundheds- og pensionsområdet for at mindske de fremtidige forringelser af de offentlige finanser som følge af befolkningens aldring, begrænse beskæftigelsen og reformere lønsystemet i den offentlige sektor, samt styrke og modernisere skatteopkrævning og -administration. Derudover skal finanspolitikken tilrettelæggelse på længere sigt reformeres.

Pengepolitikken er forblevet ekspansiv i de toneangivende industrilande. Centralbankernes rentesatser i USA, euroområdet, Storbritannien og

¹ IMF, Strategies for Fiscal Consolidation in the Post Crisis World, februar 2010.

STATUS PÅ EUs UNDERSKUDSPROCEDURE

Boks 2

Stabilitets- og vækstpagten udgør kernen i EUs overvågning af de offentlige finanser i medlemslandene. Et væsentligt element heri er Lissabon-traktatens artikel 126 vedrørende uforholdsmæssigt store offentlige underskud (underskudsproceduren).

I henhold til artikel 126 skal EUs medlemslande undgå uforholdsmæssigt store offentlige underskud. Det vil under normale økonomiske omstændigheder betyde, at det offentlige underskud ikke må overstige 3,0 pct. af BNP, og den offentlige gæld ikke må overstige 60 pct. af BNP.

I løbet af 2009 har underskudsproceduren været benyttet flittigt. 18 af EUs medlemslande blev i 2009 indlemmet i underskudsproceduren, hvor 2 medlemslande allerede befandt sig, jf. tabel 1. Yderligere 5 medlemslande (Estland og Bulgarien formodentlig undtaget) vil i 2010 formentlig blive indlemmet i underskudsproceduren ifølge Europa-Kommissionens seneste prognose fra november 2009.

LANDE I EUs UNDERSKUDSPROCEDURE

Tabel 1

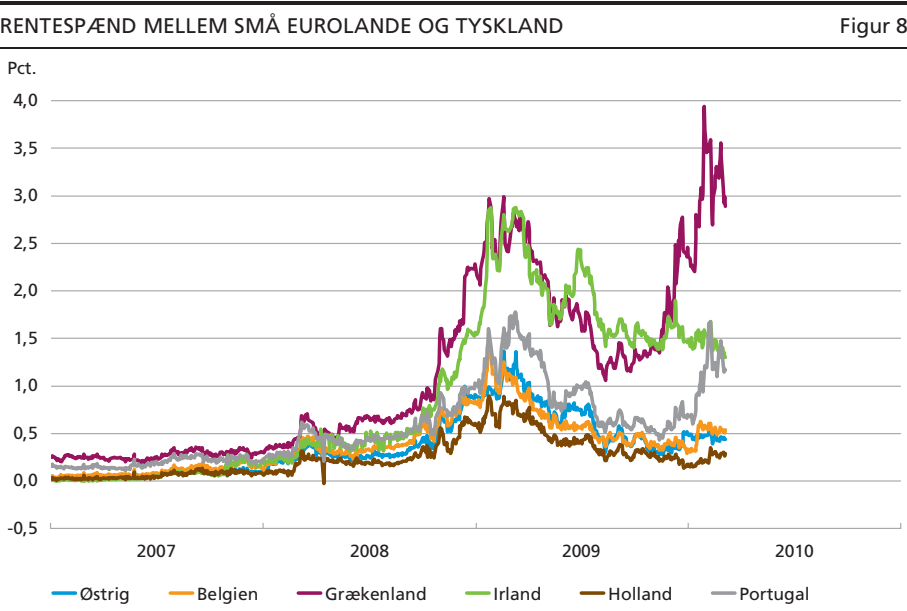
	Anvendt retsakt (Traktatsartikel)	Samlet og strukturel budgetsaldo 2009*	Årlig konsolidering**	Start/frist for korrektion
Eurolande				
Grækenland	Afgørelse (126.9)	-12,7 (-11,3)	≥3,5	10/12
Irland	Henstilling (126.7)	-12,5 (-10,1)	2,0	10/14
Spanien	Henstilling (126.7)	-11,2 (-9,3)	>1,5	10/13
Portugal	Henstilling (126.7)	-8,0 (-6,6)	1,25	10/13
Frankrig	Henstilling (126.7)	-8,3 (-7,0)	>1,0	10/13
Slovakiet	Henstilling (126.7)	-6,3 (-6,2)	1,0	10/13
Malta	Henstilling (126.7)	-4,5 (-4,3)	0,75	09/11
Belgien	Henstilling (126.7)	-5,9 (-4,2)	0,75	10/12
Slovenien	Henstilling (126.7)	-6,3 (-4,7)	0,75	10/12
Holland	Henstilling (126.7)	-4,7 (-3,6)	0,75	11/13
Østrig	Henstilling (126.7)	-4,3 (-3,3)	0,75	11/13
Italien	Henstilling (126.7)	-5,3 (-3,7)	≥0,5	10/12
Tyskland	Henstilling (126.7)	-3,4 (-1,9)	≥0,5	11/13
Ikke-eurolande				
Letland	Henstilling (104.7*)	-9,0 (-7,0)	≥ 2,75	10/12
Litauen	Henstilling (126.7)	-9,8 (-8,0)	≥ 2,25	09/12
Rumænien	Henstilling (126.7)	-7,8 (-7,1)	1,75	10/12
Storbritannien ..	Henstilling (126.7)	-12,1 (-10,3)	1,75	10/14-15
Polen	Henstilling (104.7*)	-6,4 (-6,4)	≥ 1,25	10/12
Tjekkiet	Henstilling (126.7)	-6,6 (-6,3)	1,0	10/13
Ungarn	Henstilling (104.7*)	-4,1 (-2,1)	I alt 0,5	10/11

Anm.: * Procent af BNP, strukturel saldo i parentes. ** Den påkrævede årlige korrektion af den strukturelle saldo. + Artikel 104.7 i Nice-traktaten svarer til artikel 126.7 i Lissabon-traktaten. Den strukturelle saldo angiver det underskud, der udstår, når konjunktursituationen normaliseres.

Kilde: Ecofin-Råds-beslutninger, Europa-Kommissionens efterårsvurdering november 2009 og Finansministeriet.

Landene er blevet underlagt EUs underskudsprocedure ved, at Ecofin-Rådet efter indstilling fra Kommissionen har vedtaget en *henstilling* eller en *afgørelse* om at nedbringe det offentlige underskud med en årlig strukturel konsolidering og inden for en bestemt tidsfrist. Den årlige strukturelle konsolidering varierer fra mindst 3,5 pct. af BNP for Grækenland til i alt 0,5 pct. af BNP for Ungarn. De fleste lande skal starte konsolideringen allerede i 2010, og fristen for at nå under referenceværdien på 3 pct. varierer fra 2011 for Ungarn og Malta til det finanspolitiske år 2014/15 for Storbritannien.

FORTSAT	Boks 2
Rådet kan ifølge Lissabon-traktatens artikel 126 – på henstilling fra Kommissionen – tage eskalerende trin, hvis et medlemsland ikke igangsætter de nødvendige tiltag med henblik på at nedbringe det offentlige underskud inden for den givne tidsfrist. Under (126.6) konstaterer Rådet, at der eksisterer et uforholdsmæssigt stort underskud. Det vedtages typisk samtidig med, at landet modtager en <i>henstilling</i> under (126.7) om at korrigere sit underskud inden for en given tidsfrist. Undlader en medlemsstat at efterkomme Rådets henstillinger, kan Rådet under (126.9) træffe <i>afgørelse</i> om at pålægge et land at korrigere sit underskud inden for en given tidsfrist. En <i>afgørelse</i> er i modsætning til en <i>henstilling</i> juridisk bindende i alle enkeltheder for det land eller de lande, som afgørelsen er rettet til. Kun eurolande kan gennem en rådsafgørelse pålægges at korrigere deres budgetunderskud. Hvis rådsafgørelsen under (126.9) ikke efterfølges, kan det pågældende land pålægges sanktioner under (126.11) så som at deponere et ikke rentebærende beløb hos Unionen eller en bod. Rådet har senest den 16. februar truffet en <i>afgørelse</i> om at pålægge Grækenland at nedbringe det offentlige underskud til under referenceværdien på 3,0 pct. af BNP inden udgangen af 2012. Det skete på baggrund af, at Rådet konstaterede, at Grækenland ikke havde foretaget de nødvendige tiltag til at nedbringe det offentlige underskud i henhold til den tidligere henstilling under (126.7). Dette er en alvorlig eskalering af behandlingen af Grækenland under EUs procedure og er således første skridt frem mod evt. sanktioner under (126.11), hvis Grækenland ikke træffer de nødvendige foranstaltninger til at nedbringe det offentlige underskud.	



Anm.: 10-årige statsobligationer.
Kilde: Reuters EcoWin.

Japan er blevet fastholdt på 0-1 pct. siden slutningen af 2008. Derimod er en række af de ekstraordinære pengepolitiske foranstaltninger vedrørende tildeling af likviditet og anvendelse af usædvanlig sikkerhed under udfasning i USA og euroområdet. Federal Reserve besluttede i slutningen af januar at lade de swapaftaler vedrørende dollarlikviditet, som var stillet til rådighed for centralbankerne verden over under finanskrisen, udløbe, da der ikke længere var behov for faciliteterne.

PENGE- OG VALUTAFORHOLD

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

Nationalbanken nedsatte udlånsrenten, indskudsbevisrenten og foliorenten med 0,05 procentpoint 11. december 2009 og 8. januar 2010. Med virkning fra 15. januar 2010 blev udlånsrenten, indskudsbevisrenten og foliorenten nedsat med 0,10 procentpoint til henholdsvis 1,05, 0,80 og 0,70 pct. Diskontoen blev ved samme lejlighed nedsat med 0,25 procentpoint til 0,75 pct.

Rentenedsættelserne skete på baggrund af køb af valuta i markedet. Nationalbanken har samlet foretaget interventionskøb af valuta for 27 mia.kr. i perioden december 2009 til februar 2010. Ved udgangen af februar var valutareserven 416 mia.kr.

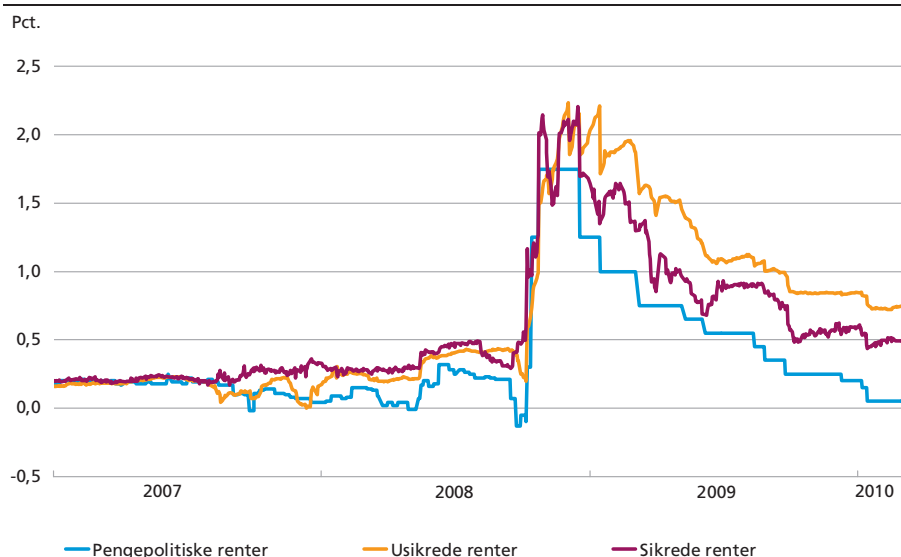
Spændet mellem pengemarkedsrenterne i Danmark og euroområdet er noget højere end spændet mellem Nationalbankens udlånsrente og ECBs udlånsrente ved de primære markedsoperationer på 0,05 procentpoint, jf. figur 9. Det afspejler ECBs omfattende tilførsel af likviditet til euroområdets banker, som betyder, at de korte pengemarkedsrenter i euroområdet ligger tydeligt under ECBs udlånsrente ved de primære markedsoperationer, mens pengemarkedsrenterne i Danmark ligger tættere på Nationalbankens pengepolitiske udlånsrente. En normalisering af likviditetssituationen kan føre til stigende pengemarkedsrenter i euroområdet og en indsnævring af spændet mellem pengemarkedsrenterne i Danmark og euroområdet.

Penge- og realkreditinstitutterne har siden indførelsen af rentemarginalen mellem Nationalbankens udlånsrente og indskudsbevisrente gradvis reduceret deres bruttoudnyttelse af Nationalbankens pengepolitiske faciliteter. Omkring årsskiftet steg anvendelsen midlertidigt i forbindelse med afviklingen af auktioner over realkreditobligationer til finansiering af rentetilpasningslån i december.

Nationalbanken har ikke afholdt valutaauktioner i forbindelse med swapaftalerne med Federal Reserve og ECB siden 15. september 2009, og penge- og realkreditinstitutterne har ikke haft lån i valuta i National-

UDVALGTE RENTESPÆND MELLEM DANMARK OG EUROOMRÅDET

Figur 9



Anm.: Det pengepolitiske rentespænd er forskellen mellem Nationalbankens udlånsrente og ECBs skæringsrente ved de primære markedsoperationer. Rentespændet for usikrede renter er forskellen mellem 3-måneders Cibo og Euribor. Rentespændet for sikrede renter er baseret på en 3-måneders renteswap med dag-til-dag-renten. Seneste observation er 5. marts 2010.

Kilde: Reuters EcoWin og Danmarks Nationalbank.

banken siden 25. november 2009. I takt med den fortsatte normalisering på valutamarkederne har pengeinstitutterne således kunnet dække deres behov for at låne valuta uden hjælp fra Nationalbanken. I lighed med Federal Reserves swapaftaler med en række centralbanker er Nationalbankens swapaftale, der udløb 1. februar 2010, ikke blevet forlænget.

Nationalbanken udvidede 15. februar det midlertidige sikkerhedsgrundlag ved lån i Nationalbanken med obligationer udstedt på basis af lån med individuel statsgaranti fra Finansiell Stabilitet A/S (SPV-obligationer). Obligationerne skal opfylde en række betingelser og være godkendt af Nationalbanken.

Kapitalmarkedsforhold og pengeinstitutternes finansiering

Pengeinstitutternes finansiering har i det seneste år i høj grad været påvirket af forskellige statslige tiltag. Lov om finansiell stabilitet (Bankpakke 1) giver alle indskydere og andre simple kreditorer en ubetinget statsgaranti mod tab frem til og med 30. september 2010.¹ Herefter vil almindelige indskydere være dækket af indskydergarantien med et be-

¹ De pågældende institutter skal være medlem af Det Private Beredskab. For nærmere beskrivelse af ordningen henvises til boks 1 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet*, 2. halvår 2008.

løb svarende til 100.000 euro, omkring 750.000 kr., for almindelige indlån og fuld dækning for særlige indlån herunder pensionsordninger.¹ Indskydergarantien vil fjerne usikkerheden for de fleste indskydere. Bortfaldet af statsgarantien kan give anledning til omflytning af større indskud imellem pengeinstitutterne.

For at lette overgangen til normale markedsvilkår for øvrige simple kreditorer blev der endvidere, som en del af Kreditpakken (Bankpakke 2), vedtaget en overgangsordning. Ordningen giver pengeinstitutterne mulighed for at ansøge om individuel statsgaranti for specifikke udstedelser af ikke-efterstillet, usikret gæld og for et SDO-udstedende instituts supplerende sikkerhedsstillelse (junior covered bonds) med en løbetid på op til tre år udstedt inden den 31. december 2010.² Europa-Kommissionen har godkendt Bankpakke 2 i henhold til EUs statsstøtte-regler. Godkendelsen er gældende frem til 30. juni 2010. Foreløbig har 14 pengeinstitutter foretaget udstedelser med individuel statsgaranti for i alt 59 mia.kr.

Det er afgørende, at alle danske pengeinstitutter tager højde for udløbet af den generelle statsgaranti i deres finansieringsplanlægning. De samlede indlån i pengeinstitutterne fra ikke-MFler har været nogenlunde uændret i forhold til efteråret 2008. Samtidig er pengeinstitutternes udlån til ikke-MFler blevet reduceret. Forskellen mellem indlån og udlån, indlånsunderskuddet, er dermed blevet mindre, jf. figur 10. Indlånsunderskuddet er stadig betydeligt, og pengeinstitutterne er fortsat meget afhængige af markedsbaseret finansiering. Siden efteråret 2008 er institutternes finansieringsformer forskudt mod længere løbetider, jf. figur 11, hvilket mindsker behovet for refinansiering og dermed følsomheden over for markedsudviklingen.

Fristen for udbetaling af statslige kapitalindskud til penge- og realkreditinstitutterne i forbindelse med Bankpakke 2 udløb 31. december 2009. Der blev i alt udbetalt ca. 46 mia.kr. fra pakken til 43 ansøgere.

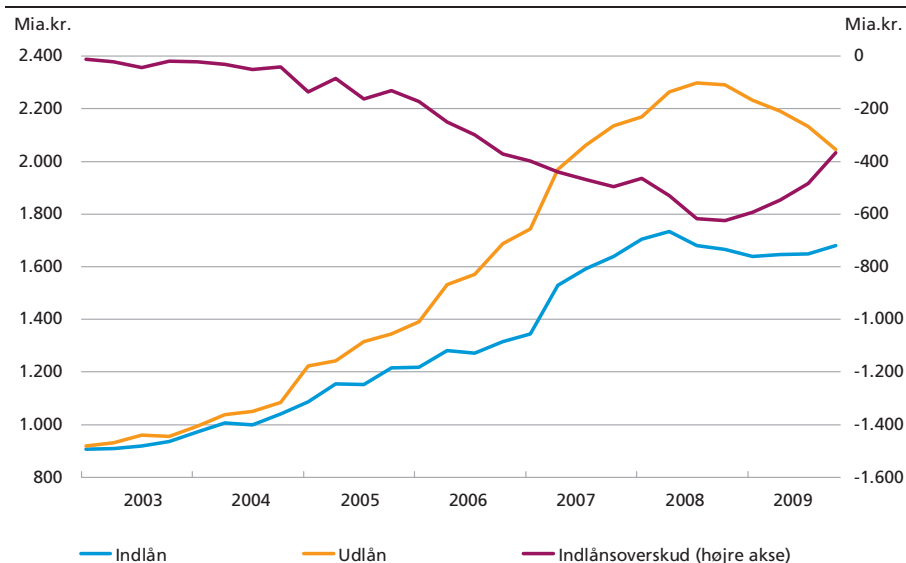
Skatteministeren har fremsat lovforslag om, at den danske regel med at blåstemple obligationer bliver ændret fra og med 27. januar 2010, så der bliver indført generel skattepligt af privates kursgevinst og -tab på fordringer, fx obligationer, pantebreve og gældsbreve. Hidtil er privatpersoner, som erhvervede fordringer i danske kroner med en pålydende rente, der lå over den såkaldte mindsterente, kun blevet beskattet af renteindtægterne. Ændringerne vil fjerne forskellen i beskatningen af

¹ Frem til den 30. september 2010 gælder indskydergarantien på et beløb svarende til 50.000 euro, ca. 375.000 kr. for pengeinstitutter, der ikke er medlem af Det Private Beredskab.

² Jf. boks 2 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet*, 1. halvår 2009.

INDLÅN, UDLÅN OG INDLÅNSOVERSKUD

Figur 10



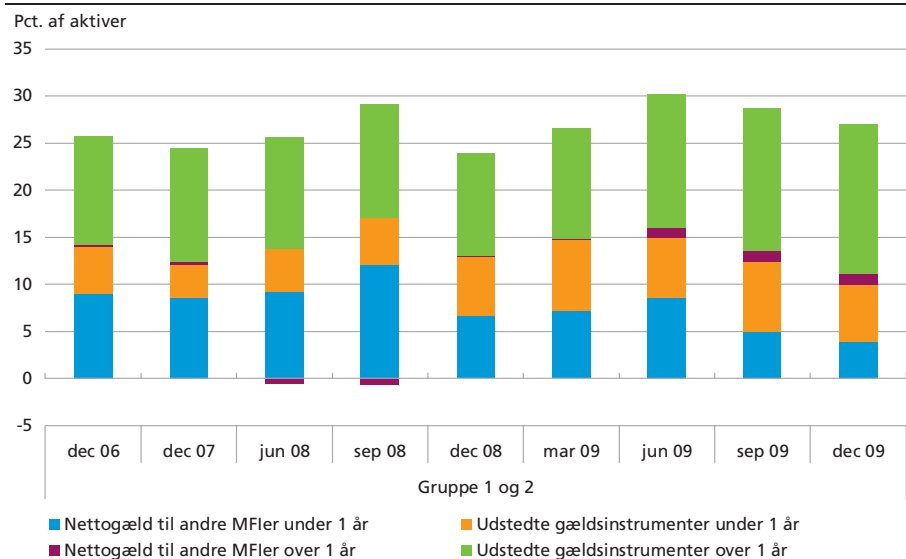
Anm.: Indlånsoverskud opgjort som pengeinstitutternes indlån minus udlån for ikke-MFler.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

obligationer i danske kroner og fremmed valuta. Privates eksisterende beholdning af blåstemplede obligationer vil fortsat skattemæssigt blive behandlet efter de hidtil gældende regler.

DANSKE PENGEINSTITUTERS NETTOGÆLD TIL ANDRE KREDITINSTITUTTER OG UDSTEDTE GÆLDSINSTRUMENTER

Figur 11



Anm.: Gruppe 1 og 2 henviser til Finanstilsynets gruppering af pengeinstitutter.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Penge- og realkreditinstitutternes renter og kreditudviklingen

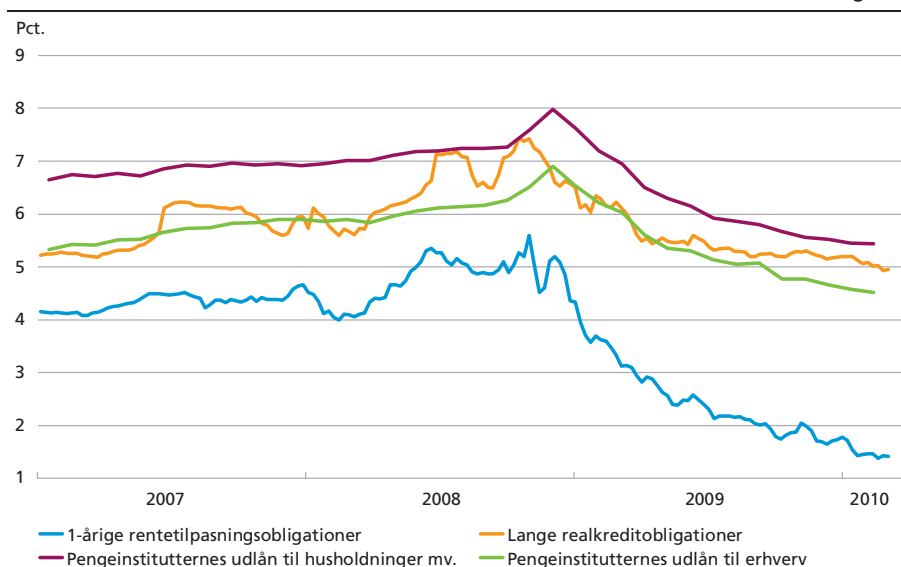
Renten ved de 1-årige rentetilpasningsauktioner blev i gennemsnit på 1,8 pct. ved auktionerne i november-december 2009, hvilket er omkring 3,4 procentpoint lavere end ved auktionerne i december 2008. Auktionerne beløb sig til omkring 550 mia.kr. og forløb gnidningsfrit. Låntagerne kan dermed se frem til betydeligt lavere renteudgifter i 2010. I de første måneder af 2010 er renten på korte danske realkreditobligationer faldet yderligere til et niveau i underkanten af 1,5 pct. i begyndelsen af marts, jf. figur 12. Renten på lange danske realkreditobligationer er derimod stort set uændret omkring 5 pct.

Pengeinstitutternes ind- og udlånsrenter er faldet i takt med, at Nationalbanken har sat de pengepolitiske renter ned. Siden oktober 2009 er udlånsrenterne faldet med nogenlunde det samme som Nationalbankens udlånsrente.

Pengeinstitutternes rentemarginal over for husholdningerne er faldet yderligere, således at den nu ligger på samme niveau som før finanskrisen, jf. figur 13. Rentemarginalen over for erhverv er derimod forblevet uændret på et niveau omkring 1 procentpoint højere, end før finanskrisen begyndte.

RENTER PÅ REALKREDITOBLIGATIONER OG PENGEINSTITUTTERNES UDLÅN

Figur 12

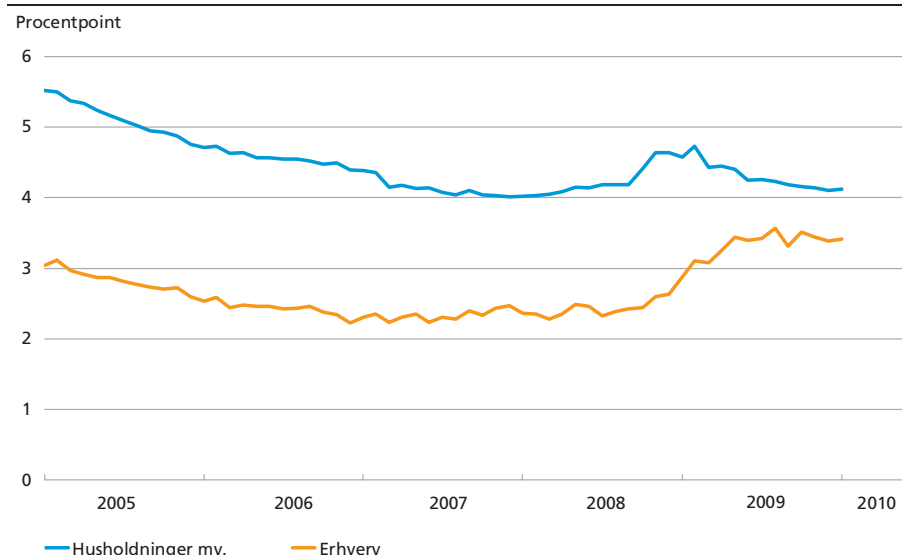


Anm.: Den 1-årige rente på rentetilpasningsobligationer er ugentligt gennemsnit. Den lange realkreditobligationsrente er en gennemsnitlig effektiv rente baseret på 30-årige konverterbare realkreditobligationer, opgjort ugentligt. Pengeinstitutternes udlånsrenter er månedsgennemsnit for udestående forretninger. Husholdninger mv. omfatter personligt ejede virksomheder, herunder landbrug. Erhverv er ikke-finansielle virksomheder. Seneste observation er 5. marts 2010, henholdsvis januar 2010.

Kilde: Nordea Analytics, Realkreditrådet og Danmarks Nationalbank.

PENGEINSTITUTTERNES RENTEMARGINALER

Figur 13



Anm.: Rentemarginalen er opgjort som forskellen mellem pengeinstitutternes gennemsnitlige ud- og indlånsrenter. Sidste observation er januar 2010. Husholdninger mv. omfatter personligt ejede virksomheder, herunder landbrug. Erhverv er ikke-finansielle virksomheder.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

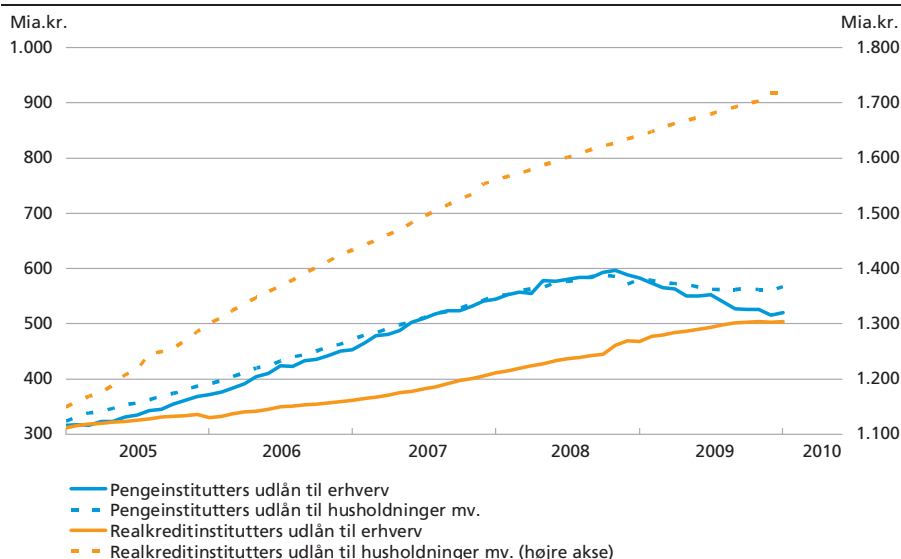
Ifølge Nationalbankens seneste udlånsundersøgelse fastholdt penge- og realkreditinstitutterne kreditpolitikken over for både privatkunder og erhverv i 4. kvartal 2009. Kreditpolitikken forblev hermed uændret i de sidste tre kvartaler af 2009 efter kraftige stramninger i slutningen af 2008 og begyndelsen af 2009. Institutterne forventer ingen ændringer i kreditpolitikken i 1. kvartal 2010.

Pengeinstitutternes sæsonkorrigerede udlån til erhverv faldt kraftigt i 2009, jf. figur 14, men steg i januar 2010. Realkreditinstitutternes udlån til erhverv lå stabilt i de sidste måneder af 2009 og begyndelsen af 2010 efter at være steget jævnt siden begyndelsen af 2006.

Pengeinstitutternes udlån til husholdninger steg i begyndelsen af 2010 efter at have ligget stabilt siden midten af 2009. Samtidig er realkreditinstitutternes udlån til husholdninger fortsat med at stige. Tendensen til en forskydning væk fra banklån over imod realkreditlån fortsatte dermed. Både penge- og realkreditinstitutterne rapporterede om en stigende efterspørgsel fra husholdningerne i 4. kvartal 2009 og forventer en yderligere stigning i 1. kvartal 2010. Den stigende efterspørgsel understøtter billedet af en vending i økonomien.

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERS UDLÅN TIL HUSHOLDNINGER OG ERHVERV

Figur 14



Anm.: Sæsonkorrigerede data. Udestående udlån fra penge- og realkreditinstitutter placeret i Danmark. Seneste observation for udlån er januar 2009. Husholdninger mv. omfatter personligt ejede virksomheder, herunder landbrug. Erhverv er ikke-finansielle virksomheder.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

DANSK ØKONOMI

Der var igen positiv om end behersket vækst i dansk økonomi i 2. halvår 2009. Recessionen er dermed ovre. Vendingen kom efter et fald i BNP i mængder på næsten 7 pct., jf. figur 15. Der er derfor stadig en stor uudnyttet kapacitet i virksomhederne. Det private forbrug er stigende, men der forventes kun langsom fremgang i økonomien de kommende år, så ledigheden vil fortsætte med at stige en tid endnu, jf. prognose for dansk økonomi, side 35.

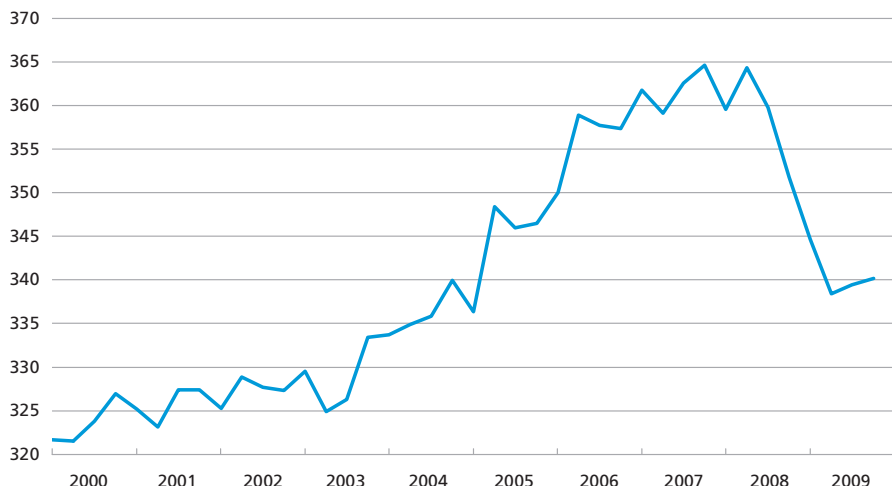
BNP i mængder voksede med en kvartalsvis vækst på 0,3 og 0,2 pct. i henholdsvis 3. og 4. kvartal 2009. For året som helhed faldt BNP i mængder med 5,1 pct. i forhold til året før. Væksten i 2. halvår 2009 var drevet af stigning i det offentlige og det private forbrug, mens investeringerne og eksporten faldt.

Det private forbrug understøttes af vækst i de disponible indkomster som følge af lønstigninger og skattelettelser. Hertil kommer fald i rentebetalingerne for låntagere med variabelt forrentede lån. Husholdningernes formue efter skat steg lidt fra 2. til 3. kvartal, hovedsagelig som følge af stigende aktiekurser. Stigningen var dog ikke nok til at reverseere det kraftige forudgående fald. Husholdningernes samlede formue ligger stadig godt 16 pct. under toppunktet for godt et år siden. Bolig-

BRUTTONATIONALPRODUKTET I MÆNGDER

Figur 15

Mia. 2000-kr.



Anm.: Kædede værdier. Seneste observation er 4. kvartal 2009.

Kilde: Danmarks Statistik.

formuen, der kan opgøres et kvartal længere frem, steg svagt i 4. kvartal. Det er den første stigning i to et halvt år.

Detailomsætningen faldt i januar. Vurderet ud fra dankortbetalingerne var der ikke tegn på yderligere fremgang i det private forbrug ind i de første måneder af 2010. Dankortbetalingerne kan anvendes som indikator på detailomsætningen, der igen er en indikator på det private forbrug, jf. artiklen "Dankortbetalinger og detailomsætning", side 109.

Konjunkturindikatorer

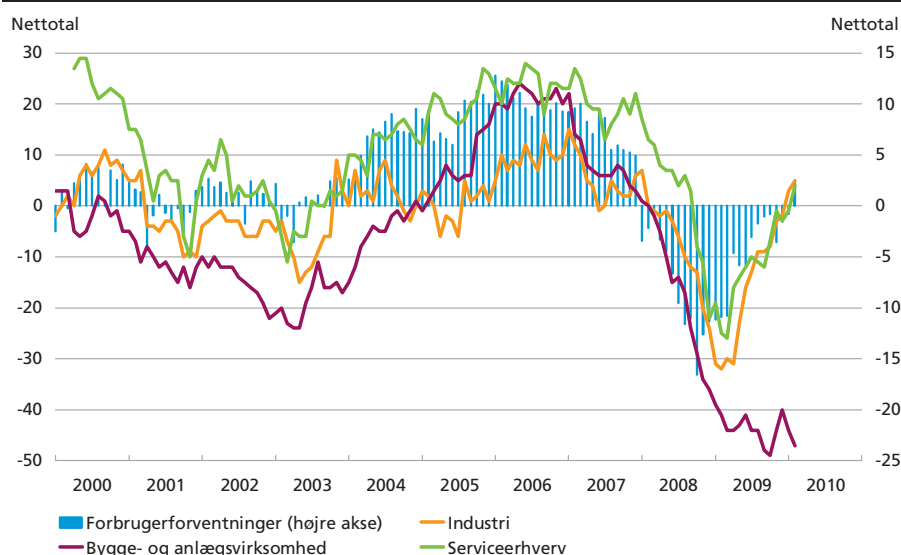
Tillidsindikatorerne understøtter overordnet et billede af en moderat fremgang i dansk økonomi.

Forventningerne i industrien er steget det seneste år og var svagt positive i årets første måneder, jf. figur 16. Konjunkturindikatoren er tæt på sit gennemsnit over en længere årrække. Det samme gælder tillidsindikatoren for serviceerhverv, mens forventningerne i byggeriet fortsat er stærkt negative. Byggeriet er blandt de sektorer, som er blevet hårdest ramt af krisen. Det afspejler ikke blot, at det er en branche med en høj grad af konjunkturfølsomhed, men også at aktiviteten i byggeriet under højkonjunktoren var kommet usædvanligt højt op.

Den sæsonkorrigerede industriproduktion ekskl. skibe mv. fortsatte med at falde frem mod årsskiftet til et niveau mere end 20 pct. under toppunktet i sommeren 2008. I januar voksede industriproduktionen 3,5

FORBRUGERFORVENTNINGER OG TILLIDSINDIKATORER I ERHVERV

Figur 16



Anm: Seneste observation er februar 2010.

Kilde: Danmarks Statistik.

pct. Ordreindgangen fra hjemmemarkedet er fortsat faldende, mens den er stigende fra eksportmarkederne.

Forbrugertilliden har været stigende det seneste halve år og var positiv i de første to måneder af 2010. Den positive udvikling i forbrugertilliden har endnu ikke givet sig markant udslag i detailhandlen. I januar lå detailsalget sæson- og handelsdagskorrigeret 1,5 pct. under januar 2009. Bilsalget har været stigende det seneste år. Alt i alt tegner indikatorerne et billede af en kun langsom vending i økonomien.

Boligmarkedet

Målt på sæsonkorrigerede tal fra Realkreditrådet steg priserne på landsplan på parcel- og rækkehuse svagt i 4. kvartal i forhold til kvartalet før, men lå stadig knap 8 pct. under niveauet et år tidligere. Også priserne på ejerlejligheder steg. Stigningen følger efter et par år med fald i de nominelle huspriser. Der er dog betydelige regionale forskelle.

Udbuddet af boliger til salg er stadig væk højt. Antallet af handler steg ifølge Realkreditrådets statistik med over 30 pct. fra 1. til 2. halvår 2009, men fra et lavt niveau.

Samlet set ser det således ud til, at boligmarkedet er i langsom bedring, og at pristilpasningen er overstået ved det nuværende lave renteniveau. Den stærke vækst i de reale disponible indkomster understøtter boligmarkedet, og husholdningernes forventninger til den fremtidige udvikling er mere positive end tidligere. Der er imidlertid samtidig usik-

kerhed om, hvor robust udviklingen er over for fortsat stigende arbejdsløshed og en normalisering af renteniveauet.

Udenrigshandel og betalingsbalance

Den danske vareeksport har ligget fladt det seneste halve år efter et stort forudgående fald, jf. figur 17. Tjenesteeksporten var fortsat vigen, især som følge af fald i søtransport. Den svage udvikling i den indenlandske efterspørgsel betød, at vareimporten faldt gennem 2009, men meget langsommere end i slutningen af 2008. I januar i år steg importen. Resultatet har været en stigning i overskuddet på handelsbalancen til et sæsonkorrigeret niveau på godt 6 mia.kr. pr. måned, men lidt lavere i januar.

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster har været stigende de seneste to år og nåede sidste år 66 mia.kr., jf. figur 18. Udviklingen i saldoen på betalingsbalancens løbende poster påvirkes i høj grad af forskelle i konjunkturudviklingen i Danmark og udlandet. Forbedringen af saldoen stemmer overens med, at den indenlandske efterspørgsel herhjemme siden 2007 har udviklet sig svagere end i udlandet. Kapacitetspresset i årene forud betød, at en større del af den indenlandske efterspørgsel måtte dækkes ved import. I dag er der rigeligt med ledig kapacitet til at dække efterspørgslen med indenlandsk produktion, hvis den er konkurrencedygtig.

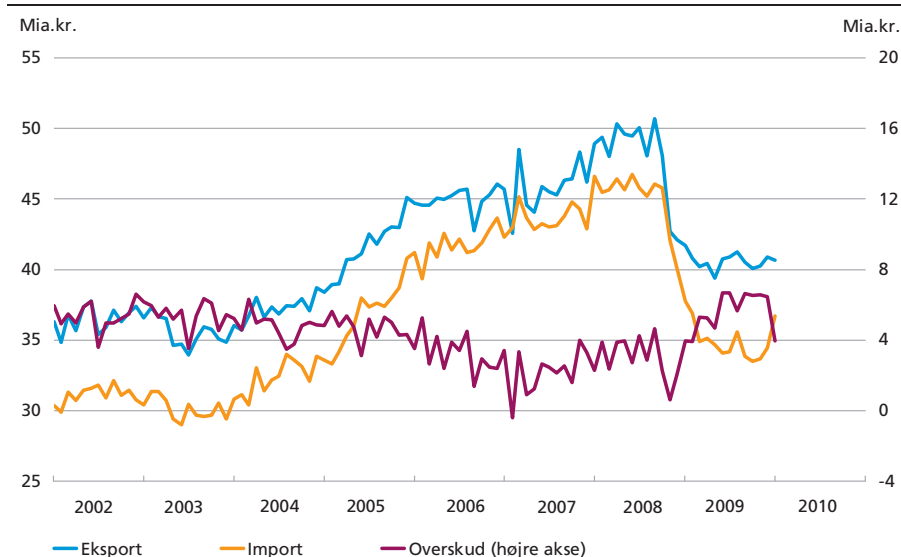
Det store betalingsbalanceoverskud afspejler især en markant forbedring af posten løn- og formueindkomst, en post der er knyttet betydelig usikkerhed til opgørelsen af, jf. artiklen "Ny metode til estimation af formueindkomsten på betalingsbalancen", side 101.

Det seneste halve år er afsætningsmulighederne for den danske eksport forbedret, og verdenshandlen er begyndt at stige igen. Det har endnu ikke givet sig udslag i den danske industrieksport, der traditionelt ikke er så konjunkturafhængig som i andre lande. Det kan herudover skyldes, at den svækkede konkurrenceevne gør det vanskeligere for danske virksomheder at følge markedsvæksten på eksportmarkederne. Industriens ordreindgang og vurderingen af ordrer fra eksportmarkederne er fortsat svag, men dog stigende. Dansk eksport har de seneste år udviklet sig svagere end i flere af de lande, vi normalt sammenligner os med. For en analyse af udviklingen i markedsandele, se artiklen "Industrieksport og lønkonkurrenceevne", side 43.

Opgørelsen af Danmarks udlandsgæld blev ekstraordinært revideret med offentliggørelsen af tal for 3. kvartal. Revisionen sker bl.a. for at skabe bedre overensstemmelse med betalingsbalancens løbende poster. Revisionen reducerede udlandsgælden med knap 80 mia.kr. Sammen med fortsat overskud på de løbende poster og kursgevinster betyder

UDENRIGSHANDLEN

Figur 17



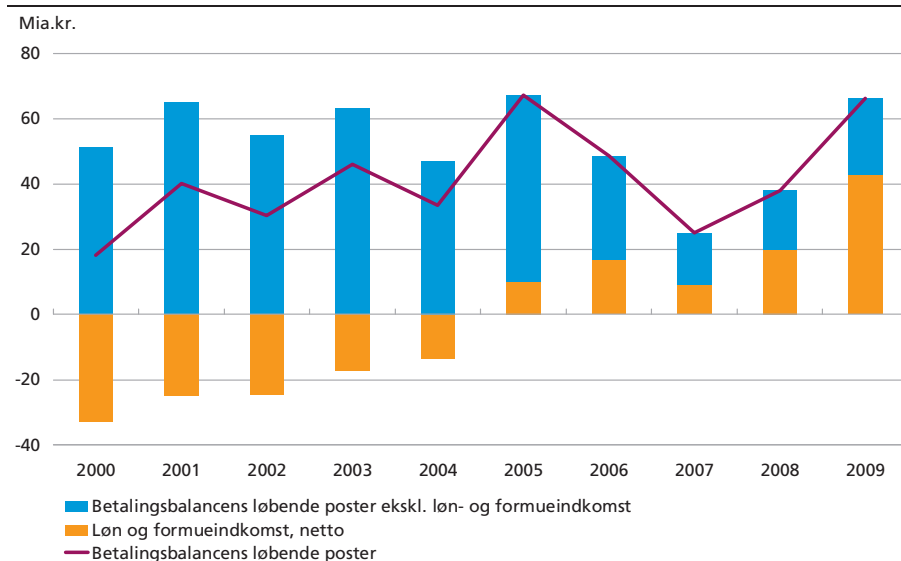
Anm.: Tallene omfatter varehandlen. Seneste observation januar 2010.

Kilde: Danmarks Statistik.

det, at Danmark er gået fra at have gæld til udlandet til en formue på 42 mia.kr. Danske investorer ejer en væsentligt større beholdning af udenlandske aktier, end udlændinge ejer danske aktier. Det giver en gevinst ved stigende aktiekurser.

BETALINGSBALANCENS LØBENDE POSTER

Figur 18



Anm.: "Løn- og formueindkomst, netto" er en underpost til betalingsbalancens løbende poster.

Kilde: Danmarks Statistik.

Arbejdsmarked

Ledigheden har ligget fladt i de sidste tre måneder. I januar var den registrerede ledighed 118.000 personer sæsonkorrigeret svarende til 4,2 pct. af arbejdsstyrken. Hertil kommer ca. 40.000 i aktivering. Stabiliseringen af arbejdsløsheden er næppe varig. Ifølge den bredere definition i den stikprøvebaserede arbejdskraftundersøgelse, AKU, er ledigheden 6,8 pct. Billedet af den seneste udvikling er den samme i begge opgørelser.

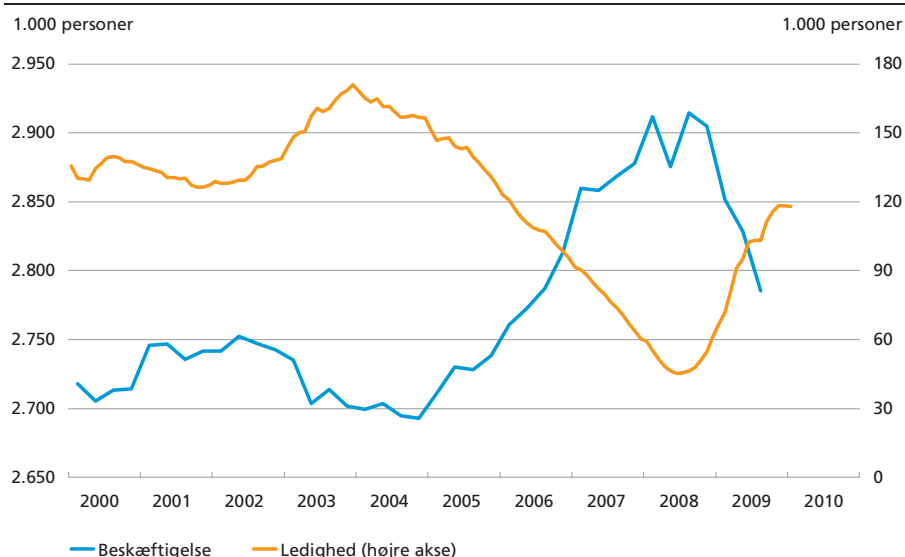
Antallet af varslede fyringer har de seneste måneder ligget på 2.000 pr. måned. Da varslinger kun omfatter en mindre del af de faktisk afskedigede, skal man være varsom med at benytte disse som indikator for udviklingen i arbejdsløsheden. Antallet af nye stillingsopslag lagt på internettet har stabiliseret sig på et niveau omkring 15.000 pr. måned. Det er mere end en halvering i forhold til under sidste del af opsvinget.

Stigende ledighed kan resultere i, dels at flere personer bliver berørt af ledighed, dels at den enkelte er ledig i længere tid. I begyndelsen af lavkonjunktoren var det især det første, som var tilfældet, men siden begyndelsen af 2009 er også varigheden af ledighedsperioden steget.

Det seneste opsving medførte en markant stigning i beskæftigelsen. Fra 2003 til toppunktet i slutningen af 2008 steg beskæftigelsen ifølge nationalregnskabet med over 200.000 og nåede op over 2,9 millioner personer, det højeste nogensinde, jf. figur 19. Ca. halvdelen af denne

BESKÆFTIGELSE OG LEDIGHED

Figur 19



Anm.: Ledighed ifølge national definition. Seneste observation 3. kvartal 2009 for beskæftigelsen, januar 2010 for ledigheden.

Kilde: Danmarks Statistik.

fremgang er tabt i løbet af det seneste år frem til og med 3. kvartal. Det er helt overvejende i den private sektor, hovedsagelig i industrien samt bygge- og anlægssektoren, at beskæftigelsen er faldet, hvorimod den offentlige beskæftigelse er vokset.

Løn og priser

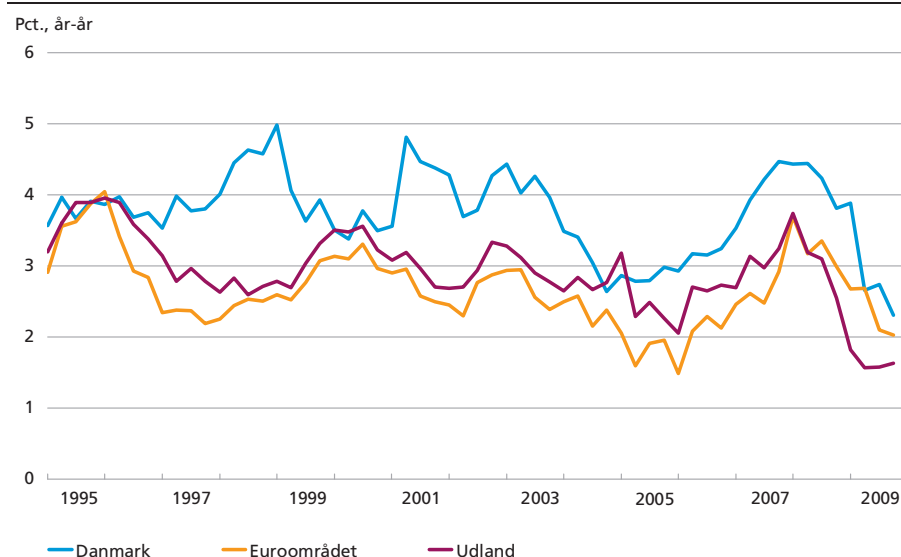
Lønstigningstakten på det private område er aftaget de seneste kvartaler. På de områder, der er dækket af overenskomst med Dansk Arbejdsgiverforening, DA, steg timelønnen i 4. kvartal med 2,3 pct. i forhold til samme periode året før. Stigningstakten var lidt højere for funktionærer end for arbejdere. På bygge- og anlægsområdet har faldet i lønstigningstakten været særlig markant. Her var årsstigningstakten kun 0,5 pct. i 4. kvartal.

På det statslige og kommunale område var lønstigningstakten markant højere end på DA-området. De offentlige lønstigninger følger over tid de private og må derfor forventes at aftage markant de kommende kvartaler. Den moderate vækst i forbrugerpriserne betyder, at der fortsat var vækst i reallønnen for mange grupper.

Lønstigningstakten i den konkurrenceudsatte industrisektor har gennem længere tid ligget over udlandets, jf. figur 20. Set over en længere periode har produktivitetsudviklingen herhjemme været svag, især når der sammenlignes med andre lande, jf. boks 3. Produktivitetsudviklingen

LØNSTIGNINGSTAKT I INDUSTRIEN

Figur 20



Anm.: Timeløn for arbejdere i fremstillingsindustri. "Udland" og "Euroområdet" er sammenvæjet med kronekursindeksets vægte. Seneste observation er 4. kvartal 2009.

Kilde: OECD, Dansk Arbejdsgiverforening og egen beregning.

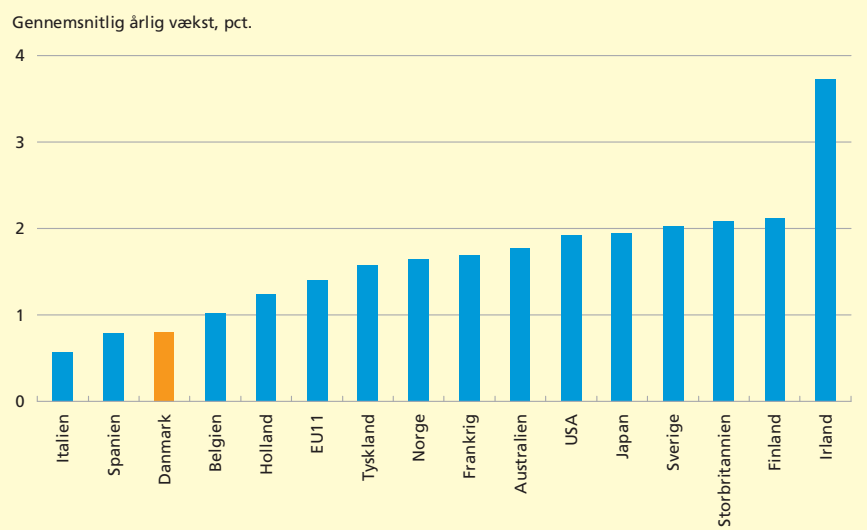
Den mængdemæssige produktion i et land er bestemt dels af arbejdsindsatsen i samfundet, dvs. antal timer præsteret, dels af produktiviteten. Det spiller også en rolle, til hvilken pris danske produkter kan sælges i udlandet i forhold til prisen på import. Det måles ved bytteforholdet. Et stigende bytteforhold øger købekraften i samfundet og skaber derved velstand ud over, hvad der følger af den mængdemæssige produktion. Danmark har igennem en årrække haft et stigende bytteforhold, men udviklingen er stagneret de senere år.

Arbejdsindsatsen i økonomien er delvis bestemt af den demografiske udvikling. Jo større en andel af befolkningen der er aktive på arbejdsmarkedet, og jo flere timer de arbejder, jo større vil produktionen alt andet lige være. Befolkningsudviklingen har således betydning for velstandsudviklingen. De kommende årtier falder andelen af befolkningen, som er i de aldersklasser, hvorfra arbejdsstyrken rekrutteres. Set i det lange perspektiv er det dog ikke demografien og timeindsatsen, men produktiviteten, som er den afgørende faktor i velstandsudviklingen¹.

Den danske timeproduktivitet er i gennemsnit vokset med mindre end 1 pct. om året i perioden 1995-2009, jf. figur 21. I de senere år har der været negativ vækst i timeproduktiviteten. Det placerer Danmark blandt de lande i OECD, der har haft den svageste produktivitetsudvikling. I 1966-94 steg den danske timeproduktivitet i gennemsnit med mere end 3 pct. om året, dvs. tre gange så meget som i de sidste 15 år. Rettes der ikke op på dette, vil Danmark velstandsmæssigt falde yderligere tilbage i forhold til de lande, vi normalt sammenligner os med.

ÅRLIG VÆKST I TIMEPRODUKTIVITET 1995-2008

Figur 21



Anm.: Timeproduktivitet er beregnet som BNP for hele økonomien i faste priser divideret med årlig timeindsats i økonomien i alt.
Kilde: OECD, Danmarks Statistik.

Væksten i timeproduktivitet kan opdeles i bidrag fra et generelt bedre uddannelsesniveau (arbejdskraftkvalitet), et større og bedre kapitalapparat pr. præsteret arbejds-time (kapitalintensitet) og tekniske og organisatoriske fremskridt (totalfaktorproduk-

tivitet). Danmarks Statistik har lavet en sådan opdeling af bidragene til timeproduktiviteten herhjemme siden 1966 for den markedsræssige del af økonomien. Det fremgår heraf, at det især er bidraget fra totalfaktorproduktiviteten, som er faldet.

Totalfaktorproduktivitet omhandler den del af produktiviteten, som ikke kan forklares af flere eller bedre resurser. Det dækker over alle andre forhold, som bidrager til at øge arbejdsproduktiviteten, herunder bedre arbejdstilrettelæggelse og teknologiske fremskridt, som ikke umiddelbar er indbygget i data for kapitalapparatet. Totalfaktorproduktivitet kan kun måles indirekte.

Øget konkurrence og mindre regulering af produktmarkederne fremmer økonomisk vækst. Danmark er blandt de OECD-lande, hvor reguleringen af produktmarkederne er mindst. Det skulle alt andet lige styrke væksten i totalfaktorproduktiviteten. Det samme gælder det fleksible danske arbejdsmarked, hvor omkostninger og juridiske hindringer forbundet med at fyre og hyre medarbejdere ligger under OECD-gennemsnittet². Den danske arbejdsmarkedsmodel er dog meget dyr, især i nedgangsperioder.

Danmark er blandt de industrilande, der bruger flest resurser på uddannelse pr. elev³. Det gælder både på grundskoleniveau og i de videregående uddannelser. Det samme gør sig gældende med hensyn til forskning³. De offentlige udgifter til forskning og udvikling er øget siden midten af 1990'erne og udgør nu 1 pct. af BNP.

Danmark står over for betydelige udfordringer, hvis velstanden skal udbygges i en verden, hvor konkurrencen stadig bliver stærkere. Set under ét er det imidlertid svært at pege på et enkelt forhold, som forklarer den dårlige udvikling i den danske produktivitet. På flere af de områder, man traditionelt fremhæver som fremmende for produktiviteten, ligger Danmark oven i købet relativt pænt i en international sammenligning. Trods høj resurseanvendelse på mange områder lader resultaterne imidlertid vente på sig.

¹ Se Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2008, side 113-123.

² OECD, *Employment Outlook*, 2009.

³ OECD, *Education at a glance*, 2009.

har de seneste år været negativ. Det er et konjunkturfænomen. I de nærmeste par år ventes stærkere produktivitetsvækst, men der er et betydeligt efterslæb at indhente efter en lang periode, hvor lønningerne er steget langt hurtigere end produktiviteten. Det vil sige, at enhedsløn-omkostningerne har været stigende.

Årsstigningstakten i det danske EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, var 1,9 pct. i januar og 1,8 pct. i februar mod 1,2 pct. i december. Den højere inflation i de to første måneder af 2010 skyldes hovedsagelig forhøjelse af afgifterne på en række varer, herunder tobak, sukker og energi.

Pristigningstakten er i en periode blevet holdt nede af fødevarepriserne, der er faldet over det seneste år. Den afdæmpede udvikling i fødevarepriserne følger de markante prisfald, som har fundet sted på verdens råvarebørser. Energipriserne er over det seneste år steget med

knap 8 pct. Renset for prisen på energi og fødevarer har prisstignings-takten, kerneinflationen, ligget omkring 1,5 pct. det seneste halve år.

Den indenlandske markedsbestemte inflation, IMI, er faldet markant de seneste måneder og var i februar 2,2 pct. IMI måler de stigninger i forbrugerpriserne, der kan henføres til danske virksomheders lønninger og avancer. Den stærke vækst i enhedslønomkostningerne som følge af svag vækst i produktiviteten er med til at holde den indenlandske inflation oppe.

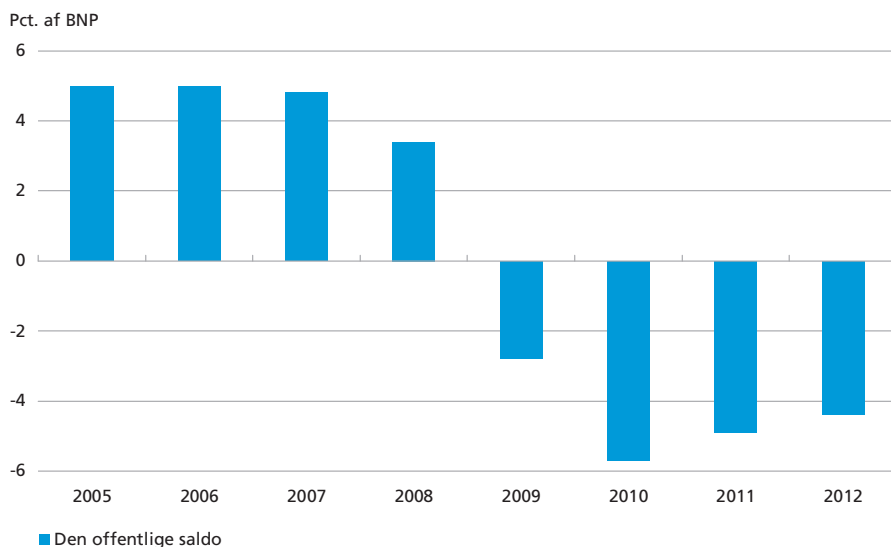
Økonomisk politik

Den globale krise har skærpet de økonomiske udfordringer, som Danmark står overfor. Produktionen er faldet med 7 pct., og de store offentlige overskud i 2005-08 er vendt til betydelige underskud. I år forventes et budgetunderskud på 97 mia.kr. svarende til godt 5,5 pct. af BNP, jf. figur 22. En del af svækkelsen afspejler de svage konjunkturer og må derfor formodes at være midlertidig. Men også den underliggende såkaldte strukturelle saldo er forværret, bl.a. som følge af en meget lempelig finanspolitik med henblik på at afbøde den fulde virkning af krisen på ledighed og beskæftigelse. Hertil kommer, at det fremtidige vækstspor – den potentielle vækst – er svagere end før krisen som følge af en periode med langsommere udbygning af kapitalapparatet.

I fravær af yderligere initiativer er det strukturelle underskud ifølge Finansministeriet i størrelsesordenen 1,7 pct. af BNP i 2010. Det er et

DEN OFFENTLIGE SALDO

Figur 22



Anm.: Tallene for 2010-12 er baseret på Nationalbankens skøn.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

underskud, som ikke forsvinder, selv om konjunktursituationen normaliseres. Underskuddet repræsenterer en markant forværring i forhold til situationen før krisen, hvor der var forventet et strukturelt overskud på 1 pct. af BNP i 2010. Et strukturelt underskud betyder, at der skubbes en fremtidig tilpasningsbyrde foran danskerne.

Størrelsen af det offentlige underskud og dermed gældsopbygningen og den heraf følgende forøgede rentebyrde gør, at der ingen vej er uden om at påbegynde en konsolidering, selv om produktionsgabet stadig er stort. Erfaringerne fra andre lande viser, at det hurtigt kan gå galt, selv om udgangspunktet er forholdsvis godt.

Danmark kan i løbet af i år vente at komme ind i proceduren for uforholdsmæssigt store underskud i overensstemmelse med stabilitets- og vækstpacten. Danmark vil derfor modtage en henstilling fra EUs økonomi- og finansministre om at bringe budgetunderskuddet ned på maksimalt 3 pct. af BNP inden for en kortere årrække. Vurderet ud fra lignende situationer i andre EU-lande må henstillingen formodes at anbefale, at den strukturelle saldo forbedres med i gennemsnit 0,5 pct. af BNP pr. år i årene 2011-13. Det er fornuftigt, at dansk finanspolitik baseres på de regler, som gælder i EU. Det skaber en solid stabilitetsorienteret ramme for den økonomiske politik og mindsker risikoen for en udvidelse af rentespændet over for udlandet.

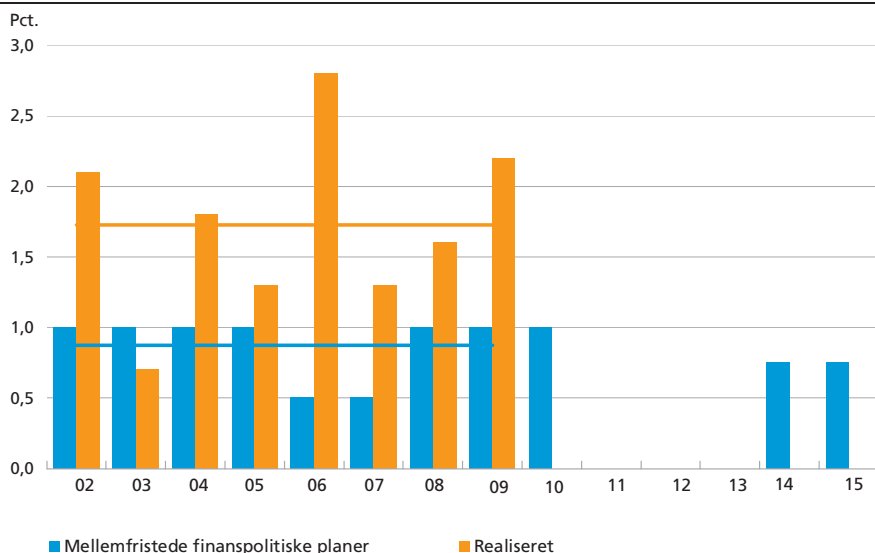
Udfordringerne for finanspolitikken er beskrevet i regeringens Konvergensprogram 2009, der blev offentliggjort i februar i år. Målet i programmet er som tidligere at opnå balance strukturelt i 2015. Det kræver en konsolidering af de offentlige finanser på 31 mia.kr. De 13 mia.kr. antages nået ved at holde den reale vækst i det offentlige forbrug på nul i 2011-13 og dernæst på 0,75 pct. i 2014-15. Ud over en årrække med nulvækst i de offentlige udgifter udestår et konsolideringsbehov på 18 mia.kr. De 11 mia.kr. forventes hentet ved at nedbringe øvrige driftsudgifter og de resterende 7 mia.kr. gennem reformer til forøgelse af arbejdsudbuddet.

Både 2010-planen fra 2001 og 2015-planen fra 2007 indeholdt mål for den årlige reale vækst i de offentlige udgifter. Bortset fra et enkelt år er rammerne blevet overskredet alle år og mange gange med en betydelig margin. Den gennemsnitlige reale forbrugsvækst for 2002-09 har været på 1,7 pct., jf. figur 23. Der er konstant et stærkt underliggende pres for at forøge de offentlige udgifter. Målet om nulvækst fra 2011 er meget ambitiøst og kræver en langt stærkere politisk vilje til styring af de offentlige udgifter, hvis det skal opfyldes.

Såfremt den ambitiøse udgiftspolitik ikke lader sig realisere, er det ikke muligt at opretholde skattestoppet i sin nuværende form. Skattestoppet udelukker, at indtægtssiden kan bidrage til konsolideringen af

REALVÆKST I OFFENTLIGT FORBRUG, PLANLAGT OG REALISERET

Figur 23



Anm.: Den gennemsnitlige årlige realvækst i det offentlige forbrug fra 2002-09 er vist ved den gule linje, mens gennemsnittet for den planlagte forbrugsvækst for samme periode er vist ved den blå linje.

Kilde: Den planlagte realvækst i det offentlige forbrug er for 2002-07 fra regeringens 2010-plan, for 2008-10 fra regeringens 2015-plan og for 2011-15 fra Danmarks Konvergensprogram 2009.

de offentlige finanser. Mulighederne på indtægtssiden må under alle omstændigheder vurderes som begrænsede. Danmark har allerede et af verdens højeste skattetryk, og alle skattebaser er under pres. Som en lille åben økonomi er der grænser for, hvor meget skatterne kan hæves, inden nettoeffekten på provenuet bliver lav eller negativ som følge af grænsehandel, udflytning af virksomheder, negative effekter på arbejdsudbud osv.

Udfordringerne for finanspolitikken på såvel udgifts- som indtægtssiden er så betydelige, at der ikke er perspektiv i at overveje yderligere finanspolitiske lempelser. Det vil kun gøre den store opgave endnu vanskeligere. Udskydes det tidspunkt, hvor konsolideringen påbegyndes, vil det fremtidige krav til opstramninger blot blive så meget desto større.

Dansk økonomi 2010-12

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

I det følgende gennemgås Nationalbankens prognose for den danske økonomi i årene 2010-12. Prognosen er udarbejdet ved brug af den makroøkonomiske model MONA¹ og tager udgangspunkt i den foreliggende konjunkturstatistik, herunder Danmarks Statistiks kvartalsvise nationalregnskab for 4. kvartal 2009².

Dansk økonomi er ligesom økonomien i de fleste vestlige lande på vej frem igen efter det kraftige tilbageslag i 2008 og første halvdel af 2009. Tilbageslaget, som var kraftigst efter midten af 2008, havde primært baggrund i negative impulser fra den internationale økonomi og fra problemerne i det finansielle system. Hertil kom, at en korrektion af et stort kapacitetspres og et ophedet boligmarked allerede var i gang, da krisen satte ind. Faldet i bruttonationalproduktet, BNP, på 5,1 pct. i 2009, jf. tabel 1, hører til i den høje ende internationalt set.

Det seneste kvartalsvise nationalregnskab viser, at den beherskede fremgang i produktionen i 3. kvartal 2009 fortsatte i 4. kvartal. Recessionen i dansk økonomi er dermed ophørt. Fremgangen i 4. kvartal blev primært drevet af et løft i det private forbrug og af, at lagernedbrydningen ikke fortsatte i samme takt som i kvartalerne forud. Der var tilbagegang i både de faste investeringer og eksporten, men ligeså i importen. Boligmarkedet er fortsat skrøbeligt, men små prisstigninger og svagt øget omsætning tyder på stabilisering ved det nuværende lave renteniveau oven på den klare svækkelse siden 2007. De første indikatorer for 2010 i form af tillidsindikatorer for husholdninger og erhverv tyder på yderligere moderat fremgang, med byggeriet som den negative undtagelse. Det afspejler, at byggeriet er meget konjunkturfølsomt, men er også en korrektion fra det seneste opsving, hvor byggeriet endte med at lægge beslag på en forholdsvis stor del af økonomiens resurser.

Den økonomiske vækst ventes at fortsætte fra et behersket niveau i 2010 til lidt over trendvækst i 2011 og 2012. Det er stort set på linje med forventningerne for euroområdet, jf. figur 1, men svagere end for amerikansk økonomi. Den skønnede udvikling i BNP betyder samtidig, at det store negative produktionsgab, som opstod efter faldet i 2008 og 2009,

¹ Modellen er beskrevet i *MONA – en kvartalsmodel af dansk økonomi*, Danmarks Nationalbank, 2003.
² Beregningerne er baseret på statistisk information til og med 11. marts 2010.

CENTRALE ØKONOMISKE VARIABLER

Tabel 1

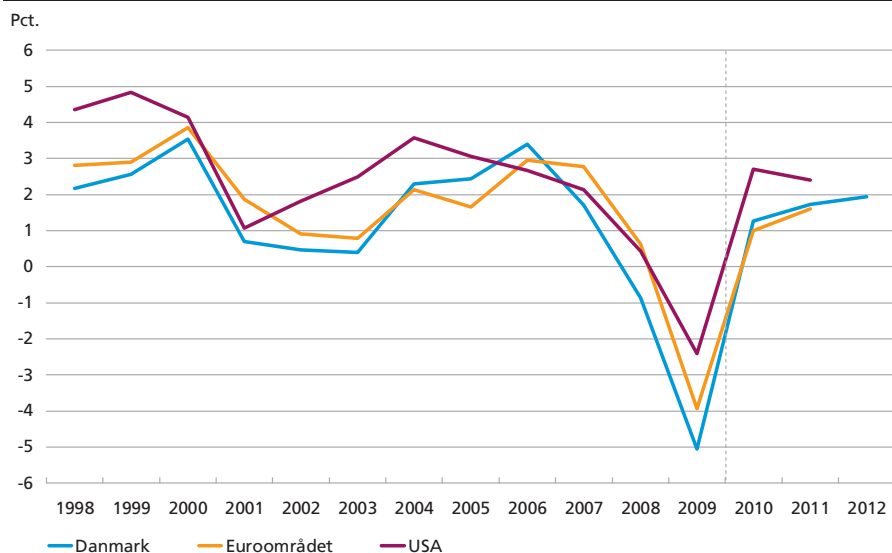
Realvækst i forhold til året før, pct.	2009	2010	2011	2012
BNP	-5,1	1,3	1,7	1,9
Privat forbrug	-4,6	1,7	2,8	3,3
Offentligt forbrug	2,2	1,3	0,8	0,8
Boliginvesteringer	-16,8	-8,5	0,6	1,8
Offentlige investeringer	7,4	18,9	-10,6	-7,8
Erhvervsinvesteringer	-12,0	-8,2	3,9	3,8
Lagerinvesteringer ¹	-1,9	0,7	0,7	0,1
Eksport	-10,7	-1,5	2,9	3,0
Industrieksport	-16,4	-0,8	4,9	5,0
Import	-13,2	-2,4	5,1	4,0
Forbrugerpriser, pct. år-år	1,1	2,0	1,5	1,5
Ledighed, 1.000 personer	98	152	168	154
Betalingsbalance, pct. af BNP	4,0	3,1	2,2	1,8
Offentlig saldo, pct. af BNP	-2,8	-5,7	-4,9	-4,4
Timeløn, pct. år-år	2,9	2,3	2,5	2,7

¹ Bidrag til BNP-vækst.

gradvist reduceres frem mod 2012, hvor det dog endnu ventes at være negativt. Den ledige kapacitet i virksomhederne er betydelig, og det indebærer, at ledigheden fortsætter med at stige det næste års tid på trods af tiltagende produktionsvækst. Det medfører en genopretning af de seneste års svage produktivitetsudvikling, der sammenholdt med højere lønstigninger end i udlandet har bidraget til en mærkbar svækkelse af virksomhedernes konkurrenceevne.

BNP-VÆKST I DANMARK, EUROOMRÅDET OG USA

Figur 1



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

Kilde: Danmarks Statistik, Reuters EcoWin, IMF, *World Economic Outlook*, Update januar 2010, og egen prognose.

De igangværende overenskomstforhandlinger finder således sted i et klima med svage eksportmarkeder og en presset konkurrenceevne. De foreløbige forhandlingsresultater peger da også på svagere lønstigninger end i de senere år, men det er ikke klart, om det resulterer i lavere lønstigninger end i udlandet, som konkurrencesituationen tilsiger. Lønstigningstakten bliver i 2010-12 mærkbart lavere end i de senere år, men med forbrugerprisstigningstakter under 2 pct. år-til-år ventes reallønnen at stige i hvert af årene.

De offentlige finanser er kraftigt svækket som følge af konjunkturtilbageslaget fra et overskud på over 3 pct. af BNP i 2008 til et underskud på 2,8 pct. i 2009 og godt 5,5 pct. i år. Forværringen skyldes overvejende de automatiske effekter på såvel indtægts- som udgiftssiden, men også betydelige lempelser i form af skattelettelser og offentlige investeringer. Med udsigt til en afdæmpet vækst og fortsat svækkelse af arbejdsmarkedet ventes det offentlige underskud at forblive stort, og den offentlige sektors gæld stiger stærkt.

Den fremlagte prognose udtrykker det økonomiske forløb, der anses for mest sandsynligt. Vurderingen er behæftet med usikkerhed. Til at illustrere dette gennemgås i boks 1 to alternative scenarier, der bygger på ændrede antagelser for centrale baggrundsfaktorer.

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

REVISIONER I FORHOLD TIL SENESTE PROGNOSE

Produktionen ventes at stige med 1,3 pct. i 2010, hvilket er lidt mere end ventet i prognosen fra september, jf. tabel 2. Opjusteringen har især baggrund i en højere eksportmarkedsvækst og et lavere renteniveau i denne prognose. Den stærkere produktionsudvikling leder til et lavere skøn for ledigheden de kommende år.

Den svage udvikling i efterspørgslen, herunder ikke mindst i lagerinvesteringerne, har ført til en uventet kraftig tilbagegang i importen. Netto-

REVISIONER I FORHOLD TIL SENESTE PROGNOSE					Tabel 2		
	Faktisk	Denne prognose				Seneste prognose	
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011
BNP, pct. år-år	-5,1	1,3	1,7	1,9	-3,2	0,9	1,7
Ledige, 1.000 personer	98	152	168	154	103	163	178
Betalingsbalance, mia.kr. .	66,3	52,8	39,3	32,3	22,4	10,9	15,9
HICP, pct. år-år	1,1	2,0	1,5	1,5	1,1	1,4	1,5

Anm.: Seneste prognose blev offentliggjort i september 2009.

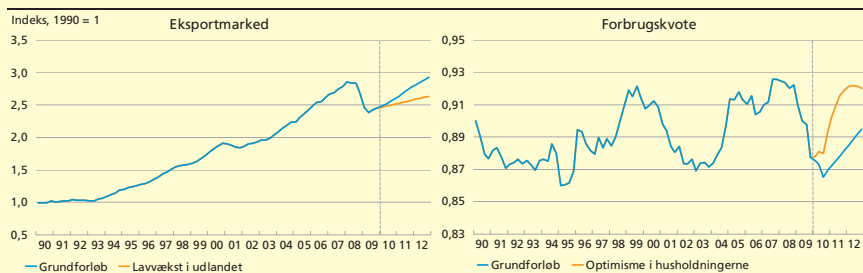
Massive lempelser af den økonomiske politik har medvirket til, at verdensøkonomien nu er i bedring. Vendingens underliggende styrke er dog forbundet med usikkerhed, og den ventede fremgang i udlandet kan vise sig at blive svag. Ét usikkerhedselement knytter sig til størrelsen af behovet for konsolidering af balancer i den private sektor. Beslægtet hermed kan svækket tillid til de offentlige finanser lægge en dæmper på forbrug og investeringer, og en øget frygt for, at budgetunderskuddene i fravær af konkrete konsolideringsplaner finansieres gennem højere inflation, kan føre til højere renter. Omvendt vil lavere vækst trække i retning af en udskydelse af normaliseringen af de pengepolitiske renter, hvilket vil virke dæmpende på de lidt længere renter. I scenario 1 ses på konsekvenserne af en svag udenlandsk udvikling gennem en lavere eksportmarkedsvækst, mens renter og valutakurser på ovennævnte baggrund fastholdes uændret. Konkret betragtes en eksportmarkedsvækst på 0,6 pct. i kvartalet fra og med 1. kvartal 2010, svarende til den gennemsnitlige eksportmarkedsvækst under afmatningen i 2001-03, jf. den gule kurve i figur 2 (venstre).

Det private forbrug i Danmark er de seneste år faldet mere end i andre lande, og forbrugskvoten er faldet til et meget lavt niveau. Forbrugsfaldet har også været større, end udviklingen i indkomsterne og formuen har kunnet begrunde. Det åbner sammen med stabiliseringen af den økonomiske udvikling og den mindre usikkerhed for, at tilliden vender hurtigt tilbage, og at fremgangen i de disponible indkomster omsættes i forbrug og boliginvesteringer. I et andet alternativt scenario ses derfor på konsekvenserne af en øget forbrugstilbøjelighed og et løft i boliginvesteringerne. Forbrugskvoten øges gennem 2010 og 2011 til et mere normalt niveau, jf. figur 2 (højre), og boliginvesteringerne løftes, så de hurtigere afspejler den sædvanlige sammenhæng med de reale kontantpriser.

Den svagere udvikling på eksportmarkedet i scenario 1 betyder, at den ventede fremgang i eksporten stort set elimineres – i 2012 er eksporten i mængder på omtrent samme niveau som i 4. kvartal 2009. Det trækker produktionen herhjemme ned, og BNP-væksten reduceres til omkring 1 pct. i hvert af årene 2010-12, jf. tabel 3. Den tydeligt svagere produktionsudvikling fører til et yderligere tab af arbejdspladser i den private sektor, og ledigheden stiger til knap 200.000 personer i 2012 mod 154.000 i fremskrivningens grundforløb. Derfor bliver lønstigningerne, og mod slutningen af prognoseperioden også prisstigningerne, lavere end i grundforløbet. Endelig mindskes betalingsbalanceoverskuddet som følge af den svagere eksport.

ANTAGELSER BAG ALTERNATIVE SCENARIER

Figur 2



FORTSAT

Boks 1

Øget optimisme i husholdningerne, der i scenario 2 bringer forbrugskvoten og bolig-investeringerne hastigt tilbage til mere normale niveauer, giver anledning til en BNP-vækst på omkring 2,5 pct. i år og næste år samt en vækst på 1,3 pct. i 2012. Med de kraftige stigninger i produktionen følger stigende beskæftigelse, og ledigheden ender tæt på sit strukturelle niveau mod slutningen af prognoseperioden. Samtidig øges importen, og det reducerer overskuddet på betalingsbalancen til omkring 10 mia.kr. i 2012. Den lavere ledighed fører efterhånden til højere lønstigninger end i grundforløbet, mens prisstigningerne kun øges beskedent inden for prognosens horisont.

ALTERNATIVE SCENARIER

Tabel 3

	Grundforløb	1: Lavvækst i udlandet	2: Optimisme i husholdningerne
2010			
BNP, pct. år-år.....	1,3	1,1	2,5
Ledige, 1.000 personer	152	155	142
Betalingsbalance, mia.kr.	53	50	37
HICP, pct. år-år.....	2,0	2,0	2,0
2011			
BNP, pct. år-år	1,7	0,9	2,3
Ledige, 1.000 personer	168	184	141
Betalingsbalance, mia.kr.	39	30	10
HICP, pct. år-år.....	1,5	1,5	1,6
2012			
BNP, pct. år-år	1,9	0,9	1,3
Ledige, 1.000 personer	154	196	127
Betalingsbalance, mia.kr.	32	16	10
HICP, pct. år-år.....	1,5	1,4	1,7

formueindkomsten fra udlandet steg ifølge betalingsbalancestatistikken fra godt 30 mia.kr. i 2008 til godt 50 mia.kr. i 2009. Den betydelige stigning var ikke ventet i prognosen fra september 2009, hvor skønnet på nettoformueindkomsten i 2009 var 31 mia.kr. Samlet betyder det, at betalingsbalanceoverskuddet er opjusteret mærkbart i forhold til den seneste prognose.

Den højere stigning i forbrugerpriserne i 2010 i denne prognose afspejler en højere oliepris og stærkere end ventet effekt fra forhøjelsen af en række afgifter på energi, tobak og usunde fødevarer.

ANTAGELSER I FREMSKRIVNINGEN

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

OVERSIGT OVER PROGNOSENS ANTAGELSER				Tabel 4
	2009	2010	2011	2012
International økonomi:				
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år	-13,3	4,3	6,6	6,0
Pris på eksportmarkedet ¹ , pct. år-år	0,0	-1,3	1,4	1,8
Udenlandsk pris ² , pct. år-år	-0,1	-1,4	1,4	1,9
Udenlandsk timeløn, pct. år-år	1,6	1,3	1,5	1,9
Finansielle forhold mv.:				
3-måneders pengemarkedsrente, pct. p.a. ...	1,7	0,9	1,6	2,0
Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a.	3,8	3,4	4,1	4,8
Effektiv kronekurs, 1980 = 100	107,8	105,7	105,5	105,5
Dollarkurs, DKK pr. USD	5,4	5,4	5,5	5,5
Oliepris, Brent, USD pr. tønde	62,6	80,2	84,7	86,5
Finanspolitik:				
Offentligt forbrug, pct. år-år	2,2	1,3	0,8	0,8
Offentlige investeringer, pct. år-år	7,4	18,9	-10,6	-7,8
Offentlig beskæftigelse, 1.000 personer	827	830	833	835

¹ Sammenvejet importpris for de lande, Danmark eksporterer til.

² Sammenvejet eksportpris for de lande, Danmark importerer fra.

International økonomi

Recessionen i verdensøkonomien er overstået, og der er igen positive vækstrater i de toneangivende økonomier. Vendingen er lidt kraftigere end forventet i september-prognosen, og vurderingen af den danske eksportmarkedsvækst er derfor blevet opjusteret. Således skønnes afsætningsmarkedet for den danske eksport at vokse med 4,3 pct. i 2010 og lidt mere i de følgende to år, jf. tabel 4.

Trods de lidt lysere udsigter for verdensøkonomien er det globale prispres aftaget yderligere siden efteråret. Importpriserne for de lande, som Danmark eksporterer til, og eksportpriserne for de lande, som dansk import kommer fra, er derfor lidt lavere end i den seneste prognose. De udenlandske lønstigninger forventes også at forblive lave gennem fremskrivningsperioden som følge af de svage internationale konjunkturer.

Renter, valutakurs og oliepris

Udviklingen i de korte og lange renter i prognosen er baseret på de forventninger til den fremtidige udvikling, der kan udledes af rentekurverne på de finansielle markeder. Den korte rente har været faldende siden efteråret 2008, og i marts var 3-måneders pengemarkedsrenten omtrent 0,8 pct. p.a. Fremadrettet forventer markedet, at den korte rente stiger til lidt over 2 pct. p.a. i 2012. De lange renter er ligeledes faldet siden efteråret 2008. Den gennemsnitlige obligationsrente var primo marts 3,1 pct. p.a. og stiger i prognosen til knap 5 pct. p.a. i 2012.

I forhold til september-prognosen er den nominelle effektive kronekurs faldet med ca. 3 pct. Udviklingen dækker over, at euroen, og dermed kronen, er blevet svækket over for en række valutaer, heriblandt dollar og svenske kroner. På det allerseneste er den dog blevet styrket over for britiske pund. Set over et længere perspektiv er kronen stadig stærk. I fremskrivningen holdes dollarkursen og den effektive kronekurs konstant på niveauet primo marts 2010.

Prisen på olie faldt markant fra et niveau omkring 135 dollar pr. tønde medio 2008 til lidt over 40 dollar primo 2009. Siden er olieprisen næsten fordoblet og lå ved prognosens udarbejdelse lidt under 80 dollar pr. tønde. I fremskrivningen antages olieprisen at følge futurespriserne, så den stiger svagt fra det aktuelle niveau.

Finanspolitiske forudsætninger

Finanspolitikken i prognosen afspejler den tilrettelagte finanspolitik, herunder Forårspakke 2.0, de aftalte kommunale budgetter for 2010, finanslovsaftalen for 2010 og Danmarks Konvergensprogram 2009. Det reale offentlige forbrug ventes at stige med 1,3 pct. i 2010 og 0,8 pct. i både 2011 og 2012. De offentlige investeringer stiger kraftigt i 2010, bl.a. som følge af den aftalte fremrykning af kommunernes anlægsinvesteringer og det indgåede transportforlig. I 2011-12 falder investeringerne tilbage og nærmer sig niveauet for de offentlige investeringer før 2009. Det offentlige forbrug vokser mere end planlagt i Danmarks Konvergensprogram, hvilket afspejler tendensen til overskridelse af måltallet.

PROGNOSE FOR DANSK ØKONOMI 2010-12

Produktion og beskæftigelse

Produktionen voksede i 3. og 4. kvartal med samlet 0,5 pct. efter den kraftige tilbagegang i 2008 og 1. halvår 2009. For 2009 under ét faldt BNP med 5,1 pct. I prognoseperioden ventes væksten gradvist at tiltage til lidt over trendvækst i 2011 og 2012. Den beherskede fremgang indebærer, at produktionen først ved udgangen af 2012 når tilbage på niveauet inden krisen. Det betydelige negative produktionsgab, som opstod i 2008 og 2009, indsnævres derved i prognosen, men forbliver negativt selv i 2012. Der vil være ledige produktionsressurser et stykke tid endnu.

Beskæftigelsen er fortsat faldende, selv om produktionen er steget. For 2009 under ét skønnes det, at beskæftigelsen er reduceret med ca. 100.000 personer, og omkring halvdelen af den kraftige udvidelse af beskæftigelsen under det seneste opsving er gået tabt. Beskæftigelses-

ARBEJDSMARKEDET				Tabel 5
1.000 personer, årsgennemsnit	2009	2010	2011	2012
Beskæftigede i alt	2.808	2.734	2.709	2.713
Heraf i den private sektor	1.981	1.904	1.876	1.878
Ledige	98	152	168	154
Arbejdsstyrke	2.907	2.886	2.877	2.867

faldet overgik stigningen i ledigheden på 47.000, så arbejdsstyrken blev reduceret med omkring 50.000 personer. I prognosen ventes beskæftigelsen at falde frem til 2. halvår 2011, mens arbejdsstyrken falder svagt fra sit nuværende niveau, jf. tabel 5.

Den sæsonkorrigerede ledighed var i januar 2010 4,2 pct. af arbejdsstyrken svarende til 118.000 personer. Det er en kraftig stigning siden sommeren 2008, hvor ledigheden bundede på et niveau omkring 45.000 personer svarende til 1,6 pct. af arbejdsstyrken. I prognosen øges ledigheden med aftagende hastighed frem mod begyndelsen af 2011 til et niveau omkring 170.000 personer. Vendingen i ledigheden ventes først i sommeren 2011.

Produktiviteten skønnes i 2. halvår 2009 at være vokset efter en særdeles svag udvikling siden 2006. Det er ikke ualmindeligt, at produktiviteten svækkes omkring et konjunkturomslag, men det er usædvanligt, at faldet er så markant og forløber over tre år. I prognosen stiger produktiviteten kraftigt i 2010 som en reaktion på det store fald i perioden forud, jf. tabel 6. Den massive ledige kapacitet i økonomien understøtter produktivitetsudviklingen, da det i de nærmeste år vil være muligt at udvide produktionen uden tilsvarende at øge beskæftigelsen.

Lønninger og priser

Lønstigningstakten på det private arbejdsmarked er aftaget gennem 2009. I fremskrivningen fortsætter de moderate lønstigninger i takt med, at ledigheden fortsat øges. For 2010 som helhed forventes time-lønnen i industrien at stige med 2,3 pct., jf. tabel 6, mens stigningstakterne er lidt højere i 2011 og 2012.

LØNNINGER MV. I BYERHVERV				Tabel 6
Pct., år-år	2009	2010	2011	2012
Timeløn	2,9	2,3	2,5	2,7
Lønomkostninger pr. time	2,8	2,0	2,4	2,7
Timeproduktivitet	-1,6	6,3	3,9	2,3
Lønkvote, pct. af BVT	72,9	71,3	69,6	68,7

Trods den vigende lønudvikling ligger lønstigningstakten i Danmark stadig i overkanten i forhold til vore samhandels partnere, hvor lønstigningerne også er aftaget som følge af den globale afmatning. Denne udvikling fortsætter i fremskrivningen.

Lønomkostningerne pr. time udvikler sig fremadrettet på linje med lønnen i fravær af større ændringer i virksomhedernes øvrige arbejdsomkostninger. De ventede produktivitetstigninger fører til faldende lønomkostninger pr. produceret enhed efter betydelige stigninger i den forudgående periode. Denne udvikling giver sig udslag i, at lønkvoten falder. En lønkvote på knap 70 pct., som er forventningen for 2012, er dog stadig relativt høj set i et længere perspektiv.

I februar 2010 var forbrugerprisinflationen 1,8 pct. målt ved årsstigningstakten i HICP-indekset. Den betydelige stigning i inflationen siden årsskiftet skyldes i høj grad afgiftsforhøjelser, som er en del af Forårspakke 2.0, men også de stigende energipriser, som afspejler udviklingen i råvarepriserne. Afgiftsforhøjelserne og energipriserne ventes at holde inflationen oppe gennem 2010, hvor forbrugerpriserne stiger med 2,0 pct. i forhold til året før, jf. tabel 7. Herefter aftager inflationen, primært som følge af, at der i 2011 kun forventes beskedne afgiftsstigninger.

Den indenlandske markedsbestemte inflation, IMI, var høj i 2009, hvilket i stor udstrækning skyldes, at virksomhederne først med en vis forsinkelse har ladet de faldende importpriser slå igennem på forbrugerpriserne. Efterhånden som importpriserne har stabiliseret sig, er IMI faldet tilbage. Den høje IMI afspejler også, at enhedslønomkostningerne er steget betydeligt som følge af den svage produktivitetsudvikling. Fremadrettet forventes et fortsat fald i IMI som følge af den svage lønudvikling og den afdæmpede efterspørgsel, der har resulteret i ledig kapacitet. Det lave kapacitetspres medvirker også til at holde fødevarepriserne nede.

FORBRUGERPRISER

Tabel 7

Pct., år-år	Vægt ¹	2009	2010	2011	2012	2009/10					
						4.kvt.	1.kvt.	2.kvt.	feb.	mar.	apr.
HICP		1,1	2,0	1,5	1,5	0,9	1,8	2,1	1,7	1,8	2,2
Nettoprisindeks .. 100,0		2,1	1,8	1,5	1,4	2,1	1,7	2,0	1,7	1,7	2,2
Eksogene:											
Energi	7,1	-6,3	17,8	11,3	6,3	1,1	12,6	17,9	10,4	13,5	17,1
Fødevarer	13,1	0,6	-1,6	0,0	0,3	-1,7	-2,6	-1,6	-2,3	-2,4	-1,7
Adm. priser	4,2	4,8	2,6	1,7	2,4	4,9	3,5	2,9	4,7	1,8	3,2
Husleje	23,6	4,5	2,3	1,8	1,5	4,6	3,2	2,3	2,5	2,6	2,4
Ekskl. eksogene ..	52,0	2,4	0,4	0,2	0,7	1,7	0,9	0,6	0,9	0,6	0,9
Import	15,6	-3,5	-1,6	0,8	2,5	-5,1	-2,8	-2,0	-2,5	-2,2	-2,0
IMI	36,4	5,1	1,1	0,0	0,0	4,9	2,3	1,6	2,4	1,8	2,0

Anm.: Seneste faktiske tal er februar 2010.

¹ Vægt i nettoprisindekset, procent.

Den indenlandske efterspørgsel

Det private forbrug steg med omkring 0,5 pct. i både 3. og 4. kvartal 2009 efter betydelige fald i de fire forudgående kvartaler. Fremgangen i forbruget ventes at fortsætte i 2010 på baggrund af mærkbare stigninger i de disponible indkomster. Samtidig er husholdningernes formue stabiliseret og forbrugertilliden bedret. Udsigten til stigende ledighed begrænser dog forbrugsstigningen i 2010, og forbrugskvoten øges først i 2011 og 2012, jf. tabel 8.

Der er tegn på, at boligmarkedet er i langsom bedring, og prisen på parcel- og rækkehuse steg 0,4 pct. i 4. kvartal 2009. Omsætningen er øget, men fra et meget lavt niveau, og antallet af huse til salg er fortsat stort. På denne baggrund og med et lavt renteniveau ventes den beskedne fremgang på boligmarkedet at fortsætte de kommende år.

Boliginvesteringerne faldt markant i 2009. I de kommende kvartaler ventes de at aftage yderligere i lyset af det rigelige udbud af huse til salg, men senere øges boligbyggeriet gradvist i takt med de lidt højere reale kontantpriser i fremskrivningen.

Erhvervenes investeringer i maskiner, transportmidler og software faldt kraftigt i 2009, ligesom erhvervsbyggeriet gik stærkt tilbage. Med stor ledig kapacitet i virksomhederne og udsigt til en svag udvikling i produktionen ventes en yderligere nedgang i investeringerne i 1. halvår 2010. Herefter tiltager erhvervsinvesteringerne gradvist, dog ikke mere end at investeringskvoten forbliver på sit nuværende lave niveau. Den kraftige lagernedbrydning i 2009 ophører i fremskrivningen, efterhånden som efterspørgslen igen går frem.

Den samlede indenlandske efterspørgsel ekskl. lagre faldt med 0,1 pct. i 4. kvartal 2009. Stigende privat forbrug og øget offentlig efterspørgsel øger den indenlandske efterspørgsel i år, mens lavere private investeringer trækker i modsat retning. I 2011 og 2012 ventes også fremgang i de private investeringer, så efterspørgselsvæksten øges, uanset at de offentlige investeringer reduceres fra det høje niveau under tilbageslaget.

INDKOMST, FORMUE OG FORBRUG				Tabel 8
	2009	2010	2011	2012
Kontantpriser, pct. år-år	-14,1	0,6	1,8	1,8
Disp. realindkomst, privat sektor, pct. år-år ...	0,4	2,6	1,4	1,8
Forbrugskvote, pct. af den private				
sektors disponible indkomst	87,8	87,0	88,2	89,5
Fordringserhvervelse, privat sektor, mia.kr. ...	112,6	150,1	125,1	112,8

Udenrigshandel og betalingsbalance

Dansk eksport har stabiliseret sig i 2. halvår 2009 i takt med, at den globale økonomiske aktivitet og verdenshandlen langsomt er steget. Det betydelige fald i eksporten fra efteråret 2008 til midten af 2009 betyder dog, at den samlet set er faldet med 10,7 pct. fra 2008 til 2009. Vendingen i den globale økonomi er mest udtalt i vækst- og udviklingsøkonomierne, mens opsvinget er mere skrøbeligt i de fleste aftagerlande for dansk eksport. Det betyder, at eksporten i fremskrivningen først begynder at stige i løbet af 2010, efterhånden som væksten fundes bredere i verdensøkonomien, jf. tabel 9.

I 2009 er vareeksporten, herunder særligt industrieksporten, reduceret. Industrieksporten i mængder er faldet med mere end 20 pct. siden 2. kvartal 2008 på baggrund af den svagere efterspørgselsudvikling i udlandet og forværring af konkurrenceevnen. I prognosen begynder industrieksporten at stige igen, men der forventes fortsat tab af markedsandele. Olie- og gasproduktionen i Nordsøen er reduceret i de senere år, og eksporten af brændsel aftager i fremskrivningen.

I begyndelsen af 2009 faldt eksporten af tjenester markant i reale termer. Faldet skal ses i lyset af den betydelige nedgang i verdenshandlen siden efteråret 2008. Værdien af tjenesteeksporten aftog imidlertid endnu mere, hvilket især afspejler, at fragtraterne faldt kraftigt som følge af det bratte fald i verdenshandlen og overkapacitet i den globale handelsflåde. I prognosen ventes tjenesteeksporten at stige svagt i takt med fremgangen i verdenshandlen. Den beskedne stigning skal ses i lyset af, at der er udsigt til, at den globale handelsflåde vokser yderligere i de kommende år.

Importen i mængder faldt i efteråret 2008 som konsekvens af reduceret hjemligt kapacitetspres og svækkelse af eksporten, der har et højt importindhold. Faldet fortsatte i 2009, men hastigheden aftog mod slutningen af året. Samlet set faldt importen 13,2 pct. i det forgangne år.

Siden medio 2008 er importen aftaget mere end efterspørgslen, og importkvoten faldt dermed betydeligt igen i 2009. Ligesom eksporten

EKSPORT OG IMPORT				Tabel 9
Pct., år-år	2009	2010	2011	2012
Eksport, realt	-10,7	-1,5	2,9	3,0
Import, realt	-13,2	-2,4	5,1	4,0
Eksportpriser	-8,1	2,4	1,6	1,0
Importpriser	-7,9	3,6	1,3	1,0
Bytteforhold	-0,2	-1,1	0,2	0,1
Importkvote, varer ekskl. energi, standard-beregnet, 2000 = 100	104,4	101,5	106,3	109,1

BETALINGSBALANCEN				Tabel 10
Mia.kr.	2009	2010	2011	2012
Varehandel	27,1	27,4	12,0	4,4
Tjenestehandel	30,1	28,4	31,9	33,4
Renter, transfereringer mv.	9,1	-2,9	-4,6	-5,4
Løbende poster, i alt	66,3	52,8	39,3	32,3

ventes importen først at stige i løbet af 2010. Det afspejler forventningen om en stigning i eksporten, og at den indenlandske efterspørgsel tiltager langsomt. Importen skønnes at stige relativt mere end efterspørgslen, hvorfor importkvoten stiger i hele fremskrivningsperioden. Det skal bl.a. ses i lyset af, at det seneste års markante lagernedbringelser ikke forventes at fortsætte i prognosen.

Eksportprisen faldt ifølge nationalregnskabet lidt mere end prisen på import i 2009, hvorved bytteforholdet blev svagt forværret. I fremskrivningen forventes bytteforholdet svækket yderligere i 2010, hvorefter det stabiliseres i de efterfølgende år.

Det samlede overskud på betalingsbalancens løbende poster var godt 65 mia.kr. i 2009, hvilket er knap 30 mia.kr. mere end i 2008. Forbedringen afspejler, at nettooverskuddet på varehandel og formueindkomst er steget, mens nettoindtjeningen på tjenester, herunder søtransport, er faldet. I fremskrivningen reduceres overskuddet på de løbende poster i takt med, at den indenlandske konjunktur bliver bedre, og overskuddet på varehandel gradvist falder, jf. tabel 10. Samtidig falder nettoformueindkomsten tilbage fra det meget høje niveau i 2009.

Target2-Securities

Target2-Securities

De europæiske centralbanker har sammen med værdipapircentralerne i Europa og markedsdeltagerne arbejdet videre med Target2-Securities, T2S. Formålet med T2S er at etablere et fælleseuropæisk værdipapirafviklingssystem, hvor grænseoverskridende værdipapirhandel håndteres lige så effektivt som nationale handler¹.

Ifølge den oprindelige projektplan skulle systemudviklingen påbegyndes i 2010, og T2S skulle gå i produktion i 2013. I begyndelsen af 2010 har ECB meddelt, at projektet forsinkes, og at Styrelsesrådet vil revurdere tidsplanen. I denne proces vil samtlige milepæle blive gennemgået med henblik på at udmelde en realistisk tidsplan efter udgangen af februar 2010. Den nye tidsplan forventes at indebære en forsinkelse på ca. et år, således at T2S skønnes klar i 2014-15.

Den danske værdipapircentral, VP Securities, har tilkendegivet at ville deltage i T2S med såvel euro som kroner. Nationalbanken har ligeledes givet tilsagn om at ville stille kronelikviditet til rådighed for afviklingen i systemet. Senere i år skal VPs bestyrelse tage stilling til, om det tilsagn, der er afgivet til eurosystemet, skal afløses af en rammeaftale, der fastlægger vilkårene for VPs deltagelse.

De danske interesser i udviklingen af T2S varetages af VP og markedsdeltagerne samt af Nationalbanken. Varetagelsen sker ved deltagelse i de komiteer og arbejdsgrupper, der mødes i regi af ECB, herunder den såkaldte Advisory Group, der deltager i forberedelsen af Styrelsesrådets beslutningsgrundlag. En national brugergruppe har indflydelse på T2S ved bl.a. at bistå ovennævnte deltagere i forberedelsen af danske synspunkter og ved afgivelse af høringsvar til ECB.

På nationalt plan har VPs bestyrelse, hvori den danske finansielle sektor er bredt repræsenteret, hidtil virket som en slags styregruppe vedrørende tilslutningen til T2S. For at styrke ledelsen af arbejdet på nationalt plan er det besluttet at nedsætte en gruppe, der skal vurdere overordnede spørgsmål forud for behandlingen i VPs bestyrelse.

Beslutningen om at afvikle værdipapirhandler i T2S kan få en række konsekvenser for værdipapirafviklingen i Danmark, som skal analyseres nærmere i 2010. Med henblik herpå er der nedsat tre undergrupper til

¹ For nærmere information henvises til Nikolaj Hesselholt Munck, Udviklingen i europæisk værdipapirafvikling, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2009.

den nationale brugergruppe. To af undergrupperne skal udarbejde beslutningsoplæg til fastlæggelsen af den kontostruktur, som VP skal anvende for sine værdipapirkonti i T2S, og procedurer for, hvorledes de særlige karakteristika for danske realkreditobligationer skal håndteres. Nationalbanken har nedsat en undergruppe, der skal analysere likviditetsmæssige spørgsmål og udarbejde oplæg til, hvilke ændringer det vil være hensigtsmæssigt at gennemføre i det danske afviklingsdøgn.

Det er hensigten, at de analyser, der gennemføres i løbet af 2010, skal tilvejebringe de nødvendige specifikationer til ændring af de nationale systemer, således at omlægningen af it-systemer og procedurer mv. i forbindelse med tilslutningen af den danske infrastruktur til T2S kan påbegyndes i 2011.

Industrieksport og lønkonkurrenceevne

Kamilla Kristensen, Johanne Dinesen Riishøj og Jonas Sørensen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Danmark er en meget åben økonomi, hvor omtrent hvert fjerde job direkte eller indirekte er eksportafhængigt, og hvor eksporten af varer og tjenester udgør mere end halvdelen af det reale danske bruttonationalprodukt, BNP. Eksporten har med andre ord stor betydning for beskæftigelse, produktion og indkomstkabelse.

Industrieksporten tegner sig i dag for omkring tre fjerdedele af Danmarks vareeksport og for ca. halvdelen af den samlede eksport. Omtrent to tredjedele af Danmarks industriproduktion afsættes på eksportmarkedet, ligesom to ud af tre job i industrien er skabt som følge af eksport. Artiklen fokuserer på lønkonkurrenceevnens betydning for eksportfor månen i industrien. Udviklingen i industrieksporten påvirkes af andre forhold end lønkonkurrenceevnen, bl.a. af konjunktursituationen i udlandet, konjunktursituationen og kapacitetspresset herhjemme, sammensætningen af vores eksport på varegrupper og lande samt globaliseringen. Uddannelsesniveaue, infrastrukturen, de institutionelle forhold i Danmark og andre vanskeligt målbare rammevilkår spiller også en væsentlig rolle. Lønkonkurrenceevnen spiller imidlertid en større rolle for eksporten af industrivarer end for eksporten af eksempelvis landbrugsvarer, energi og søfragt, bl.a. fordi arbejdskraftintensiteten i industrien er betydeligt højere end i disse sektorer.

Industriens lønkonkurrenceevne i Danmark er svækket gradvis siden 1995. Det skyldes både højere lønstigninger og ringere produktivitetsvækst end i udlandet samt en stærkere kronekurs. I samme periode har dansk industrieksport tabt markedsandele. Det gælder, uanset om markedsandelene opgøres i værdier eller i mængder, om end tabet har været størst i mængder.

Globaliseringen og den øgede konkurrence fra vækstøkonomier har medvirket til, at dansk eksport, ligesom flere andre ilande, trendmæssigt har tabt markedsandele i mængder de seneste mange år. Dansk industrieksports tab har dog været forholdsvis stort sammenlignet med en række andre lande, der i økonomisk henseende minder om Danmark.

Der har siden 1995 været tendens til, at lande med den største forværring af lønkonkurrenceevnen har klaret sig dårligst på eksportmarkedet.

Udviklingen indikerer, at en forværring af lønkonkurrenceevnen hæmmer industrieksporten i mængder og således også den reale produktion og beskæftigelse herhjemme. Vedvarende højere løn- og prisstigninger i Danmark end i udlandet udelukker ikke nødvendigvis fremgang på eksportmarkedet, balance på handel med udlandet og høj beskæftigelse herhjemme, men det stiller særdeles store krav til innovation, produktivitsfremskridt og omstillingsparathed.

LØNKONKURRENCEEVNE

Lønkonkurrenceevne er udtryk for et lands konkurrenceevne baseret på lønomkostninger. I det følgende vurderes udviklingen i Danmarks lønkonkurrenceevne ud fra begreberne relativ løn og relative enhedslønomkostninger. Førstnævnte refererer til dansk løn i forhold til udenlandsk løn opgjort i samme valuta.¹ Sidstnævnte angiver lønomkostningerne forbundet med en enhed produktion i Danmark i forhold til i udlandet, ligeledes opgjort i samme valuta. Mens ændringer i relativ løn således kan henføres til løn- og valutakursudvikling, påvirkes enhedslønomkostningerne også af udviklingen i produktiviteten.² Hvis lønstigningerne i Danmark er højere end i udlandet, og kronekursen er uændret, svækkes lønkonkurrenceevnen målt ved den relative løn. Lønkonkurrenceevnen målt ved de relative enhedslønomkostninger vil svækkes yderligere, såfremt den danske produktivitet udvikler sig svagere end i udlandet.

Dansk lønkonkurrenceevne i industrien er løbende forværret siden 1995 og især siden 2000, jf. figur 1. Målt ved den relative løn er konkurrenceevnen forværret med omtrent 15 pct. i løbet af perioden. Samtidig er de relative enhedslønomkostninger steget ca. 35 pct.³ Svækkelsen skyldes altså både en stærkere lønudvikling og en svagere produktivitsudvikling end i udlandet, og at kronen målt ved den effektive kronekurs er styrket siden 1995. Samlet set er lønomkostningerne forbundet med produktionen steget betydeligt mere for de danske industri-virksomheder end for de udenlandske.

¹ Udland omfatter i denne artikel de 25 lande, der indgår i Nationalbankens reale effektive valutakurser. Lønudviklingen i de 25 lande er sammenvejet med vægte fra det effektive kronekursindeks.

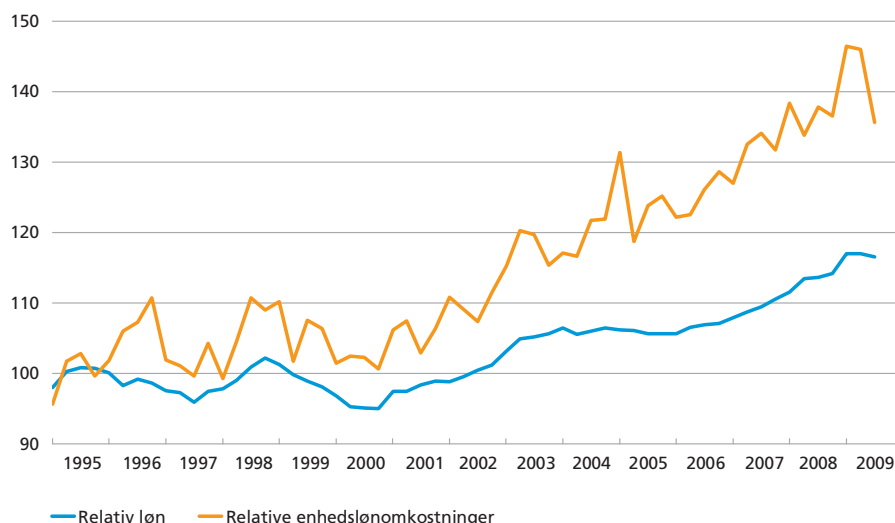
² Eksempelvis vil enhedslønomkostningerne være konstante, hvis lønstigningerne i samfundet præcist modsvarer af produktivitsstigninger.

³ Opgørelsen af relative enhedslønomkostninger er behæftet med en vis usikkerhed. Det afspejler både, at der ikke findes et entydigt korrekt mål for produktivitsudviklingen, og at opgørelserne af produktivitet er behæftet med visse måleproblemer.

LØNKONKURRENCEEVNE

Figur 1

Indeks, 1995 = 100



Anm.: Relativ timeløn for industriarbejdere og enhedslønsmkostninger for industrien. Dansk i forhold til udenlandsk løn omregnet til fælles valuta ved hjælp af den effektive kronekurs. Udland omfatter de 25 lande, der indgår i Nationalbankens reale effektive valutakurser.

Kilde: Danmarks Statistik, OECDs MEI-bank og Danmarks Nationalbank.

EKSPORTFORMÅEN

Dansk eksportformåen evalueres i det følgende ud fra to begreber: Relativ eksportudvikling og markedsandele. Ved relativ eksportudvikling sættes dansk eksport i forhold til eksporten fra et andet land eller en gruppe af andre lande, mens markedsandele angiver dansk eksport til udlandet i forhold til udlandets samlede import.¹ Danmark taber således markedsandele, når eksporten vokser langsommere end eksportmarkederne, dvs. importen i vores aftagerlande.

Globaliseringen og øget international arbejdsdeling har betydet, at vækstøkonomier som Indien og Kina er blevet betydelige aktører på vores eksportmarkeder. Det har i sig selv formindsket markedsandelene for de traditionelle ilande. Set i det lys er det relevant at sammenholde udviklingen i Danmarks markedsandele med udviklingen i lande, der i økonomiske henseender minder om os.

En yderligere nuance i opgørelsen af eksportformåen er, om eksporten måles i værdi eller i mængder. Mængdeopgørelsen er mest relevant for det reale BNP og beskæftigelsen, mens opgørelsen i værdi er mest relevant for købekraften og dermed velstanden i et samfund. Opgørelse af

¹ Dansk industrieksports markedsandel defineres i artiklen som dansk eksport i forhold til en vægtet sum af importen i vores aftagerlande i OECD. Som vægte er anvendt Danmarks markedsandel i det pågældende land i 2005.

industrieksport i værdi er mere sikker end i mængder. Det skyldes, at det er vanskeligt at opgøre prisen på industrieksport, den såkaldte deflator. Data for den samlede eksport af varer og tjenester i mængder kan findes i nationalregnskabet. For industrieksport i mængder er det vanskeligere at finde statistik, som er sammenlignelig på tværs af lande.¹

UDVIKLINGEN I EKSPORTFORMÅEN OG KONKURRENCEEVNE SIDEN 1995

Dansk industrieksport i mængder har udviklet sig svagere end industrieksporten i en række sammenlignelige lande, jf. figur 2. Eksempelvis er tysk og hollandsk industrieksport steget markant hurtigere end den danske. Dog har industrieksporten i Norge og Storbritannien klaret sig dårligere end den danske og betydeligt dårligere end eksporten i de øvrige lande.

Danske industrivirksomheder har siden 1995 tabt eksportmarkedsandele målt både i værdi og i mængde, jf. figur 3. Eksportmarkedsandelen i mængder er svækket med mere end 25 pct., mens markedsandelen målt i værdi er faldet med knap 13 pct. I samme periode er Danmarks lønkonkurrenceevne svækket.

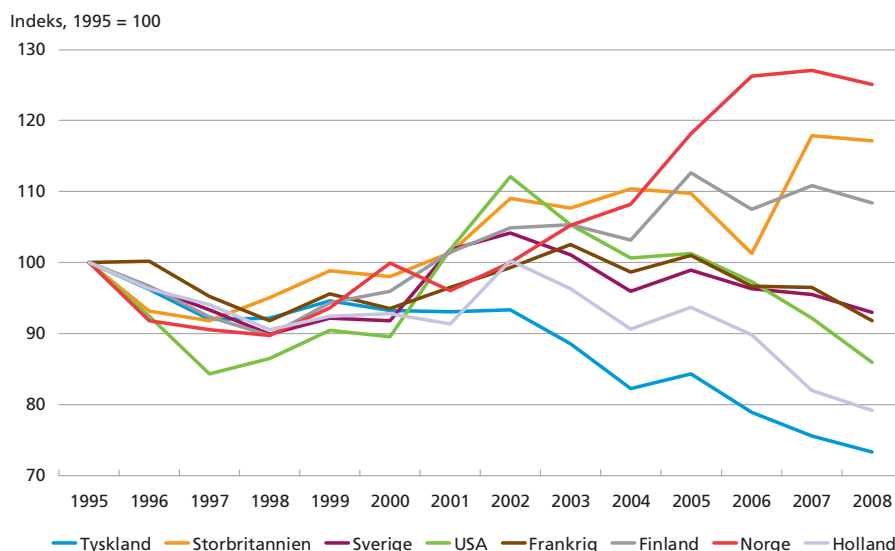
Når Danmarks markedsandel i værdi ikke er faldet nær så meget som vores markedsandel i mængder, betyder det, at prisen på danske industrivirksomheders eksportvarer er steget hurtigere end de gennemsnitlige priser på importen af industrivarer i vores aftagerlande. Denne tendens har dog primært fundet sted siden 2007.

Hvis man ser bort fra den negative trend i både lønkonkurrenceevne og eksportmarkedsandel i mængder, er korrelationen mellem markedsandel og lønkonkurrenceevne fortsat tydelig, jf. figur 4. Tabet af markedsandele har været særlig stort i perioden siden 2002, hvor de danske enhedslønomkostninger i industrien er steget mærkbart mere end i udlandet. Det kan indikere, at højere enhedslønomkostninger tvinger de danske virksomheder til at hæve prisen på deres produkter med mængdemæssigt tab af afsætning til følge.

¹ I artiklen anvendes data for industrieksport i mængder opgjort af OECD til og med 2002. Serien for Danmark forlænges med væksten i industrieksporten i henhold til Danmarks Nationalbanks Monadatabank, mens den for de øvrige lande forlænges med væksten i den samlede vareeksport i henhold til OECDs Monthly Statistics of International Trade eller Eurostat. Eksportmarkedet for industrivarer er siden 2002 fremskrevet med væksten i eksportmarkedet for varer og tjenester i alt.

DANSK INDUSTRIEKSPORT I MÆNGDER I FORHOLD TIL UDVALGTE LANDE

Figur 2

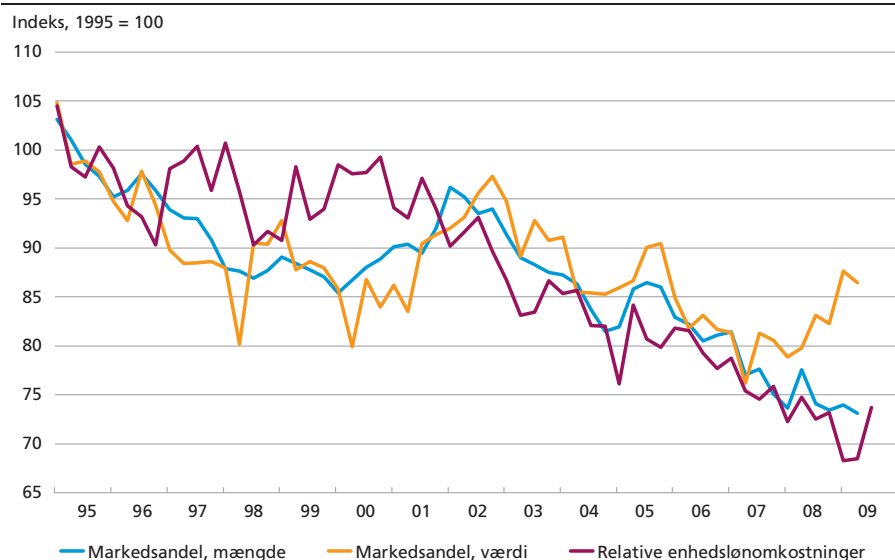


Anm.: Figuren viser dansk industrieksport i mængder i forhold til industrieksporten i de udvalgte lande. Efter 2002 er industrieksporten i mængder forlænget med væksten i den samlede vareeksport i mængder. For Danmark er industrieksporten i mængder forlænget med væksten i industrieksporten ifølge Mona-data.

Kilde: OECD, *Economic Outlook* nr. 73, OECD, Monthly Statistics of International Trade, Eurostat og Danmarks Nationalbanks Mona-databank.

DANSK LØNKONKURRENCEEVNE OG MARKEDSANDEL FOR INDUSTRIEKSPORT

Figur 3

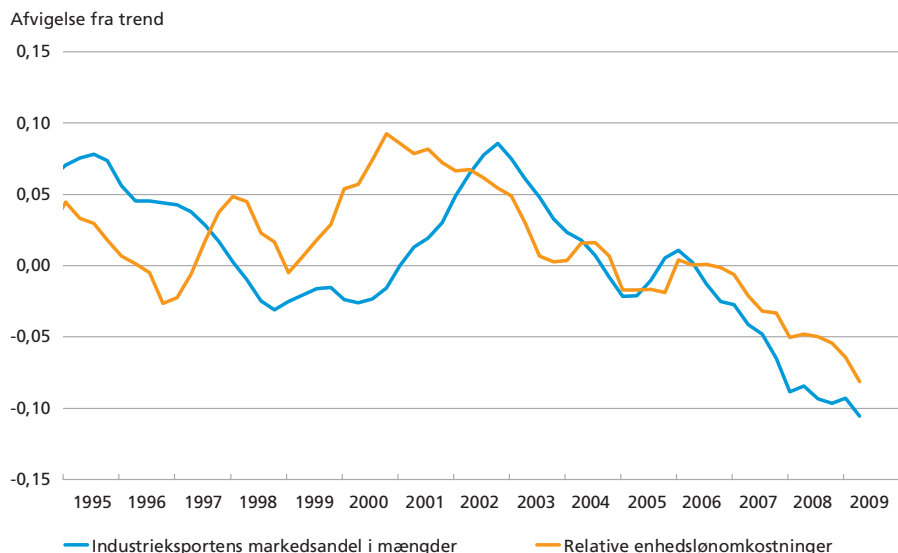


Anm.: De relative enhedslønmkostninger er her defineret som udenlandske enhedslønmkostninger i forhold til danske. En faldende kurve betyder således, at enhedslønmkostningerne er steget mere i Danmark end i vores aftagerlande, dvs. lønkonkurrenceevnen er svækket.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, nr. 73 og nr. 86, OECD, Monthly Statistics of International Trade, Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbanks Mona-databank og egne beregninger.

AFVIGELSER FRA TREND I DANSK INDUSTRIEKSPORTS MARKEDSANDEL OG RELATIVE ENHEDSLØNOMKOSTNINGER

Figur 4



Anm.: Industriens markedsandel i mængder og de relative enhedslønoms-kostninger vises her som 4 kvartalers glidende gennemsnit af afvigelserne fra lineære trends.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, nr. 73 og nr. 86, Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbanks Mona-databank og egne beregninger.

Udvikling i markedsandele og lønkonkurrenceevne på tværs af lande

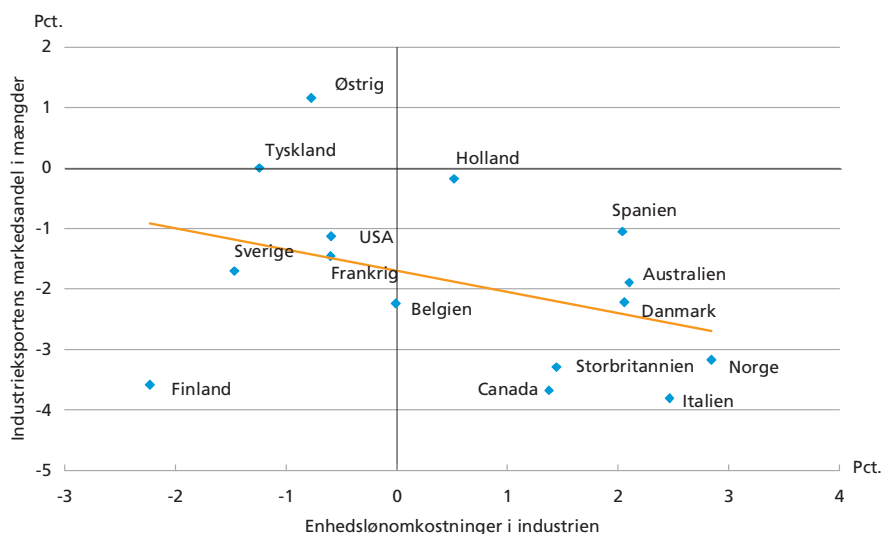
Danmarks tab af markedsandele i mængder siden 1995 har været forholdsvis stort sammenlignet med lande, der i økonomiske henseender ligner Danmark. De lande, der har lidt store tab af markedsandele, er typisk også de lande, som har haft de største forværringer af lønkonkurrenceevnen, jf. figur 5. Tyskland, Holland og Østrig har formået at opretholde deres andele af eksportmarkedet på trods af den øgede globalisering. Derimod har eksempelvis Norge og Storbritannien tabt markedsandele i takt med, at deres enhedslønoms-kostninger er steget betydeligt. Finland adskiller sig ved at have tabt markedsandele til trods for forbedret lønkonkurrenceevne. Det afspejler bl.a., at det finske eksportmarked er vokset særligt hurtigt siden 2001.

De internationale konjunkturer og markedsandele

På kort sigt er der en tendens til, at dansk eksportformåen bevæger sig modsat de internationale konjunkturer, jf. figur 6. Det vil sige, at dansk industrieksport ofte vinder markedsandele i internationale lavkonjunkturer, men taber markedsandele i højkonjunkturer. Det afspejler, at en stor del af dansk industrieksport udgøres af varer, som er mindre konjunkturfølsomme end varerne på vores eksportmarkeder generelt. Det drejer sig eksempelvis om medicinalvarer og energiteknologi. Sammen-

GENNEMSNITLIG ÅRLIG VÆKST 1995-2008

Figur 5

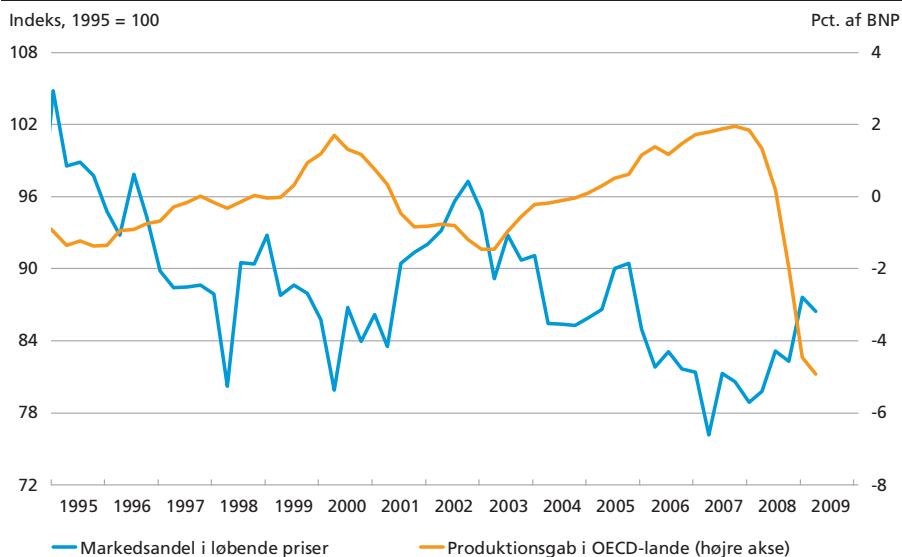


Anm.: Omfatter Danmark og 14 af vores største samhandelslande. Japan er dog udeladt, da deres strukturelle forhold, herunder ændring af produktionsprocesser og udflytning af dele af produktionen til andre asiatiske lande, betyder, at markedsandelen ikke er en særlig retvisende indikator for den japanske eksportformåen i perioden, jf. ECB, Competitiveness and the export performance of the euro area, *Occasional Paper*, nr. 30, 2005.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, nr. 73 og 86, OECD, Monthly Statistics of International Trade, Eurostat, Danmarks Nationalbanks Mona-databank og egne beregninger.

INDUSTRIEKSSPORTENS MARKEDSANDEL OG INTERNATIONALE KONJUNKTURER

Figur 6



Kilde: OECD, *Economic Outlook*, nr. 86, OECD, Monthly Statistics of International Trade, Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbanks Mona-databank og egne beregninger.

sætningen af den danske industrieksport betyder, at den ikke kan forventes at vokse i samme takt som verdenshandlen under et forestående internationalt opsving.

MAKROØKONOMISKE UDFORDRINGER

Udviklingen i lønkonkurrenceevne og eksportformåen indikerer, at en forværring af lønkonkurrenceevnen hæmmer eksporten i mængder og således også den reale produktion og beskæftigelsen. Tabet af markedsandele i værdi har været lidt mindre udtalt end i mængder. Fortsat svækkelse af lønkonkurrenceevnen indebærer en række makroøkonomiske udfordringer.

Dansk industrieksport er kendetegnet ved at være forholdsvis lidt konjunkturfølsom. Når de internationale konjunkturer vender tilbage til normale forhold, kan vi derfor ikke forvente samme stigning i industrieksporten som i sammenlignelige lande.

Industrieksportens tab af markedsandele er siden 1995 kun i ringe omfang blevet kompenseret af, at de danske industrivirksomheder har opnået højere prisstigninger på deres eksportvarer end de gennemsnitlige prisstigninger på importvarer i vores aftagerlande. Endvidere kan fokus på prisbevidsthed og konsolidering i mange lande være øget efter den seneste internationale krise. Dermed er der ingen umiddelbare indikationer af, at fremtidige forbedringer af bytteforholdet kan kompensere industrien for en fortsat forværring af lønkonkurrenceevnen.

Vedvarende stigninger i relative enhedslønomkostninger øger sandsynligheden for udflytning af produktion og beskæftigelse til udlandet. Ligesom i resten af økonomien er det centralt, at lønstigninger over tid modsvares af produktivitetstigninger, således at enhedslønomkostningerne ikke vedvarende stiger i forhold til udlandet.

Øget globalisering indebærer i sig selv, at eksportorienterede virksomheder udsættes for øget konkurrence. Svækkelse af lønkonkurrenceevnen forstærker konkurrencen fra lavindkomstlande yderligere. Fortsatte højere løn- og prisstigninger i Danmark udelukker ikke fremgang på eksportmarkedet, balance på varehandel med udlandet og høj beskæftigelse, men det stiller i givet fald særdeles store krav til innovation, produktivitsfremskridt og omstillingsparathed i det danske samfund.

Stigningen i prisen på guld i de seneste år

Thomas Krabbe Jensen og Christian Stampe Sørensen, Kapitalmarkedsafdelingen

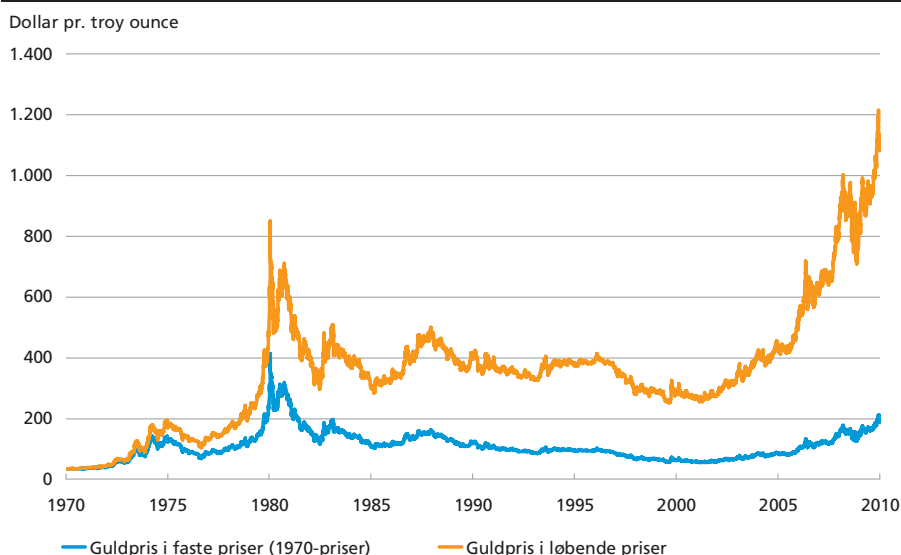
INTRODUKTION

Under den finansielle krise i 2007-09 steg guld betydeligt i værdi, mens prisen på andre finansielle aktiver faldt. I perioder med uro er det før set, at prisen på guld går i vejret. Oliekriserne er eksempler herpå, jf. figur 1. Det hænger sammen med gulds historiske rolle som værdiopbevaringsmiddel og fundament for det internationale monetære system. I store dele af verden kunne pengesedler ind i 1900-tallet veksles til guld i centralbankerne i et fast forhold.

I 2009 fortsatte guldprisen op på trods af begyndende normalisering af de finansielle markeder. Prisen er mere end fordoblet på fem år. Der kan gives en række forklaringer på stigningen, herunder frygt for, at den usædvanligt lempelige pengepolitik og de store offentlige underskud i kølvandet på krisen fører til høj inflation.

GULDPRISEN I FASTE OG LØBENDE PRISER

Figur 1



Anm.: Guldprisen i faste priser er beregnet ved anvendelse af indekset for forbrugerpris-inflation i USA. Indekset er månedligt. Mellem månedsobservationerne anvendes lineær interpolation.

Kilde: Reuters EcoWin.

Den langvarige og markante stigning i guldprisen har fået nogle markedsdeltagere til at konkludere, at guld er overvurderet. I praksis er det svært at identificere afvigelser fra aktivers fundamentale værdi. Det gælder ikke mindst guld, der er et atypisk aktiv. Det giver normalt kun afkast i form af stigende priser og efterspørges primært til smykker og i mindre grad til investeringsformål. Derudover er den årlige produktion lille i forhold til den samlede beholdning, hvilket skyldes, at guld ikke forbruges på samme måde som andre råstoffer. I de seneste år er der sket et strukturelt skifte på guldmarkedet, og guld efterspørges i stigende grad for dets egenskaber som finansielt aktiv.

I artiklen analyseres guldmarkedet og de udbuds- og efterspørgselsfaktorer, der påvirker guldprisen. Konklusionen er, at hovedparten af faktorerne har understøttet en høj guldpris de seneste år.

GULDMARKEDET

Traditionelt er guld blevet handlet *over-the-counter*, OTC, dvs. direkte mellem køber og sælger. OTC-markederne er domineret af industrielle producenter og store institutionelle investorer, da handelskonventionerne ofte indebærer høje minimumsgrænser for de handlede mængder. På det globale handelscentrum i London er den vejledende minimumsgrænse 1.000 troy ounces.¹ Nettohandelsomfanget på OTC-markedet i London har været næsten uændret siden 2001 med i gennemsnit 20 millioner troy ounces (622 tons) pr. dag.

Som det er tilfældet for andre metaller, er der desuden veludviklede markeder for derivatkontrakter på guld. En derivatkontrakt er basalt set et værdipapir, hvis værdi afhænger af prisen på et andet aktiv. Derivater kan anvendes til at afdække risiko for guldproducenter og industrielle aftagere – og finansielle investorer kan opnå eksponering over for guld.

Tidligere afdækkede guldproducenter sig imod fald i guldprisen ved at låne guld, som de solgte i markedet med det samme. I takt med at producenterne udvandt guld fra undergrunden, kunne de betale guldlåne tilbage. Producenterne havde dermed sikret sig en fast pris på guldet i undergrunden. Omfanget af denne form for afdækning er faldet i de seneste år, idet guldproducenter i stigende grad ønsker eksponering over for guldprisen, jf. boks 1.

¹ Guld måles i troy ounces. En troy ounce er lig 31,10 gram og adskiller sig derfor fra en almindelig ounce, der er lig 28,35 gram.

GULDUDLÅN OG GULDRENTE

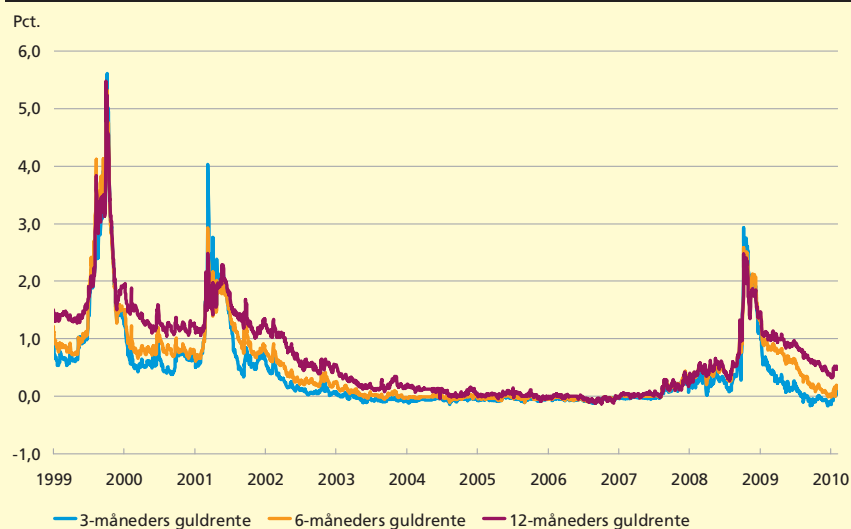
Boks 1

Der har siden midten af 1980'erne eksisteret et lånemarked for guld, hvor der betales en rente for at låne guld. Guldrenten er primært bestemt af udbud og efterspørgsel efter guld til udlån. Udbuddet stammer bl.a. fra centralbanker, som derved kan opnå en forrentning af deres guldreserver. Efterspørgslen er domineret af guldproducenter, der låner guld som led i at afdække sig mod et fremtidigt fald i guldprisen.¹ I takt med at producenter afdækker sig mindre, er efterspørgslen efter at låne guld reduceret, og renterne er faldet, jf. figur 2.

Guldrenterne steg kortvarigt i oktober 1999 efter indgåelsen af Central Bank Gold Agreement, hvor 15 europæiske centralbanker bl.a. forpligtede sig til ikke at udvide omfanget af guldudlån.² Den kortvarige stigning i marts 2001 i de korte guldrenter skyldtes en ændring i udlånsaktiviteten, hvor løbetiden generelt blev øget, mens efterspørgslen efter at låne kort steg. Det pressede de korte renter op. Stigningen i renten i september og oktober 2008 er sammenfaldende med Lehman Brothers' konkurs og den efterfølgende krise på de finansielle markeder.

UDVALGTE GULDRENTER

Figur 2



Kilde: Reuters EcoWin.

¹ Spall (2009).

² Aftalen omfattede Den Europæiske Centralbank, ECB, og centralbankerne i Belgien, Cypern, Finland, Frankrig, Grækenland, Holland, Irland, Italien, Luxembourg, Malta, Portugal, Schweiz, Slovakiet, Slovenien, Spanien, Sverige, Tyskland og Østrig. Aftalen er også kendt som Washington Agreement on Gold, WAG. Se ECB (1999).

Siden 2003 har det været muligt at investere i guld via såkaldte Exchange Traded Funds, ETF. En guldbaseret ETF kan grundlæggende betegnes som en investeringsforening, hvis aktiver består af guld. Værdien af en andel af en ETF følger derfor guldprisen.

Efterspørgslen efter guld

Guld efterspørges til smykker, industrielt brug eller som et finansielt aktiv.

Mere end halvdelen af den samlede efterspørgsel kommer fra smykkeproducenter, jf. figur 3. Dele af denne efterspørgsel skyldes dog, at smykker også anvendes til opsparring. Det er almindeligt i Asien og Mellemøsten.

Efterspørgslen fra smykkeindustrien har de seneste år været aftagende. Det afspejler, at efterspørgslen efter smykker er forholdsvis priselastisk og således aftager, når prisen stiger.

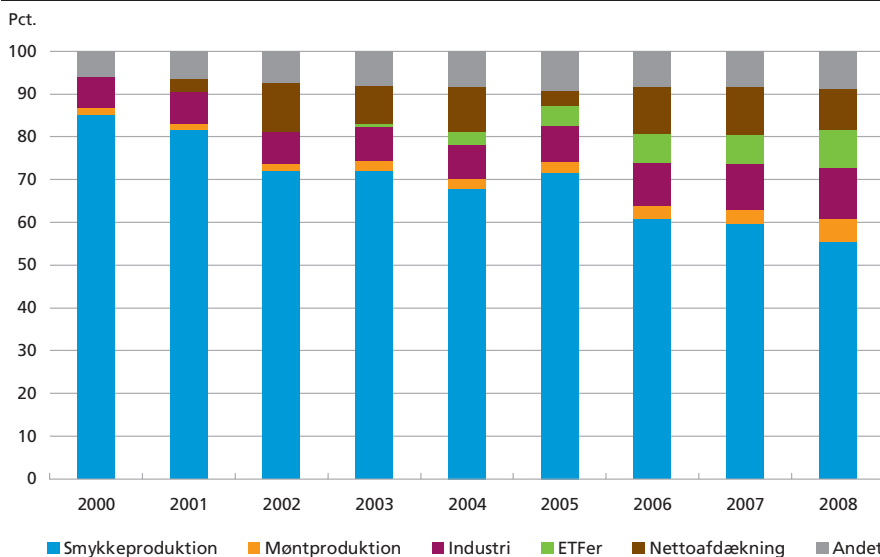
Ud over det registrerede salg handles guld også mellem private husholdninger. Disse tal er svære at opgøre og indgår hverken i udbuds- eller efterspørgselstallene.

Til industrielt brug anvendes guld hovedsageligt af elektronikindustrien. Denne del af efterspørgslen har de seneste år været stabil. Den resterende del kan stort set henføres til finansielle instrumenter knyttet til guld.

Siden introduktionen i 2003 har investorer i stigende grad efterspurgt guld gennem ETF'er, jf. figur 4. Introduktionen gjorde det lettere at investere i guld og har været med til at åbne guldmarkedet for nye investorklasser, herunder private og mindre, institutionelle investorer.

EFTERSPØRGSEL EFTER GULD

Figur 3

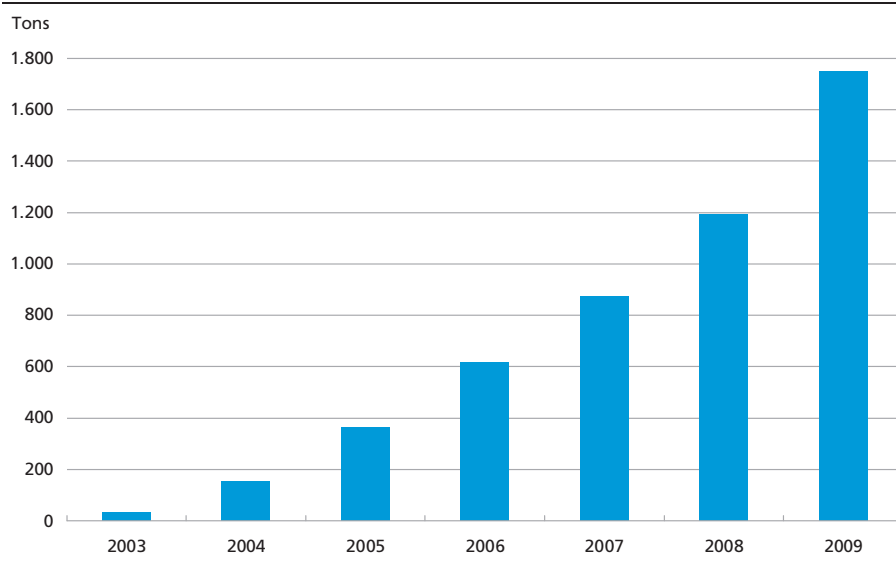


Anm.: Størrelserne i figuren er anslåede værdier og behæftet med usikkerhed.

Kilde: Virtual Metals Group.

BEHOLDNING AF GULD I EXCHANGE TRADED FUNDS

Figur 4



Anm.: Beholdningerne er opgjort ultimo året. 2009 er opgjort ultimo oktober 2009.

Kilde: Virtual Metals Group.

Omfanget af derivatkontrakter på guld er ligeledes steget i de seneste år. Eksempelvis er antallet af 100 troy ounce-kontrakter på råvarebørsen Comex i New York øget fra knap 200.000 til godt 700.000 siden 2001. Denne stigning er betydelig større end for andre ædelmetaller. Stigningen er en indikation af øget interesse for at opnå eksponering over for guldprisen. I samme periode har nettopositionen blandt markedsaktører med investeringsformål bevæget sig fra at være neutral til at være lang, jf. figur 5. Flertallet af de finansielle investorer har således indgået kontrakterne for at opnå en positiv eksponering.

Samlet set er efterspørgslen til traditionelle formål i de seneste år faldet, mens efterspørgslen efter guld som finansielt aktiv er steget. Investeringsefterspørgslen er således central for de seneste års udvikling i guldprisen.

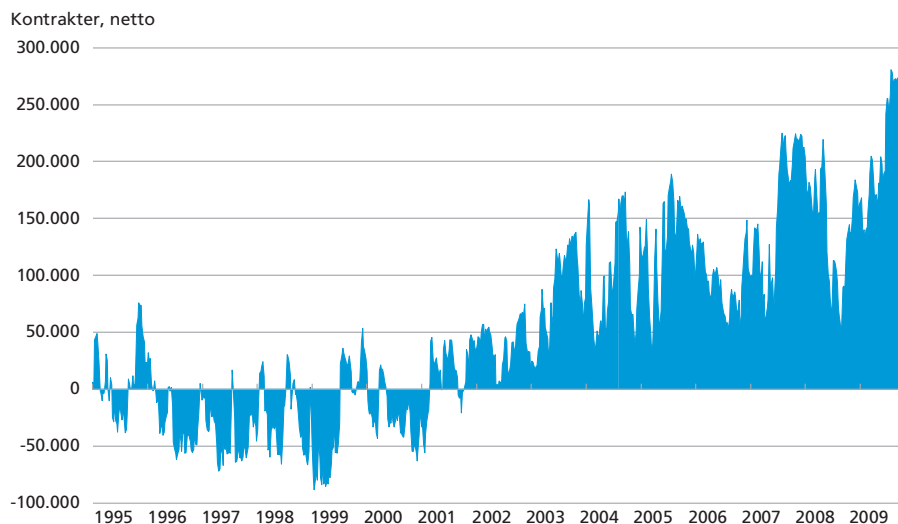
Udbuddet af guld

Hovedparten af guldudbuddet stammer fra udvinding af nyt guld via minedrift, jf. figur 6. Den næststørste andel stammer fra genanvendelse af hovedsageligt smykker og elektroniske komponenter. Endelig har en række centralbanker i de senere år reduceret deres guldbeholdninger.

Udbuddet fra mineproduktion er trægt og reagerer kun begrænset på ændringer i efterspørgslen efter guld. Årsagen er, at mineproduktion kræver betydelige investeringer, og at start af ny produktion tager tid.

FINANSIELLE INVESTORERS NETTOPOSITION I DERIVATKONTRAKTER BASERET PÅ GULD

Figur 5

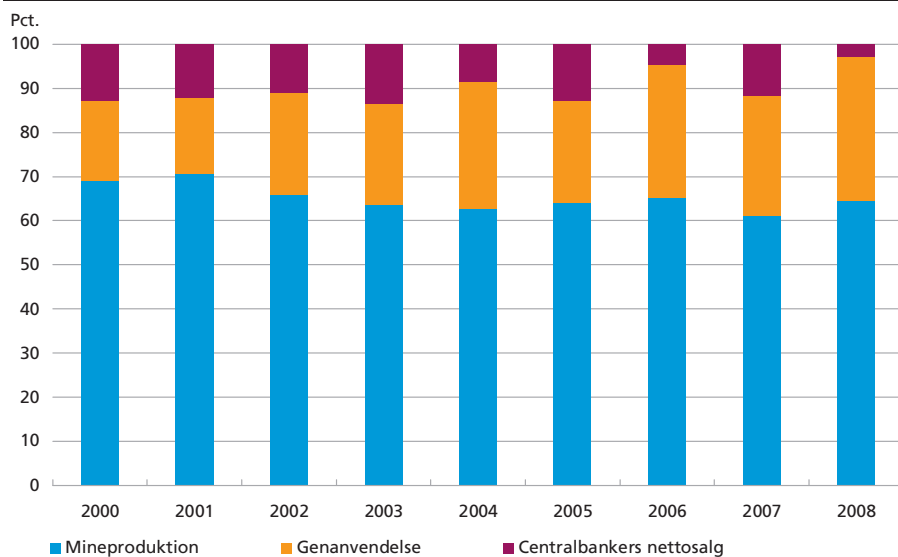


Anm.: Figuren viser nettopositionen i 100 troy ounce-kontrakter på guld blandt ikke-kommercielle investorer på råvarebørsen Comex i New York. Ikke-kommercielle investorer er defineret som investorer, der ikke investerer i derivatkontrakterne som led i afdækning af guld, og som derfor må antages at anvende kontrakterne til investeringsformål.

Kilde: U.S. Commodity Futures Trading Commission.

UDBUD AF GULD

Figur 6



Anm.: Størrelserne i figuren er anslåede værdier og er således behæftet med usikkerhed.

Kilde: Virtual Metals Group.

Det ses ved, at den samlede mineproduktion har været forholdsvis konstant de seneste år, jf. boks 2.

Omfanget af genanvendelse har derimod været stigende i takt med, at guldprisen er steget. Det skyldes, at den højere pris har øget incitamentet til at sælge smykker og genanvende guld fra udtjente produkter.

Centralbanker har de seneste år kun bidraget beskedent til udbuddet af guld. På trods heraf kan de potentielt have større betydning for guldprisen end udsving i produktion og genanvendelse.

UDVINDING AF GULD

Boks 2

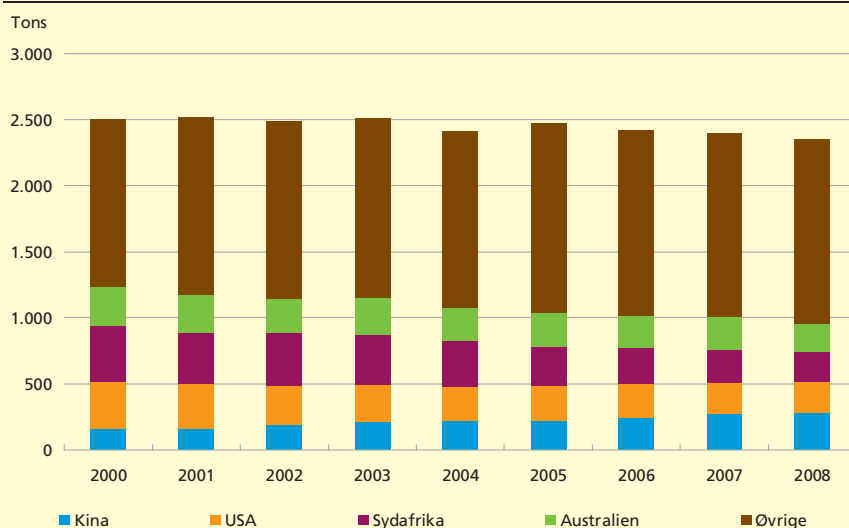
Guld er et sjældent og ofte svært tilgængeligt grundstof, der hovedsageligt udvindes via minedrift. Processen kræver massive investeringer og er forbundet med udgravning og bearbejdning af anseelige mængder materiale. For hvert ton materiale, der udgraves, er det typisk kun muligt at udvinde mellem 1 og 10 gram guld. Udvinningen er derfor særdeles omkostningsfuld. I 2007 var udvindingsomkostningen i gennemsnit knap 500 dollar pr. troy ounce.¹

På verdensplan er der udvundet omkring 165.000 tons gennem tiderne. To tredjedele er produceret siden 1950, og en tredjedel er alene produceret i Sydafrika. Frem til 2006 var Sydafrika, USA og Australien de største guldproducerende nationer. Produktionen i disse lande har imidlertid været faldende, og i 2007 blev Kina verdens største guldproducerende nation, jf. figur 7.

Det anslås, at der findes omkring 47.000 tons guld i undergrunden, som det på nuværende tidspunkt kan svare sig at udvinde.²

MINEPRODUKTION AF GULD

Figur 7



Anm.: Størrelserne i figuren er anslåede værdier og er således behæftet med usikkerhed.

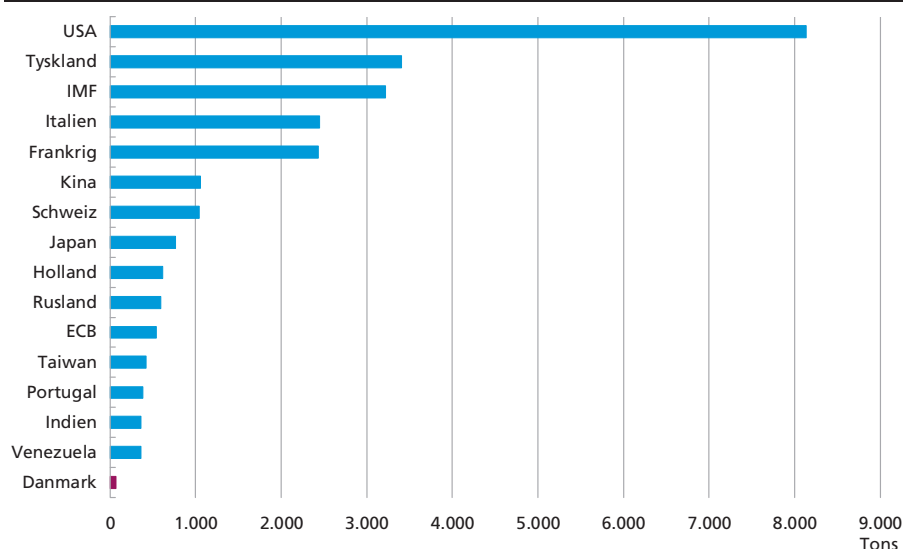
Kilde: Virtual Metals Group.

¹ Spall (2009).

² U.S. Geological Survey.

UDVALGTE CENTRALBANKERS GULDBEHOLDNING INKL. DEN INTERNATIONALE VALUTAFOND, IMF

Figur 8



Anm.: Guldbeholdningerne er opgjort pr. ultimo september 2009.

Kilde: IMF og World Gold Council.

CENTRALBANKERNES BETYDNING

Centralbankernes adfærd på guldmarkedet har i perioder afgørende betydning for guldprisen. Det hænger sammen med, at de traditionelt har ejet store mængder guld og således har kunnet påvirke udbuddet og efterspørgslen betydeligt. I dag ejer verdens centralbanker ca. 30.000 tons guld svarende til knap 20 pct. af den samlede mængde. En stor del af guldreserverne er koncentreret i få centralbanker, jf. figur 8. Nationalbankens guldbeholdning er i den sammenhæng beskeden, jf. boks 3.

Siden 1975 har centralbankernes samlede guldbeholdning været faldende, primært på grund af guldets reducerede betydning i det monetære system.¹ Salget bidrog op gennem 1990'erne til at holde guldprisen nede. Som en konsekvens heraf indgik 15 centralbanker i 1999 aftalen *Central Bank Gold Agreement*. I aftalen forpligtede de sig til samlet ikke at sælge mere end 2.000 tons guld i løbet af de følgende 5 år. Aftalen udgjorde næppe en reel begrænsning, idet loftet på 2.000 tons var mere end det dobbelte af, hvad de 15 centralbanker tilsammen havde solgt over de foregående 10 år. Aftalen havde snarere til formål at påvirke forventningsdannelsen og fjerne frykten i markedet for, at centralbankerne ville reducere deres beholdninger markant og dermed presse prisen yderligere ned. Aftalen blev fornyet i 2004 og i 2009.

¹ For en beskrivelse henvises til Bie og Pedersen (1999).

NATIONALBANKENS GULDBEHOLDNING

Boks 3

I henhold til nationalbankloven skal Nationalbanken eje en guldbeholdning på 25 pct. af seddelomløbet. Ved lovens vedtagelse i 1936 forventede man at genindføre guldfoden i Danmark, og beholdningen skulle tjene som fundering for seddelomløbet. Loven giver mulighed for at dispensere fra kravet om gulddækning, hvilket har været gjort siden 1939. I dag indgår guldbeholdningen som en del af valutareserven, men udgør kun en begrænset del. Størstedelen af guldet opbevares i Bank of England. Nationalbankens guldbeholdning er på knap 67 tons, hvilket placerer den på en 39. plads på en liste over de største offentlige guldbeholdninger.

Centralbankernes adfærd har stadig stor betydning for guldprisen. Dette blev eksempelvis tydeligt i forbindelse med, at den indiske centralbank i november 2009 købte 200 tons guld af IMF.¹ Købet skabte forventning om, at andre centralbanker i vækstøkonomierne fremover vil investere yderligere i guld som led i diversifikation af deres valutareserver. Dette medførte et opadrettet pres på guldprisen.

GULD SOM FINANSIELT AKTIV

Den øgede interesse i at opnå eksponering over for udviklingen i guldprisen via ETFer og derivatmarkedet afspejler, at guld i stigende grad efterspørges for dets egenskaber som finansielt aktiv. Efterspørgslen er relateret til gulds særlige karakteristika i forhold til andre aktivklasser i en finansiell portefølje. Ofte anføres guld som mulig afdækning over for eksempelvis høj inflation og større økonomiske kriser eller som instrument til diversifikation.

Inflationsfrygt

Historisk har guld haft en rolle som værdiopbevaringsmiddel, og det har over lange perioder fastholdt sin købekraft. Det har imidlertid stor betydning, hvilke start- og sluttidspunkter der anvendes, jf. figur 9. Guld var i perioder fundament for det internationale monetære system og handlede i mange år til en fast defineret pris på 35 dollar pr. troy ounce. Til denne pris var USA forpligtet til at købe og sælge guld for at fastholde et konstant forhold mellem dollarkursen og guldprisen. Systemet indebar, at gulds reale pris i dollar faldt i takt med inflationen.

Gulds rolle som fundament for det finansielle system faldt væk i forbindelse med sammenbruddet af Bretton Woods-systemet i 1971.² Efter-

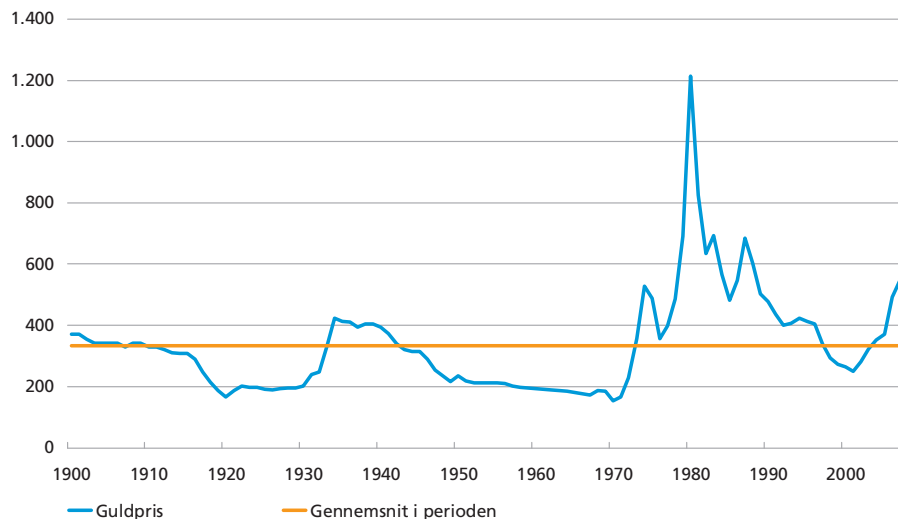
¹ Salget er sket inden for rammerne af IMF's beslutning om at sælge 403,3 tons og er et led i IMF's indtægtsreform fra 2008. For en beskrivelse af IMF's indtægtsreform henvises til Bohn-Jespersen (2008).

² Under Bretton Woods-systemet var der i USA forbud mod privat ejerskab og handel med guld. Dette blev ophævet i 1974.

UDVIKLINGEN I REAL GULDPRIS

Figur 9

Dollar pr. troy ounce



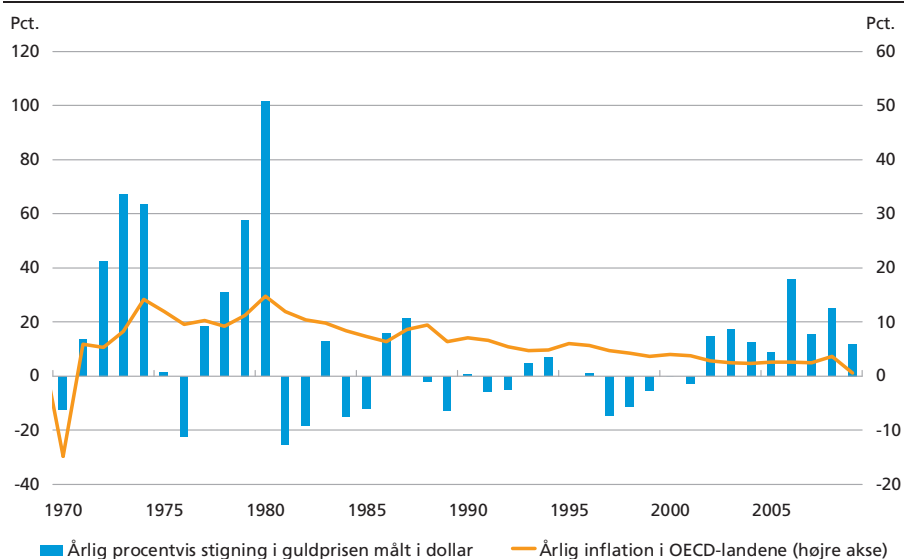
Anm.: 1998 er basisår.

Kilde: U.S. Geological Survey.

følgende steg guldprisen kraftigt, særligt i slutningen af 1970'erne, hvor den generelle inflation gik i vejret i det meste af verden, jf. figur 10. Den markante stigning i guldprisen i 1980 afspejlede antageligt øget inflationsfrygt i kølvandet på den anden oliekrise og det generelt høje infla-

ÅRLIG ÆNDRING I GULDPRISEN OG INFLATIONEN I OECD-LANDENE

Figur 10



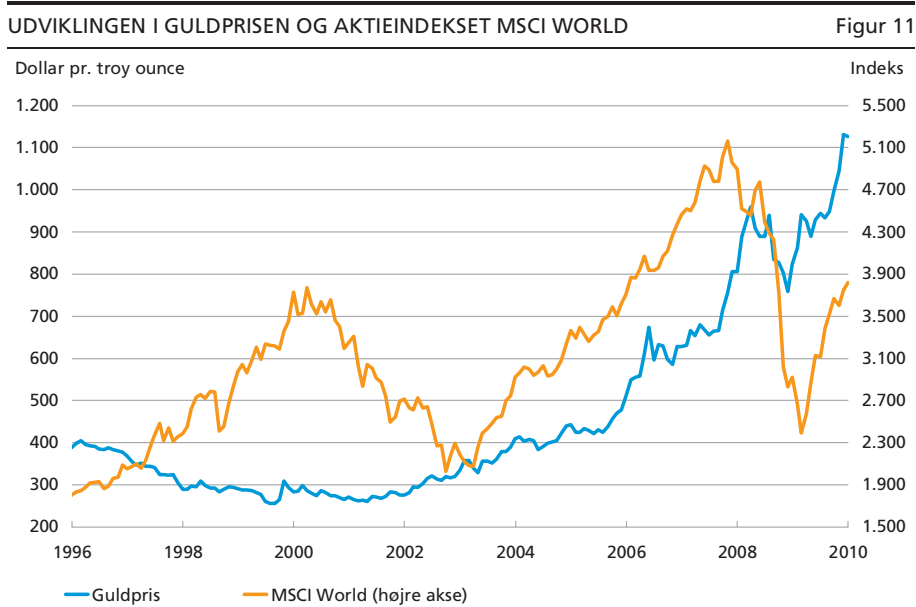
Kilde: Reuters EcoWin.

tionsniveau. For at dæmpe inflationen påbegyndte en række centralbanker en serie renteforhøjelser. I takt med at inflationen kom under kontrol, faldt den reale guldpris.

De seneste års økonomiske udvikling med finansiell krise og efterfølgende usædvanligt lempelig pengepolitik sammen med store offentlige underskud kan have øget frygten for en tilbagevenden til det høje inflationsniveau i 1970'erne. Udviklingen på de finansielle markeder har imidlertid betydet, at andre aktivtyper, herunder inflationssikrede obligationer, er en mere direkte inflationssikring. Det er derfor i mindre grad oplagt, at gulds funktion som inflationssikker værdiopbevaring er afgørende i forståelsen af guldprisudviklingen, selv om denne funktion formentlig fortsat ligger bag en del af smykkeefterspørgslen.

Generel krisefrygt og sikker havn

I forbindelse med aktiekrakket i 2000-01 og den finansielle krise i 2007-09 fastholdt guld sin værdi og fungerede dermed som sikker havn på et tidspunkt, hvor mange andre aktiver tabte værdi, jf. figur 11. Noget af den øgede investeringsefterspørgsel kan være relateret til denne egenskab som sikker havn i perioder med øget krisefrygt. En del af forklaringen er, at guld er bredt accepteret som betalingsmiddel og ikke forbun-



Anm.: MSCI World er baseret på aktieudviklingen i 23 industrilande, herunder USA, Japan og Tyskland.
Kilde: Reuters EcoWin.

MÅNEDLIGT AFKAST, STANDARDAFVIGELSE OG KORRELATION I PERIODEN
1995-2009

Tabel 1

Pct.	Guld	Dollar	MSCI World	WGBI
Gennemsnitligt månedligt afkast	0,67	-0,06	0,74	0,47
Standardafvigelse	3,76	2,41	4,00	0,76
Korrelation med guld	1,00	-0,45	-0,06	-0,01

Anm.: Standardafvigelse og korrelation er beregnet på baggrund af månedlige afkastserier. MSCI World er baseret på aktieudviklingen i 23 industrilande, herunder USA, Japan og Tyskland. WGBI, World Government Bond Index, indeholder statsobligationer fra de primære statsobligationsmarkeder. Guld er målt i dollar.

Kilde: Reuters EcoWin.

det med modpartsrisiko.¹ Det vil formentlig øge efterspørgslen i perioder med økonomisk uro.

Gulds egenskab som sikker havn understøttes af empiriske undersøgelser.² I forbindelse med betydelige negative stød til verdensøkonomien eller enkelte økonomier har de investorer, der har søgt mod guld, reduceret deres tab.

Porteføljediversifikation og sammenhæng mellem guld og dollar

Det har værdi for investorer, hvis afkastet på guld udvikler sig anderledes end afkastet på andre aktiver, fx aktier og obligationer. Derved kan investorerne mindske den samlede risiko ved at lade guld indgå i porteføljen.

Guld er næsten ukorreleret med både aktier og statsobligationer, jf. tabel 1. Derfor vil guld bidrage til diversifikation af de fleste traditionelle investeringsporteføljer. Denne egenskab understøtter guldefterspørgslen.

Målt på standardafvigelse har guld været en mere risikabel investering end obligationer, men mindre risikabel end aktier. Dette resultat er imidlertid afhængigt af, hvilken periode der betragtes. I perioden 1971-87 var guld eksempelvis mere risikabelt end aktier.³

Guld er generelt negativt korreleret med dollar, jf. figur 12. Sammenhængen mellem dollarkursen og guldprisen ændredes i 2005 som følge af den kraftige stigning i guldprisen. Korrelationen var dog stort set uændret.

Sammenhængen mellem dollarkursen og guldprisen er undersøgt både teoretisk og empirisk.⁴ Det er påvist, at det internationale guldmarked historisk har været domineret af europæiske lande. En del af forklaringen er, at de har stået for en stor andel af efterspørgslen og derfor

¹ Værdien af de fleste finansielle aktiver, fx obligationer, afhænger af udstederens evne til at foretage de aftalte betalinger, og det er derfor forbundet med modpartsrisiko at investere i disse.

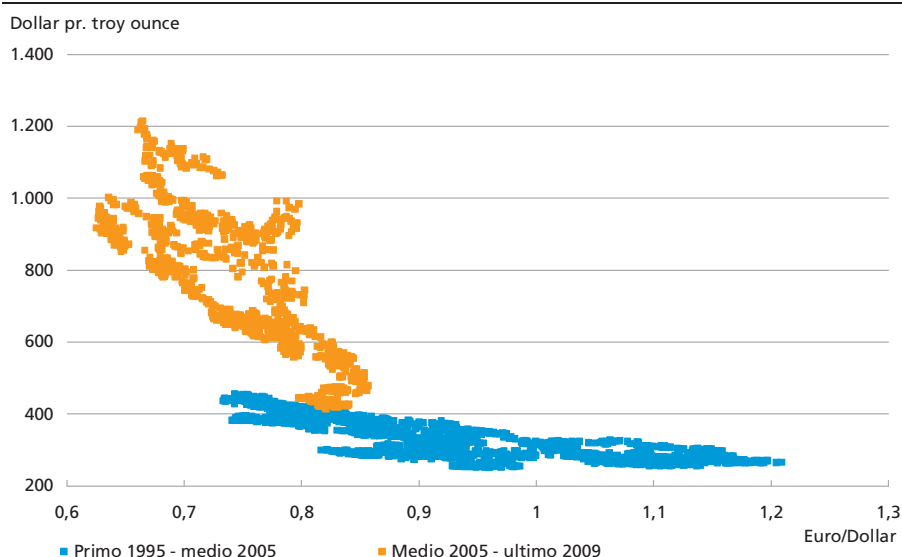
² Se fx Baur og McDermott (2009).

³ For en analyse af gulds diversifikationsegenskaber i perioden 1971-87 henvises til Jaffe (1989).

⁴ Se fx Sjaastad og Scacciavillani (1996).

SAMMENHÆNG MELLEM EURO/DOLLARKURSEN OG GULDPRISEN

Figur 12



Anm.: Før 1. januar 1999 anvendes kursen mellem dollar og ecu.

Kilde: Reuters EcoWin.

været afgørende i prisfastsættelsen. Udviklingen i dollarkursen over for europæiske valutaer har derfor haft effekt på guldefterspørgslen og været et vigtigt element i udsving i guldprisen, der opgøres i dollar.

AFRUNDING

Guldprisen afhænger af forventninger til fremtiden. Især kan ændrede forventninger til inflation, centralbankers adfærd og økonomisk usikkerhed have betydning. Ændringer i de strukturelle udbuds- og efterspørgselsforhold og udviklingen i dollarkursen påvirker ligeledes guldprisudviklingen.

Det er svært at konkludere, om forventningsdrevne aktiver som guld er overvurderede. Grundlæggende har hovedparten af de faktorer, der er afgørende for guldprisen, været understøttende for en høj guldpris. Introduktionen af ETF'er medførte, at flere investorgrupper fik mulighed for at investere i guld og opnå større diversifikation. Den finansielle krise øgede efterspørgslen efter sikre aktiver. Efterfølgende resulterede den usædvanligt lempelige pengepolitik og de store offentlige underskud i øget inflationsfrygt og efterspørgsel efter aktiver, som traditionelt har fastholdt deres værdi over tid. I løbet af det seneste år er der kommet fornyet fokus på guld som centralbankaktiv i vækstøkonomier. Mineproduktionen har i samme periode været stabil og er ikke øget på trods af øget investeringsefterspørgsel. Endelig er dollaren faldet bety-

deligt siden 2000. Det er usikkert, om alle disse faktorer fortsat vil understøtte en høj guldpris.

LITTERATUR

Abken, Peter A. (1980), *The Economics of Gold Price Movements*, Federal Reserve Bank of Richmond.

Baur, Dirk G. og Thomas K. McDermott (2009), Is gold a safe haven? International evidence, *Journal of Banking and Finance*.

Bie, Ulrik og Astrid Henneberg Pedersen (1999), Guldets rolle i det monetære system, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

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

ECB (1999), Joint statement on gold, pressemeddelelse af 26. september.

Jaffe, Jeffrey F. (1989), Gold and Gold Stocks as Investments for Institutional Portfolios, *Financial Analysts Journal*, vol. 45, nr. 2.

Katz, John og Frank Holmes (2008), *The Goldwatcher – Demystifying Gold Investing*, John Wiley & Sons.

Salant, Stephen W. og Dale W. Henderson (1978), Market Anticipations of Government Policies and the Price of Gold, *Journal of Political Economy*, vol. 86, nr. 4.

Sjaastad, Larry A. og Fabio Scacciavillani (1996), The price of gold and the exchange rate, *Journal of International Money and Finance*, vol. 15, nr. 6.

Spall, Jonathan (2009), *Investing in Gold*, McGraw Hill.

Udviklingen på oliemarkedet

Jens Erik Boesen, Handelsafdelingen

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Olie er en af verdens vigtigste energikilder. Adgang til olie er derfor væsentlig for den økonomiske vækst, og olieprisen har stor betydning for den generelle prisudvikling. Da en stor del af verdens oliereserver er koncentreret i få lande, sker der store pengeoverførsler fra mange olie-importerende til få olieeksporterende lande. Dette har ført til oprettelse af store nationale investeringsfonde, der investerer indtægter fra olien i de finansielle markeder. Udviklingen på oliemarkedet har derfor, ud over den direkte effekt på vækst og inflation, en indirekte effekt på den økonomiske udvikling via kapitalmarkederne.

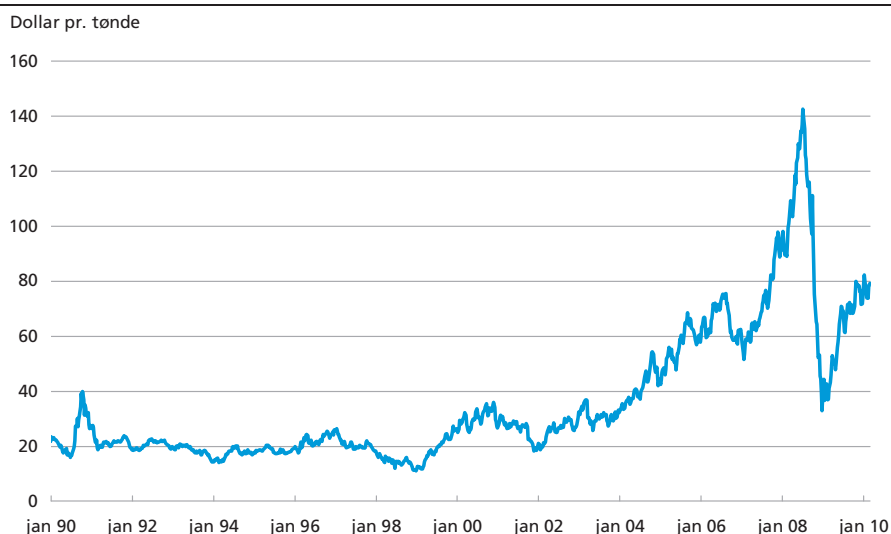
Olieprisen har inden for de seneste år gennemgået en dramatisk udvikling. I en lang årrække fra midten af 1980'erne til årtusindskiftet lå den med få undtagelser på et nogenlunde konstant niveau på 20-30 dollar pr. tønde. Herefter steg olieprisen frem til juli 2008, hvor den nåede 145 dollar pr. tønde – det hidtidigt højeste niveau også i reale termer. Den finansielle krise, der brød ud i efteråret 2008, førte til et kollaps i olieprisen. Ved årsskiftet 2008/09 lå prisen på ca. 40 dollar pr. tønde. I løbet af 2009 blev prisen fordoblet, og den ligger p.t. på 80 dollar pr. tønde. Det svarer til niveauet, før den økonomiske krise brød ud, jf. figur 1.

I det følgende præsenteres de væsentligste drivkræfter på oliemarkedet. En del af prisstigningen frem til midten af 2008 skyldtes øget efterspørgsel efter olie primært fra vækstøkonomier. Den øgede efterspørgsel blev i et vist omfang imødekommet af øget produktion i OPEC-landene. En anden del af forklaringen var lav ledig produktionskapacitet, som skabte frygt for, at udbuddet ikke kunne følge den øgede efterspørgsel. Finanskrisen og den efterfølgende økonomiske krise førte til et betydeligt fald i den globale olieefterspørgsel og kraftigt faldende oliepriser.

Den store volatilitet i olieprisen i 2008 skyldtes lav prisfølsomhed for olieudbud og -efterspørgsel i kombination med store skift i efterspørgslen. Det har været fremført, at spekulation i de finansielle markeder har bidraget til øget volatilitet. På baggrund af data fra futuresmarkedet i USA kan man ikke påvise en stærk sammenhæng mellem spekulation og prisudvikling.

OLIEPRISEN 1990-2010

Figur 1



Kilde: Energy Information Administration.

En stabil prisudvikling på oliemarkedet kræver opbygning af en vedvarende overkapacitet i produktionsapparatet. Det skaber en stødpude, der kan imødekomme kortsigtede ændringer i udbud eller efterspørgsel, hvilket vil stabilisere olieprisen.

EFTERSPØRGSELS- OG UDBUDSFORHOLD PÅ OLIEMARKEDET

Efterspørgslens pris- og indkomstfølsomhed

På kort sigt har prisændringer på olie begrænset effekt på den efterspurgte mængde. Det afspejler, at det er vanskeligt at erstatte olie med andre energiformer. På langt sigt er efterspørgslens prisfølsomhed større, om end den er begrænset, jf. tabel 1, som viser estimater for olieefterspørgslens priselasticitet for en række geografiske områder på kort

OLIEEFTERSPØRGSELS PRIS- OG INDKOMSTELASTICITET

Tabel 1

	Priselasticitet		Indkomstelasticitet	
	Kort sigt	Langt sigt	Kort sigt	Langt sigt
OECD Nordamerika	-0,02	-0,12	0,04	0,22
OECD Europa	-0,03	-0,11	0,14	0,49
Asien	-0,03	-0,21	0,09	0,73
Mellemøsten	-0,01	-0,07	0,07	0,67
Latinamerika	-0,03	-0,28	0,09	0,94

Kilde: IEA, *World Energy Outlook*, 2006, s. 287.

sigt (inden for 1 år) og på langt sigt (inden for 10-15 år). Priselasticiteten angiver den procentvise ændring af efterspørgslen ved en stigning i olieprisen på 1 pct. Endvidere vises indkomstelasticiteten, som angiver ændringen i efterspørgslen som følge af en stigning i indkomsten pr. indbygger på 1 pct.

Indkomstelasticiteten, særlig på langt sigt, er størst for vækstøkonomierne og udviklingslandene. Vækst i bruttonationalproduktet, BNP, i disse lande fører til forholdsvis stærk stigning i efterspørgslen efter olie.

Efterspørgselsforhold

Det globale olieforbrug i 2009 var på 84,9 millioner tønder om dagen¹. Heraf udgjorde efterspørgslen fra OECD-lande 45,5 millioner tønder (54 pct.), mens efterspørgslen fra ikke-OECD-lande udgjorde de resterende 39,3 millioner tønder (46 pct.), jf. figur 2.

Den globale olieefterspørgsel steg frem til begyndelsen af 2008, hvorefter den faldt som følge af den økonomiske krise, jf. figur 3. Stigningen i efterspørgslen var drevet af ikke-OECD-lande. Rent faktisk har efterspørgslen fra OECD-landene udvist en svagt faldende tendens fra 2007 og frem.

Den årlige vækst i efterspørgslen fra ikke-OECD-lande i perioden 2002-08 har til tider været stærk. Bl.a. steg efterspørgslen kraftigt omkring 2004, hvilket medførte en betydelig stigning i olieprisen fra 2004 og frem, jf. figur 1. Udbruddet af den økonomiske krise har ført til faldende efterspørgsel fra OECD-landene, mens efterspørgslen fra landene uden for OECD kun faldt kortvarigt og nu stiger igen, jf. figur 3.

Det er kendetegnende for mange lande med forholdsvis lave indkomster, at energiforbrug og dermed olieforbrug subsidieres. Hermed slår prisudsving på de globale oliemarkeder kun delvis igennem på priserne på de pågældende lokale markeder. Det har været en medvirkende årsag til, at efterspørgslen fra landene uden for OECD steg selv i perioden 2006 til 1. halvår 2008, der var kendetegnet af store prisstigninger.

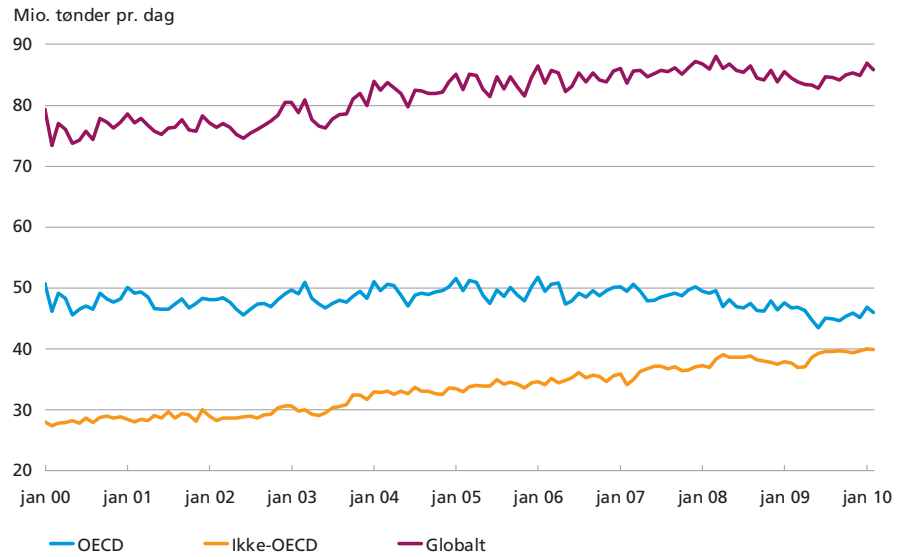
Udbudsforhold

Stigningen i efterspørgslen efter olie siden årtusindskiftet er på udbudssiden blevet imødekommet ved, at især OPEC løbende har øget produktionen. Produktionen fra ikke-OPEC-lande er derimod ikke steget de seneste år, jf. figur 4.

¹ Ifølge Det Internationale Energiagentur, IEA, Oil Market Report, januar 2010.

EFTERSPØRGSLEN EFTER OLIE

Figur 2

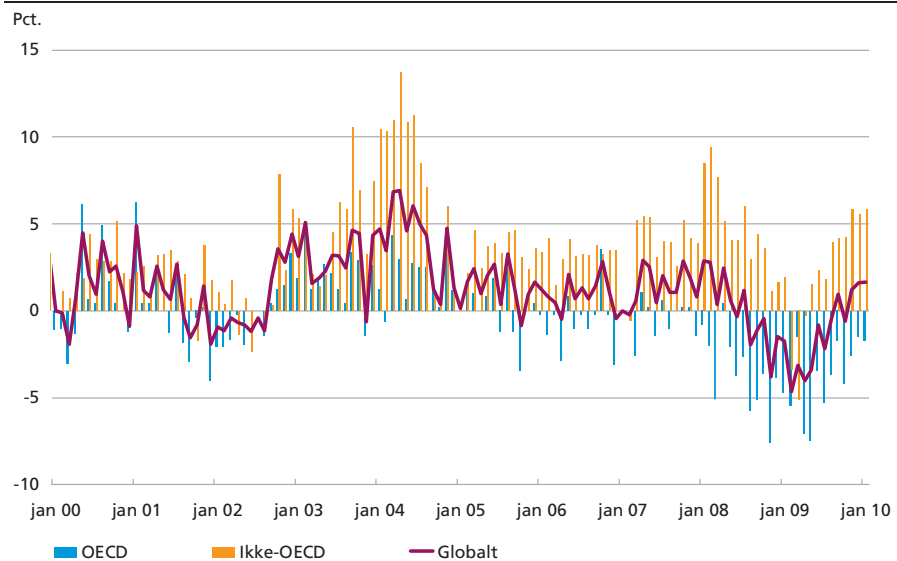


Kilde: Energy Intelligence, Bloomberg.

OPEC har i en lang årrække tilpasset produktionsniveauet for at imødekomme ændringer i den globale efterspørgsel. I perioder med stor vækst i efterspørgslen, fx i 2003-04, har OPEC reageret ved at øge produktionen og derved mindske den ledige produktionskapacitet. Tilsvarende har OPEC tilpasset produktionsniveauet til den lavere efterspørg-

EFTERSPØRGSLEN EFTER OLIE, ÅRLIGE ÆNDRINGER

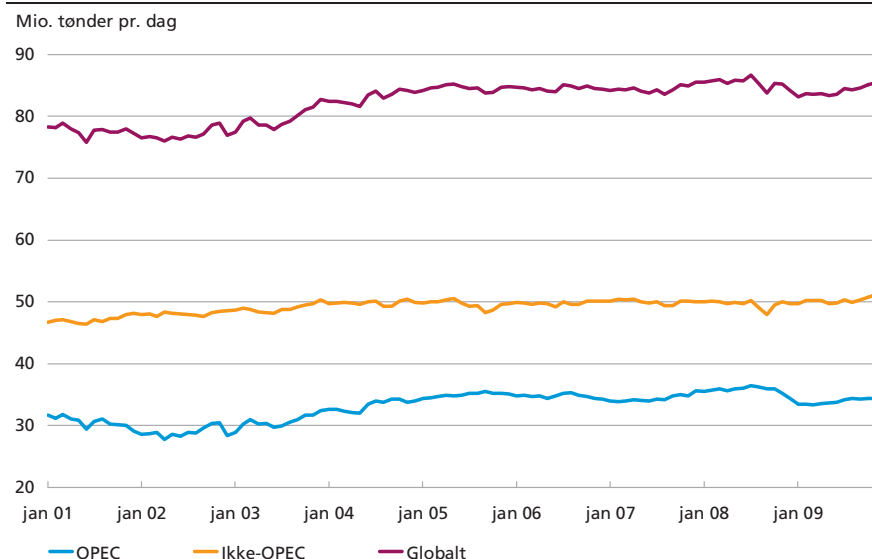
Figur 3



Kilde: Energy Intelligence, Bloomberg.

OLIEPRODUKTIONEN

Figur 4



Kilde: Energy Information Administration.

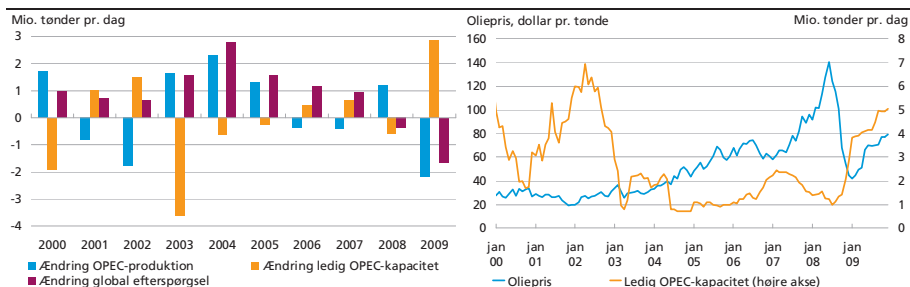
sel fra slutningen af 2008. Den ledige kapacitet i OPEC-landene er p.t. på et højt niveau på 5 millioner tønder pr. dag, svarende til knap 6 pct. af den globale efterspørgsel, jf. figur 5.

Uden for OPEC er produktionskapaciteten udnyttet fuldt. Derfor var det fx ikke muligt at øge produktionen væsentligt, da oliepriserne steg kraftigt fra 2005 til midten af 2008. Ved en udvidelse af produktionskapaciteten går der lang tid, fra investeringen foretages, til der kan produceres. Produktionen fra ikke-OPEC-lande kan dermed ikke øges på kort sigt for at imødekomme en øget efterspørgsel. Udbuddets priselasticitet er derfor lav i ikke-OPEC-landene.

Ovennævnte forhold betyder, at OPEC agerer som udbyder af den marginale tønde olie. Dermed får OPEC stor betydning for olieprisen.

ÆNDRING I OPEC-PRODUKTION OG -KAPACITET SAMT EFTERSPØRGSEL

Figur 5



Kilde: Energy Information Administration.

OPEC har i en lang årrække forsøgt at styre olieprisen gennem aftaler om produktionsniveauet. Traditionelt har OPEC haft svært ved at opretholde disciplinen, da enkelte lande har afvejet fra det aftalte produktionsniveau. Det har dog ikke været tilfældet det seneste år.

UDVIKLINGEN PÅ OLIEMARKEDET I 2008 OG 2009

I 1. halvår 2008 steg olieprisen med ca. 50 pct., mens den faldt 70 pct. fra toppen i 2. halvår 2008. I løbet af 2009 blev prisen fordoblet. Spørgsmålet er, om udviklingen kan forklares ud fra efterspørgsels- og udbudsforhold, jf. boks 1. En anden mulighed er, at spekulation har haft indflydelse på prisen.

Efterspørgsel og udbud i 2008 og 2009

Det blev i 1. halvår 2008 klart, at vækstudsigterne for USA og også for euroområdet var relativt svage. Dette førte til, at IEA gradvis nedjusterede forventningerne til den globale olieefterspørgsel i 2008, jf. figur 6. Forventningen til efterspørgslen i 2008 fra OECD-landene blev nedjusteret med 2 pct. i perioden januar- juli, hvorimod den fra ikke-OECD-landene var relativt konstant.

I månederne efter Lehman Brothers' konkurs i september 2008 blev forventningen til olieefterspørgslen i 2008 og især 2009 nedjusteret kraftigt. I takt med at det blev klart, at der var tale om en global afmatning, nedjusteredes forventningen til efterspørgslen både for OECD-lande og for ikke-OECD-lande. I løbet af 2009 er forventningerne til det globale olieforbrug i 2009 og 2010 blevet opjusteret løbende, dog især for ikke-OECD-landene.

Samlet set er der fra 2. halvår 2008 og frem konsistens mellem ændringen i olieprisen og forventningsudviklingen til efterspørgslen. En række negative efterspørgselsstød i efteråret 2008 stemmer overens

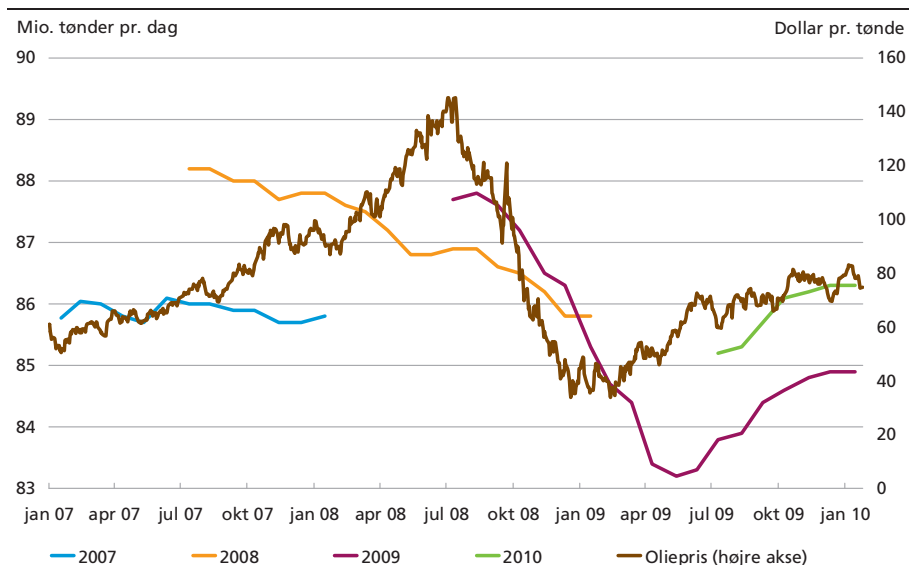
UDBUD OG EFTERSPØRGSEL – KONSEKVENSER FOR OLIEPRISEN

Boks 1

På grund af den lave kortsigtede prisfølsomhed for både efterspørgslen og udbuddet af olie vil små ændringer i efterspørgsels- eller udbudsforhold potentielt kunne resultere i stor prisvolatilitet. Til illustration kan man forestille sig en situation med et efterspørgselsstød på 1 pct. Sammenholdes med en efterspørgselspriselasticitet på 0,03, jf. tabel 1, og et *uelastisk* udbud (svarende til en situation, hvor der ikke er nogen ledig produktionskapacitet), vil tilpasningen kræve, at ligevægtsprisen skal stige med 33 pct., for at udbud og efterspørgsel balancerer. Konsekvensen er, at der i perioder med stigende efterspørgsel, men lav ledig kapacitet, vil være et stort opadgående pres på olieprisen. Det var fx tilfældet i perioden 2003-06 og 1. halvår 2008, jf. figur 5.

OLIEPRIS OG FORVENTNINGER TIL GLOBAL OLIEEFTERSPØRGSEL

Figur 6



Kilde: De månedlige Oil Market Reports fra IEA og Bloomberg.

med det store fald i olieprisen, ligesom de positive efterspørgselsstød siden foråret 2009 er konsistente med en stigende oliepris. Udviklingen i 1. halvår 2008 er derimod sværere at forklare ud fra nyheder om efterspørgslen.

På udbudssiden var den ledige kapacitet begrænset ved indgangen til 2008, jf. figur 5. Der var derfor udsigt til et stramt oliemarked, hvilket i tidligere år havde givet anledning til kraftige stigninger i olieprisen. Usikkerhed om, hvorvidt OPEC var i stand til at øge udbuddet i takt med en øget efterspørgsel, kan have forårsaget den kraftigt stigende oliepris.

Efter udbruddet af krisen reagerede OPEC i efteråret 2008 på de faldende priser ved i to omgange at sænke kvoten – den ønskede produktion i OPEC-landene. Det var med til at stabilisere prisen omkring årsskiftet 2008/09.

Spekulative handelsstrømme i de finansielle markeder

Aktiviteten i markederne for råvarerelaterede finansielle produkter er øget kraftigt siden årtusindskiftet. Råvarer er blevet en separat aktivklasse, som finansielle investorer kan anvende til fx at diversificere deres eksisterende porteføljer eller blot opnå eksponering mod råvarer. Denne udvikling har dannet baggrund for synspunktet om, at udviklingen i olieprisen i 2008 ikke udelukkende kan henføres til fundamentale faktorer, men at spekulative handelsstrømme i de finansielle markeder har bidraget til volatiliteten.

Handel med olie kan ske i spotmarkedet. Her handles olien til den gældende markedspris, og der sker fysisk levering af olien fra sælger til køber. Alternativt kan olie handles på de finansielle markeder fx futuresmarkedet. En futureskontrakt er en aftale om køb af olie til levering på et bestemt fremtidigt tidspunkt til en på forhånd aftalt pris. Det er dog langt fra altid, at investorer køber futures med henblik på at skaffe olie. Ved at sælge kontrakten eller afvikle kontant inden udløb undgås levering. Det giver finansielle investorer og spekulanter mulighed for at eksponere sig over for olieprisen.

De bedste offentligt tilgængelige data er fra amerikanske Commodity Futures Trading Commission, CFTC, som stiller information til rådighed om handelsstrømme i amerikanske futuresmarkeder for en lang række råvarer bl.a. olie. CFTC klassificerer i deres ugentlige rapport Disaggregated Commitment of Traders, DCOT, investorer i futuresmarkedet efter, om investorerne bruger dette marked til et spekulativt formål eller ej¹. Ikke-spekulative investorer kan fx være producenter, der ønsker at afdække risici ved ændringer i olieprisen.

Et velfungerende futuresmarked kræver, at der findes spekulanter, som er villige til at agere som modparter for ikke-spekulanter. Spørgsmålet er, om spekulanterne har taget væsentligt mere risiko, end hvad der er nødvendigt for, at ikke-spekulanter kan få afdækket deres risici.

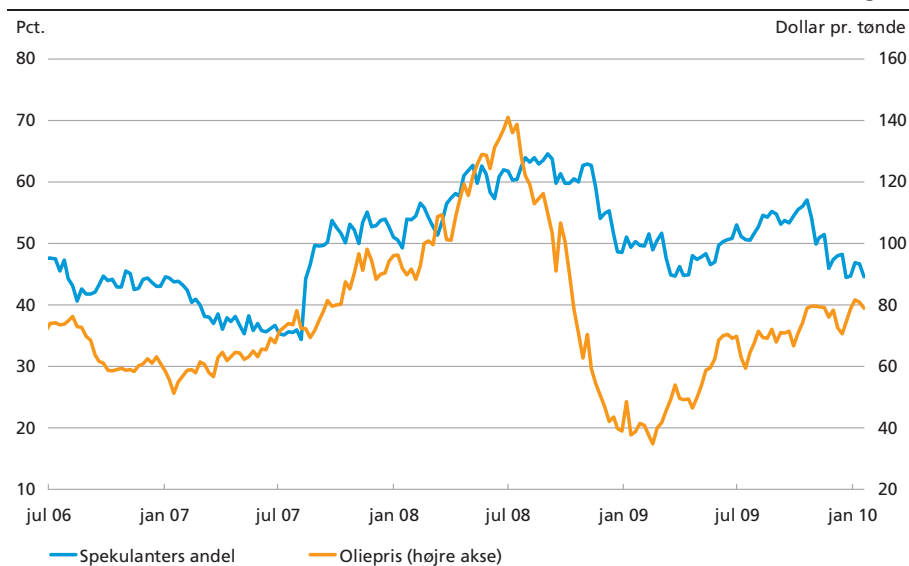
Spekulanter andel af futuresmarkedet øges fra midten af 2007 og frem mod midten af 2008, hvorefter den falder frem mod årsskiftet 2008/09, jf. figur 7. På grund af den relativt korte historik kan man dog ikke umiddelbart afgøre, om graden af spekulation har været unormalt høj.

Det har fra flere sider, bl.a. IMF og CFTC, været forsøgt at finde en sammenhæng mellem spekulative handelsstrømme i råvaremarkeder og prisudviklingen. Overordnet har det dog ikke været muligt. Fx har CFTC på baggrund af daglige data foretaget en analyse af, om ændringer i investorpositioner kan forudsige ændringer i prisen. Deres konklusion er, at det ikke forholder sig sådan. Det forholder sig snarere omvendt. Altså er der ikke statistisk belæg for, at spekulative handelsstrømme har drevet den efterfølgende prisudvikling, se CFTC (2008).

¹ Mere specifikt inddeles i følgende kategorier: Producer/Merchant/Processor/User, Swap Dealer, Managed Money og Other Reportable. Her kategoriseres de tre sidstnævnte som spekulative investorer, mens producentkategorien kategoriseres som ikke-spekulativ.

SPEKULANTERS ANDEL AF FUTURESMARKEDET OG OLIEPRISEN

Figur 7



Kilde: CFTC og Bloomberg.

AFSLUTNING

Udsvingene i oliemarkedet har været historisk store de seneste år.

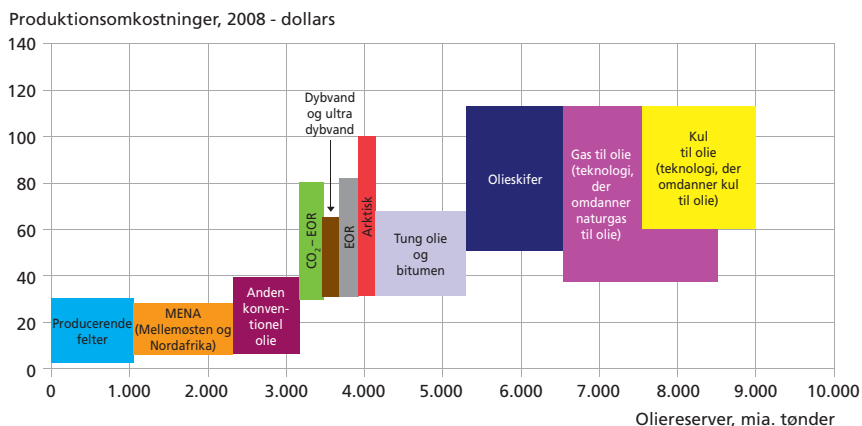
På efterspørgselssiden vil den fremtidige udvikling i høj grad blive bestemt af landene uden for OECD. Efterspørgslen fra OECD-landene forventes at falde svagt de kommende år. Væksten forventes hovedsageligt at komme fra Asien, deriblandt Kina, Indien og Mellemøsten.

På udbudssiden kan OPEC-landene på kort sigt øge produktionen, såfremt efterspørgslen stiger. De har ledig kapacitet svarende til en produktion på 5,0 millioner tønder om dagen. Heraf tegner Saudi Arabien sig for 3,8 millioner tønder.

Udbuddet kan dog på længere sigt komme under pres. Produktionen fra eksisterende felter, især uden for OPEC, falder kraftigt. Produktion fra modne felter falder op til 10 pct. om året. For at produktionsniveauet fra eksisterende felter kan blive opretholdt, kræves derfor forbedrede udvindingsmetoder, hvilket kan være omkostningsfuldt. Udvikling af nye felter kræver store investeringer, og der går lang tid, fra investeringen foretages, til produktionen påbegyndes. Endvidere er nye felter vanskeligere tilgængelige, og produktionsomkostningerne er høje, jf. figur 8. Den store volatilitet i olieprisen vanskeliggør langsigtet planlægning, og der er således betydelige risici forbundet med investering i ny produktionskapacitet.

OLIERESERVER OG PRODUKTIONSOMKOSTNINGER

Figur 8



Anm.: Enhanced Oil Recovery, EOR (generisk term for teknikker, der øger mængden af olie, der kan trækkes ud af et oliefelt).

Kilde: IEA.

LITTERATUR

Cabinet Office (2008), The rise and fall in oil prices: analysis of fundamental and financial drivers, december.

CFTC (2008), Interim Report on Crude Oil, juli.

Hamilton, James D. (2008), Understanding Crude Oil Prices, University of California, San Diego, *Working Paper*, 22. maj.

Hamilton, James D. (2009), Causes and Consequences of the Oil Shock of 2007-08, University of California, San Diego, *Working Paper*, 27. april.

Saporta, Victoria m.fl. (2009), What can be said about the rise and fall in oil prices?, Bank of England, *Quarterly Bulletin*, 3. kvartal.

Till, Hillary (2009), Has There Been Excessive Speculation in the US Oil Futures Markets?, EDHEC Risk Institute, *Position Paper*, november.

Reguleringsinitiativer på det finansielle område

Borka Babic og Anne-Sofie Reng Rasmussen, Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING

Kreditinstitutter har en særlig rolle i samfundsøkonomien, og de er derfor underlagt en omfattende regulering. Finanskrisen har afsløret en række svagheder i reguleringen af den finansielle sektor. Utilstrækkelige krav til finansielle institutter medvirkede til opbygning af store ubalancer i banksektoren og dermed også til, at krisen blev så omfattende.

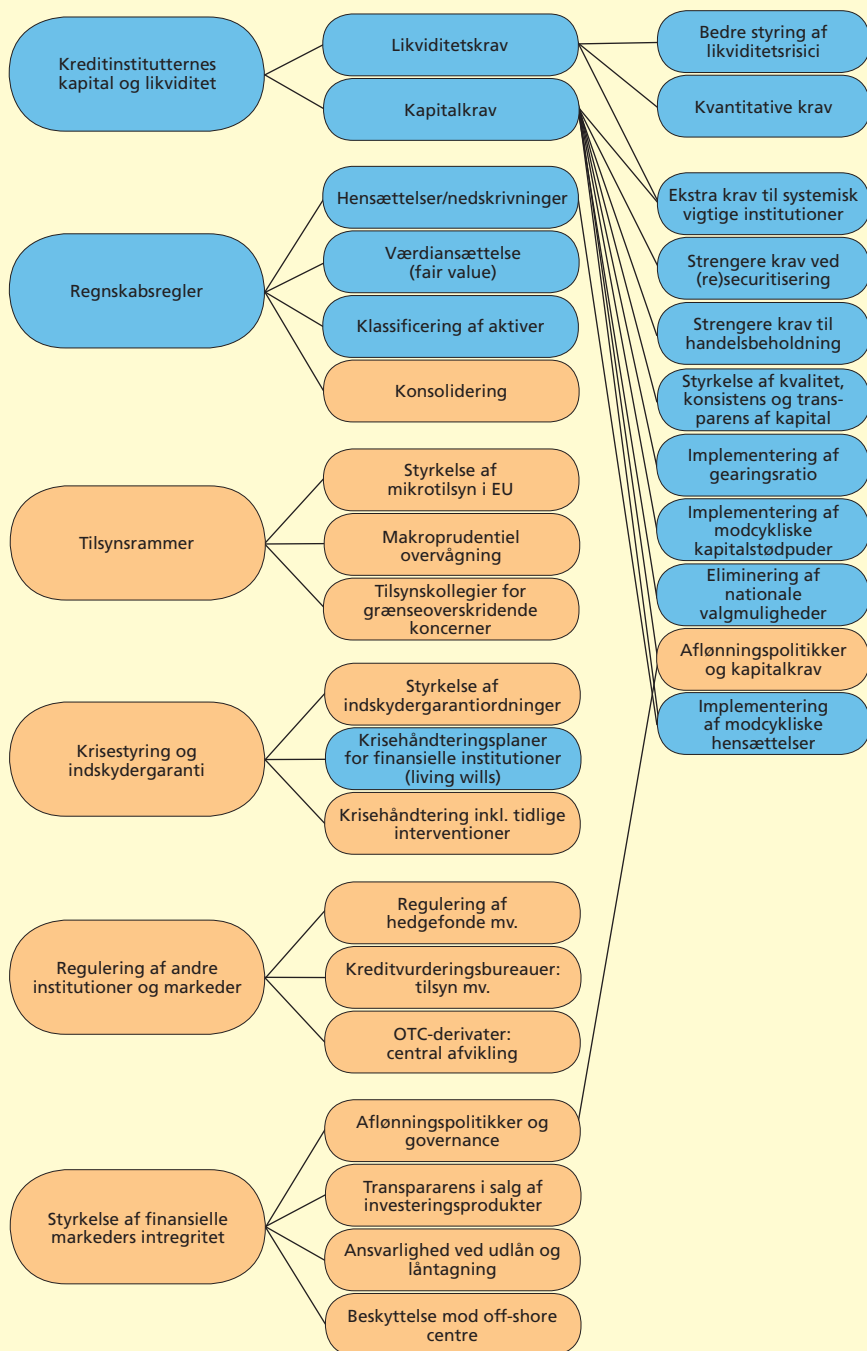
På den baggrund har myndigheder og internationale samarbejdsorganisationer lanceret forslag og initiativer, jf. boks 1, der skal rette op på reguleringen af den finansielle sektor og søge at forhindre en gentagelse af krisen. Der er fokus på kapitaldæknings-, likviditets- og regnskabsområdet, herunder om regnskabs- og kapitaldækningsregler medvirker til at forstærke udsving i konjunkturerne.

Kapitalkravene forhøjes på en række områder. Der er allerede vedtaget strengere krav bl.a. vedrørende værdipapirbaserede udlån ("securitisering"). Europa-Kommissionen har fremsat forslag til direktivændringer vedrørende kreditinstitutternes handelsaktiviteter, som også indebærer større kapitalkrav. Endvidere planlægges implementering af modcykliske kapitalstødpuder, sikring af bedre kvalitet af kreditinstitutternes kapital, begrænsning af gearing og indførelse af kvantitative krav på likviditetsområdet. På disse områder findes der mere eller mindre konkrete forslag fra banktilsynskomiteen i Basel, BCBS, og fra Kommissionen, og lovændringer ventes fremsat inden årets udgang. Ekstra krav til systemisk vigtige kreditinstitutter diskuteres også. Både i BCBS- og i EU-regi er man i gang med at vurdere den kvantitative effekt af alle foreslåede ændringer i reglerne.

På regnskabsområdet arbejdes der internationalt med en række tiltag, herunder tilpasning af nedskrivningsreglerne, for at sikre opbygning af større reserver under en højkonjunktur.

OVERSIGT OVER INITIATIVER PÅ DET FINANSIELLE OMRÅDE

Boks 1



Anm.: Blå farve indikerer, at emnet er omtalt i denne artikel. Oversigten dækker udvalgte initiativer.

Kilde: Ecofin-roadmap, oktober 2009; G20- statements, april og september 2009.

OVERSIGT OVER VEDTAGNE, FORESLÅEDE OG POTENTIELLE ÆNDRINGER AF
EUs KAPITALDÆKNINGSREGLER

Tabel 1

Ændringer i kapitaldækningsregler	Status
Europa-Kommissionens forslag, oktober 2008: • likviditet • securitisering • store engagementer¹ • hybridkapital¹ • styrkelse af tilsynssamarbejde med koncerner, der har grænseoverskridende aktiviteter	Vedtaget af Europa-Parlamentet og Rådet. Ventes implementeret i national lovgivning senest 31. oktober 2010. Træder i kraft senest 31. december 2010.
Europa-Kommissionens forslag, juli 2009: • re-securitisering • handelsbeholdning • aflønning	Behandles i Europa-Parlamentet og Rådet. Under forudsætning af vedtagelse af Rådet og Parlamentet ventes forslagene at træde i kraft 31. december 2010.
Forslag, som er i offentlig høring: • styrkelsen af kvaliteten, sammenligneligheden og transparensen af kreditinstitutternes kapital • kvantitative likviditetskrav • større krav for modpartskreditrisici • implementering af modcykliske kapitalstødpuder • implementering af gearingsratio • kontracykliske hensættelser • eliminering af nationale valgmuligheder (single rule book)	BCBS offentliggjorde i december 2009 og Europa-Kommissionen i februar 2010 høringspapirer, der dækker disse områder (de sidste to indgår kun i Kommissionens papir).² Papirerne er i offentlig høring frem til 16. april 2010. Forslagene indeholder – med undtagelse af likviditetsområdet – ikke kvantitative krav. Disse vil blive fastsat efter en kvantitativ vurdering af forslagene, som gennemføres i 1. halvår 2010. Endelige forslag til standarder og direktivændringer forventes offentliggjort inden udgangen af 2010. Det ventes, at ændringer i disse regler vil blive implementeret inden udgangen af 2012.
Initiativer, hvor forslag vil blive fremsat: • nedbringelse af systemiske risici gennem større kapital/likviditetskrav mv.³	Forslag ventes fremsat i løbet af 2010.

¹ Arbejdet inden for disse områder var påbegyndt før krisens udbrud.

² I juli 2009 offentliggjorde Kommissionen et høringspapir, hvor dynamiske hensættelser og "single rule book" indgik.

³ Emnet indgår i Kommissionens høringspapir. Der er dog endnu ikke konkrete forslag på området.

Kilde: Europa-Kommissionens og BCBSs websteder.

Kapitalkrav

Arbejdet med tilpasning af kapitaldækningsreglerne er i gang både i Basel- og i EU-regi.¹ Flere aspekter af kapitaldækningsregler er siden krisens begyndelse blevet revideret eller er i færd med at blive revideret, jf. tabel 1. BCBS offentliggjorde i december 2009 et høringspapir², hvor

¹ De gældende EU-kapitaldækningsregler er fastlagt i direktiverne 2006/48/EF og 2006/49/EF. Kapitalkravsdirektiverne bygger på Basel II-reglerne.

² BCBS, Strengthening the resilience of the banking sector, december 2009.

mulige ændringer i reglerne er skitseret på en række områder. Kommissionen offentliggjorde i februar 2010 et høringspapir på området, som stort set svarer til BCBSs forslag.¹

Værdipapirbaserede udlån ("securitisering"²)

Risiciene ved securitisering er et af de forhold, som subprime-krisen bragte frem i lyset ("originate and distribute-modellen"). Krisen har vist, at der er risiko for en lemfældig kreditpolitik i forbindelse med ydelse af lån, når kreditrisikoen på lånene ikke beholdes af den oprindelige lånudbyder, men i stedet gennem mere eller mindre gennemskuelige transaktioner overføres til en tredjepart.

For at rette op på svaghederne ved modellen fremsatte Kommissionen i oktober 2008 forslag til ændringer i EUs kapitalkravsdirektiv, som indeholdt skærpede krav til institutter, der investerer i securitiseringsprodukter. Bl.a. må der kun investeres i strukturerede produkter, hvor långiver, eller dem der er involveret i securitiseringsprocessen (fx "originator"), opretholder mindst 5 pct. af den nominelle værdi af securitiseringsproduktet. Dermed sikres, at långiver har tilskyndelse til at foretage en ordentlig kreditvurdering af de bagvedliggende udlån.

Efterfølgende har det vist sig, at der også er behov for en skærpelse af krav til komplekse securitiseringsprodukter (re-securitisering). Der er tale om investeringsprodukter, hvor den portefølje af aktiver, der anvendes som sikkerhed bag produktet, indeholder andre securitiserede produkter. Produkternes kompleksitet og følsomhed over for korrelerede tab gør, at de er mere risikable end produkter fra almindelig securitisering. Kommissionen kom derfor i juli 2009 med et nyt forslag til ændringer i kapitalkravsdirektivet, der indebærer højere kapitalkrav for re-securitiseringsprodukter sammenlignet med produkter fra almindelig securitisering med samme rating.

Styrkelse af kapitalkrav til kreditinstitutternes aktive porteføljer (handelsbeholdning)

En stor del af de tab, som den globale finansielle sektor har haft siden krisens start i midten af 2007, er relateret til kreditinstitutternes handelsbeholdninger. Den kapital, som kreditinstitutterne har reserveret til dækning af disse tab, viste sig ikke at være tilstrækkelig. Krisen har dermed afdækket, at kreditinstitutternes interne modeller for beregning af kapitalkrav for deres handelsaktiviteter systematisk undervurderer po-

¹ Europa-Kommissionen, Consultation regarding further possible changes to the Capital Requirements Directive, CRD, februar 2010.

² Securitisering er et finansieringsværktøj, som kan anvendes til at isolere en pulje af en virksomheds finansielle aktiver fra virksomheden og finansiere den separat via kapitalmarkederne.

tentielle tab i tilfælde af volatile og nedadgående markeder. Dertil kommer, at modellerne genererer markante stigninger i kapitalkravene ved en forværring af markedsforholdene. Det indebærer en stor procyklisk volatilitet i kreditinstitutternes kapital.

Kommissionen har foreslået, at kreditinstitutterne skal tilpasse deres modeller – og dermed kapitalplanlægning – for bedre at kunne modstå perioder med markedsuro.¹ Kreditinstitutterne skal udføre stresstest, der tager udgangspunkt i en historisk periode på et år med betydelig uro på de finansielle markeder. Konkret skal institutterne beregne såkaldte stress Value-at-Risk, VaR², og på baggrund heraf lægges der et ekstra kapitalkrav ind som stødpude i forhold til de VaR-beregninger, der hidtil har dannet baggrund for kapitalkravene. Beregningerne har hidtil typisk været baseret på data over de seneste 12 måneder og dermed tegnet et billede af lav risiko, når den forudgående periode har været kendetegnet ved en stabil markedsudvikling. Kommissionen skønner, at denne del af forslaget vil indebære omtrent en fordobling af kapitalkravet til handelsbeholdningen for de institutter, der anvender VaR-modeller. De institutter, der ikke anvender interne modeller for vurdering af markedsrisikoen, vil ikke blive påvirket af disse regelændringer.

Herudover pålægges kreditinstitutterne at afsætte kapital til at dække kredittab i handelsbeholdningen, der ikke kan henføres til en udsteders konkurs, men skyldes en forværring af udsteders kreditværdighed og dermed prisen på værdipapiret.

Styrkelse af kvaliteten, sammenligneligheden og transparensen af kreditinstitutternes kapital

Krisen har vist, at sammensætningen af kreditinstitutternes kapital er væsentlig, når sektoren bliver presset. Krisen har afsløret mangel på kapital af høj kvalitet, fx almindelig aktiekapital, i dele af det finansielle system. Det er den type af kapital, som markedsdeltagere har lagt vægt på gennem krisen – i modsætning til andre typer af kapital, der også kan medregnes i opgørelsen af kreditinstitutternes kapitalkrav. Sidstnævnte omfatter bl.a. forskellige former for hybrid kapital.³

På internationalt plan er der enighed om, at der er behov for at styrke kreditinstitutternes kapitalgrundlag. BCBS kom i december 2009 og Kommissionen i februar 2010 med en række forslag, der skal styrke kva-

¹ Europa-Kommissionen, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC as regards capital requirements for the trading book and for re-securitisation, and the supervisory review of remuneration policies, juli 2009.

² VaR er et udtryk for, hvor meget værdien af et aktiv eller en portefølje af aktiver vil falde over en given periode med en given sandsynlighed (konfidensniveau) under antagelsen af stress. Standard VaR-beregninger skal i henhold til Kommissionens forslag suppleres med såkaldte stressede VaR-beregninger.

³ Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 1. halvår 2009, boks 17, side 83.

liteten af kreditinstitutternes kapital, øge sammenligneligheden af kapitalgrundlaget på tværs af lande samt styrke gennemsigtheden ved at øge informationskravene til institutterne.

I begge papirer lægges der stor vægt på at styrke den del af kreditinstitutternes kernekapital, der består af almindelig aktiekapital og overført overskud (kernekapital ekskl. hybrid kapital).¹ Der opstilles en række kriterier, som kreditinstitutternes kapital skal opfylde for at kunne indgå i denne del af kapitalen. Forslagene er rettet mod aktieselskaber, men skal i princippet også anvendes på andre selskabsformer, såsom andels- og sparekasser. Tilsynsmyndighedernes anvendelse af Basels kriterier vil dog kunne tage højde for selskabernes juridiske struktur og den måde, de er opbygget på. Afhængig af hvor strengt kriterierne skal tolkes, kan det påvirke især danske sparekasser, på grund af garantkapitalens særlige egenskaber.

Der er også opstillet kriterier for de to andre typer af kapital i kreditinstitutternes kapitalgrundlag: Anden kernekapital (hybrid kapital) og supplerende kapital. I henhold til forslagene vil hybrid kapital med aftalt rentestigning (såkaldte step-ups), som giver udstederen incitament til at indfri kapital, ikke kunne medregnes i hverken kernekapital eller supplerende kapital.

De kapitalinstrumenter, der indgår i supplerende kapital, skal – ligesom i gældende danske regler – have en løbetid på mindst fem år ved udstedelsen. Medregning i opgørelsen af bankens kapitalgrundlag i løbet af de sidste fem år før kapitalens forfald vil blive nedtrappet lineært, hvilket indebærer tidligere nedtrapning sammenlignet med gældende danske regler.

I 1. halvår 2010 vil man både i BCBS- og EU-regi udføre en kvantitativ vurdering af forslaget og derefter fastsætte minimumskrav til kernekapital ekskl. hybrid kapital, den samlede kernekapital og basiskapital i procent af de risikovægtede poster. De nuværende regler om, at hybrid kapital må udgøre op til 50 pct. af den samlede kernekapital, og at den supplerende kapital ikke må medregnes med mere end 100 pct. af kernekapitalen efter fradrag, vil blive afskaffet. Som tidligere annonceret i BCBS-regi² skal almindelig aktiekapital og overført overskud (kernekapital ekskl. hybrid kapital) udgøre den dominerende del af kreditinstitutternes kapital.

¹ I henhold til BCBSs nye terminologi på området skal kernekapital ekskl. hybrid kapital og hybrid kapital være "going-concern capital", mens supplerende kapital skal være "gone-concern capital".

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

Modcykliske kapitalstødpuder

Finansiell virksomhed er i sin natur procyklisk. I gode tider, når ledigheden er lav og virksomhedernes indtjening høj, er kreditinstitutternes villighed til at yde kredit stor. Modsat vil der i lavkonjunkturer, hvor værdien af eventuelle sikkerheder for lån falder, være større risici forbundet med at yde kredit til både husholdninger og virksomheder. Kreditinstitutternes evne til at påtage sig yderligere risiko vil også falde på grund af forventninger om stigende nedskrivninger.¹ Institutternes villighed til at yde lån vil dermed blive reduceret.

Kapitaldækningsreglerne forstærker potentielt procyklikaliteten i finansiell virksomhed. Regelsættets risikobaserede tilgang gør, at minimumskapitalkravet vil have tendens til at falde i opgangsperioder, hvor risikoen opfattes som begrænset. Det giver plads til, at kreditinstitutterne kan øge kreditgivningen. Omvendt vil kapitalkravet stige og kreditgivningen falde i nedgangsperioder, hvor risikoen opfattes som høj. Kreditinstitutterne har dog inden for rammerne af regelsættet mulighed for at reservere mere kapital til bl.a. uforudsigelige hændelser.

I december 2009 blev det annonceret, at BCBS vil gennemføre en kvantitativ vurdering af flere forslag til reduktion af procyklikalitet i minimumskapitalkravet. I beregningen af minimumskapitalkrav anvendes bl.a. konkurssandsynligheder. Disse sandsynligheder er i sigens natur lave i gode tider og kan medvirke til lave kapitalkrav. BCBS vil derfor kvantitativt vurdere effekten af at anvende henholdsvis de gennemsnitlige og de historisk maksimale konkurssandsynligheder.

BCBS kom samtidig med et forslag til opbygning af modcykliske kapitalstødpuder i opgangsperioder. Samme model fremgår af Kommissionens høringspapir. Begrænsninger på udbetalinger af dividender, tilbagekøb af aktier eller udbetaling af bonus skal sikre opbygning af stødpuder. Stødpuden skal ligge over minimumskapitalkravet, og jo lavere opfyldelse af stødpudekravet, des større begrænsninger vil der være på fordelingen af indtjeningen, jf. eksempel i tabel 2. De nærmere forslag til regler vil blive præciseret i løbet af 2010.

I internationalt regi er man desuden i gang med at vurdere, hvorvidt det vil være hensigtsmæssigt at kræve opbygning af ekstra stødpuder, når der er tegn på, at udlånene er vokset til et højt niveau. Høj udlånsvækst har historisk givet anledning til store tab efterfølgende.

¹ Se Borka Babic, Kreditinstitutter og procyklikalitet, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2009.

EKSEMPEL PÅ OPBYGNING AF KAPITALSTØDPUDER OVER
MINIMUMSKAPITALKRAV VED OPSPARING AF INDTJENING

Tabel 2

Opfyldelse af stødpudekrav, pct.	Pct. af indtjening kreditinstituttet skal spare op
< 25	100
25 – 50	80
50 – 75	60
75 – 100	40
>100	0

Kilde: BCBS, Strengthening the resilience of the banking sector, december 2009.

Gearingsratio

Den høje og stigende gearing – dvs. udvidelsen af kreditinstitutternes balancer i forhold til deres kapital – har kendetegnet dele af såvel den globale som den danske finansielle sektor i perioden op til krisen. Den høje gearing har gjort banksektoren mere sårbar over for tab og vanskelige finansieringsforhold og medvirker dermed til procyklikaltitet.

På internationalt plan er der bred enighed om behovet for at begrænse udvidelsen af kreditinstitutternes balancer i opgangstider ved at supplere kapitaldækningsreglerne med et "simpelt mål for gearing". På dette område foreligger forslag, både fra BCBS og Kommissionen, til implementering af en gearingsratio som supplement til Basel IIs risikobaserede krav. Ratioen vil blive beregnet som eksponeringer i forhold til kapital. Eksponeringer vil omfatte alle aktiver inkl. en række ikke-balanførte poster, herunder derivater, repoforretninger og likviditetsfaciliteter. Som udgangspunkt skal kapitalen være af høj kvalitet, dvs. den samlede kernekapital eller kernekapital ekskl. hybrid kapital, men den endelige beslutning afventer resultatet af den kvantitative analyse.

Forslagene skelner ikke mellem forskellige typer af lån og tillader ikke at reducere eksponeringer hverken med fysiske eller finansielle sikkerheder. Sådan et simpelt gearingsmål vil derfor ikke nødvendigvis give et retvisende risikobillede for alle typer af kreditinstitutter. Danske realkreditinstitutter har eksempelvis typisk en høj gearing målt i forhold til udlån, men samtidig også store sikkerheder for deres udlån.

I 1. halvår 2010 vil ratioen blive kvantitativt vurderet i sammenspil med risikobaserede kapitalkrav. På basis af dette vil BCBS komme med et endeligt forslag inden udgangen af 2010.

Systemisk vigtige institutioner

Internationalt er der enighed om behovet for at reducere risici i forbindelse med systemisk vigtige finansielle institutioner. En forventning om at blive reddet af det offentlige kan give kreditinstitutterne et incitament til at påtage sig uhensigtsmæssigt store risici. Samtidig kan disse

institutioner drage fordel af lavere finansieringsomkostninger på grund af implicitte statsgarantier.

En grundlæggende forudsætning for en mere restriktiv regulering af systemiske institutioner er at kunne identificere dem og måle deres bidrag til systemiske risici. En række forskellige parametre kan indgå i vurderingen af institutternes systemiske vigtighed. Størrelsen af institutionen er en oplagt indikator for den systemiske risiko. Graden af forbundethed med andre institutioner er en anden vigtig indikator for den systemiske vigtighed – jo større forbundethed des større risiko for, at problemerne kan spredes til hele systemet. Indbyrdes forbundethed kan gøre, at også mindre institutioner kan være systemisk vigtige. Fravær af substitutter for de udbudte ydelser er også en vigtig indikator for systemisk vigtighed. Institutionen kan fx være svær at erstatte på grund af dens betydning for en central del af infrastrukturen, såsom betalings- og afviklingssystemer. Disse kriterier skal suppleres med en række sårbarhedsvariable, som fx gearing, likviditetsrisici og kompleksitet.¹

Der er forskellige måder, hvorpå institutionernes systemiske risici kan begrænses. G20 har anmodet Financial Stability Board, FSB, om at komme med forslag i relation til systemisk vigtige institutioner inden udgangen af oktober 2010, herunder mere intensivt tilsyn og yderligere kapital- og likviditetskrav. BCBS, IMF og Kommissionen er også i gang med at undersøge diverse problemstillinger, der er relateret til systemisk vigtige institutioner. G20 har også lagt vægt på, at sådanne institutioner skal udarbejde internationalt konsistente, virksomhedsspecifikke planer for håndtering af krisesituationer og kortlægge de forhold, der kan være vigtige under deres egen afvikling (de såkaldte "living wills").

I forbindelse med ændringer i lov om finansiel virksomhed, som er under vedtagelse, foreslås det, at Finanstilsynet i højere grad end nu skal tage højde for systemiske risici.

Eliminering af nationale valgmuligheder

Kommissionen offentliggjorde i juli 2009 sine overvejelser omkring højere grad af harmonisering af EU-reglerne på kapitaldækningsområdet.² Med andre ord ønsker Kommissionen at begrænse mulighederne for såkaldt "gold plating", hvor en medlemsstat kan sætte højere krav, end hvad der fremgår af direktivbestemmelserne. Kommissionens forslag er rettet mod minimumskapitalkrav, store engagementer og regler for offentliggørelse.

¹ IMF, FSB og BIS, Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments, november 2009.

² Europa-Kommissionen, Possible changes to the capital requirements directive, *Staff Paper*, juli 2009.

I Kommissionens høringspapir fra februar 2010 understreges det, at hensigten med harmonisering ikke er at implementere ensartede regler uanset nationale forhold, men at sikre at finansielle produkter bliver behandlet på samme måde, uanset hvilket land udbyderen kommer fra. Kommissionen oplyser desuden på baggrund af de høringssvar, den har modtaget i forbindelse med papiret fra juli 2009, at der er betydelig støtte til dens forslag om harmonisering.

Kommissionen har i papiret fra februar 2010 fremlagt sine overvejelser om harmonisering af regler vedrørende udlån med sikkerhed i ejendomme. For lån med sikkerhed i beboelsesejendomme overvejer Kommissionen fx at indføre grænser for lånets størrelse i forhold til indkomsten og i forhold til boligens værdi. Grænserne skal være opfyldt, for at instituttet kan anvende lavere risikovægte i opgørelsen af kapitalkravet.

Derudover overvejer Kommissionen metoder for begrænsning af uhensigtsmæssig stigning i udlån i opgangsperioder, fx ved at gøre lånegrænsen i forhold til boligens værdi afhængig af konjunktursituationen og udviklingen på boligmarkedet.

LIKVIDITETSREGULERING

Likviditetsrisiko for kreditinstitutter defineres som risikoen for, at et kreditinstitut ikke vil være i stand til at imødekomme dets forpligtelser, efterhånden som de forfalder, uden at pådrage sig uacceptable omkostninger. Likviditetsrisiko er en naturlig del af et kreditinstituts virksomhed som følge af løbetidsforskelle og forskelle i likviditetsgrad mellem ind- og udlån.

De seneste års finansielle krise har med al tydelighed illustreret omfanget af likviditetsrisici i det finansielle system og konsekvenserne for kreditinstitutter, det finansielle system og samfundet som helhed. På denne baggrund har den finansielle krise naturligt affødt et ønske om en øget og forbedret likviditetsregulering.

Likviditetsregulering og -tilsyn har tidligere i høj grad været et nationalt anliggende. Nogle landes likviditetsregulering har taget udgangspunkt i en række overordnede principper for likviditetsstyring publiceret af BCBS, men implementeringen har varieret fra land til land. Den finansielle krise har understreget behovet for en revision af likviditetsreguleringen og en højere grad af koordinering og samordning. Globaliseringen af de finansielle markeder har betydet, at de likviditetsrisici, som den enkelte bankkoncern står overfor, ikke fuldt ud lader sig begrænse af landegrænser. Det må likviditetsreguleringen tage højde for.

I 2008 er BCBS' principper for god likviditetsstyring blevet revideret, og Committee of European Banking Supervisors, CEBS, er kommet med en

række anbefalinger for god skik. De offentliggjorte principper fra BCBS og CEBS har en lang række ligheder. Overordnet set har begge til formål at sikre øget fokus på likviditetsrisici og likviditetsstyring internt i finansielle virksomheder og at styrke tilsynsmyndighedernes rolle.¹

Disse kvalitative principper og anbefalinger er indarbejdet i EUs kapitalkravsdirektiv. Tidligere var der kun nogle få formuleringer om hensynet til likviditetsrisici.

Af det reviderede kapitalkravsdirektiv fremgår, at kreditinstitutter skal fastlægge solide strategier, politikker, processer og systemer til identificering, måling og forvaltning af likviditetsrisiko. For at mindske og afbøde likviditetsrisiko skal kreditinstitutter anvende forskellige redskaber, herunder likviditetsstødpuder, en tilstrækkeligt diversificeret finansieringsstruktur og adgang til finansieringskilder. Ved fastlæggelse af omfanget og sammensætning af disse risikoafbødningsinstrumenter skal alternative stressscenarier tages i betragtning. De skal omfatte både institutspecifikke og markedsomfattende stress samt scenarier bestående af en kombination af de to. Forskellige tidshorisonter og forskellige grader af stressede vilkår skal tages i betragtning.

Tilsynsmyndighederne skal vurdere kreditinstitutternes eksponering over for likviditetsrisici, måling og forvaltning af likviditetsrisiko, herunder analyser af alternative scenarier, forvaltning af risikoafbødningsinstrumenter (navnlig likviditetsstødpudernes niveau, sammensætning og kvalitet) og beredskabsplaner.

Der er i første omgang tale om kvalitative standarder for likviditetsstyring og tilsyn. Ændringerne til kapitalkravsdirektivet forventes implementeret i dansk lovgivning senest oktober 2010 med ikrafttræden 31. december 2010.

Ud over disse kvalitative standarder for likviditetsstyring arbejdes der i BCBS og CEBS fortsat på at udarbejde mere kvantitative mål og krav for likviditetsstyring.

CEBS har i december 2009 offentliggjort retningslinjer for udformningen af likviditetsstødpuder, som kreditinstitutterne bør holde for at være i stand til at modgå likviditetsstress i mindst én måned uden at ændre forretningsmodel. Retningslinjerne specificerer omfanget og sammensætningen af aktiver, som bør holdes i en likviditetsstødpude.

BCBS' høringspapir fra december 2009 indeholder forslag til to nye kvantitative likviditetsstandarder. Desuden indeholder papiret en række forslag til overvågningsværktøjer, som tilsynsmyndigheder bør benytte.

¹ For en uddybende beskrivelse af BCBS' principper for likviditetsstyring henvises til Jacob Winter Lund, Nye principper for likviditetsstyring, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2008.

Kommissionens høringspapir fra februar 2010 indeholder stort set de samme forslag. De to foreslåede kvantitative likviditetsstandarder er:

- "Liquidity Coverage Ratio" – Dette mål vedrører kreditinstitutternes likviditetsstødpude. Ratioen angiver den mængde ikke-belånte¹ høj-kvalitetsaktiver, som et institut skal holde for at modgå de netto-udbetalinger, instituttet vil opleve under et intensivt kortsigtet likviditetsstress, baseret på et stressscenario fastsat af tilsynsmyndigheden. Omfanget af likvide aktiver, som det enkelte institut skal holde, vil således afhænge af de likviditetsrisici, instituttet står overfor.
- "Net Stable Funding Ratio" – Det andet kvantitative mål vedrører finansielle institutioners finansieringsstruktur. Ratioen angiver mængden af langsigtede og stabile finansieringskilder, som et institut anvender, relativt til likviditetsprofilen for de aktiver, som instituttet finansierer, og de potentielle likviditetstræk, der måtte opstå fra off-balance sheet-tilsagn og forpligtelser. Målet fastsætter et minimumsniveau af stabil finansiering, som instituttet skal holde. Den stabile finansiering er defineret som finansiering, der må forventes at være stabil over en etårig tidshorison.

Forslaget til "Liquidity Coverage Ratio" vil kunne få konsekvenser for det danske realkreditobligationsmarked, såfremt det indføres i dets nuværende udformning. Der lægges op til en meget stringent definition af, hvilke aktiver der er likvide nok til at kunne indgå i likviditetsstødpuden. Denne smalle definition indeholder ikke realkreditobligationer, som udgør en væsentlig del af det danske obligationsmarked generelt. En stor del af danske kreditinstitutters likviditet er aktuelt placeret i realkreditobligationer. Såfremt realkreditobligationer ikke kan indgå i definitionen af "højt likvide høj-kvalitetsaktiver", vil efterspørgslen efter disse papirer sandsynligvis mindskes. Også den foreslåede "Net Stable Funding Ratio" vil kunne give udfordringer for det danske realkreditsystem. Definitionen, som anvendes i denne ratio, medfører, at danske realkreditobligationer med en restløbetid under et år ikke medregnes som stabil finansiering. Samtidig kræves det, at udlån med en løbetid over et år finansieres 100 pct. med stabil finansiering. Det vil ramme de danske rentetilpasningslån, der netop finansieres med korte obligationer.

¹ Ikke-belånte aktiver er aktiver, som ikke er lagt til sikkerhed og således frit kan benyttes til at generere likviditet.

REGNSKABSREGLER

Siden krisens start har flere aspekter af regnskabsregler været i fokus, herunder:

- regler for værdiansættelse og klassificering af aktiver og
- regler vedrørende hensættelser/nedskrivninger på udlån.

Værdiansættelse og klassificering af finansielle aktiver

De internationale regnskabsregler, IFRS, fastsættes af International Accounting Standards Board, IASB, der er en uafhængig organisation. IFRS foreskriver anvendelse af forskellige målingsmetoder, herunder måling til dagsværdi ("fair value"). Anvendelsen af dagsværdier er siden krisens start blevet kritiseret for at bidrage til procyklikalitet og for ikke at fungere, når markederne er under stress, eller når aktiverne er illikvide. Som svar på kritikken er IASB i gang med at præcisere retningslinjerne for anvendelsen af dagsværdier, herunder når instrumenterne er illikvide.¹

IASB vedtog desuden i november 2009 en ændring i regnskabsstandarderne angående klassificering af aktiver.² Antallet af målingsmetoder er blevet reduceret, og klassificeringen vil fremover afhænge af den anvendte forretningsmodel. På basis af denne vil man kunne klassificere aktiverne enten som aktiver, der måles til amortiseret kostpris³, eller som aktiver, der måles til dagsværdi med værdiregulering over resultatopgørelsen.

Med de nye regler afskaffes kategorien "disponibel for salg", hvor et finansielt aktiv måles til dagsværdi med værdiregulering direkte på egenkapitalen. Tilsvarende gælder for kategorien "hold til udløb", som i dag giver kreditinstitutterne mulighed for at værdisætte børsnoterede obligationer til amortiseret kostpris, hvis hensigten er at holde disse til udløb.

Ændringerne træder som udgangspunkt i kraft for regnskaberne for 2013, men IASB tillader anvendelse af reglerne allerede fra 2009. Kommissionen har dog valgt at vente med at godkende ændringerne, til de øvrige to faser af IASBs projekt omkring erstatning af IAS-standard er afsluttet.⁴ Danske kreditinstitutter har derfor ikke haft mulighed for at anvende ændringerne for 2009. IASB ventes at færdiggøre projektet i 2010.

¹ IASB, Fair Value Measurement, Exposure Draft ED/2009/5, maj 2009.

² For nærmere information se IASB, Phase 1 Classification and Measurement, på: <http://www.iasb.org/Current+Projects/IASB+Projects/Financial+Instruments+A+Replacement+of+IAS+39+Financial+Instruments+Recognition/Phase+I+-+Classification+and+measurement/Phase+I+-+Classification+and+measurement.htm>.

³ Se afsnit om nedskrivninger på udlån.

⁴ De øvrige to faser i projektet vedrører reglerne om nedskrivning af udlån og reglerne om regnskabsmæssig sikring.

Ændringen indebærer en tiltrængt forenkling af reglerne. Hvordan ændringen vil påvirke kreditinstitutternes regnskaber, afhænger af de anvendte forretningsmodeller. Det skal i den forbindelse nævnes, at en bank godt kan have flere forretningsmodeller.

Set ud fra dansk vinkel er det vigtigt, at realkreditinstitutterne fortsat kan anvende dagsværdi på begge sider af balancen, dvs. at de kan værdiansætte både udlån og udstedte obligationer til dagsværdi. Dette vil også være muligt efter de nye regler.

Nedskrivninger på udlån

IFRS er baseret på, at nedskrivninger på udlån, der er værdiansat til amortiseret kostpris, skal foretages efter princippet om objektiv indikation for værdiforringelse ("incurred loss-model"). Dette princip blev indført i 2005 i forbindelse med overgangen til IFRS og erstattede det såkaldte forsigtighedsprincip. Ændringen i reglerne var i samspil med konjunkturudviklingen medvirkende til en reduktion i nedskrivningerne/hensættelserne i perioden op til den finansielle krise.¹ Dette gjorde kreditinstitutterne sårbare over for konjunkturedgangen.

IASB har i november 2009 offentliggjort et udkast til en såkaldt "expected cash flow-model" til opgørelse af nedskrivninger. Sammenlignet med gældende nedskrivningsregler giver den nye model mulighed for tidligere regnskabsmæssig indregning af nedskrivninger.²

En af forskellene i forhold til den nuværende "incurred loss-model" ligger i beregningen af lånets effektive rente. I henhold til gældende regler amortiseres renteindtægter, gebyrer og transaktionsomkostninger over udlånets forventede løbetid på baggrund af lånets effektive rente, som opgøres ekskl. forventede kredittab. I den foreslåede "expected cash flow-model" skal den effektive rente opgøres på baggrund af de forventede pengestrømme. Pengestrømmene skal estimeres på baggrund af de sandsynlighedsvægtede mulige udfald, både med hensyn til betalingerne størrelse og tidspunktet for betalingerne. Under "expected cash flow-modellen" vil initialt forventede kredittab derfor være indregnet i den effektive rente.

"Expected cash flow-modellen" indebærer, at kreditinstituttet på hver balancedag skal revurdere sine estimater af de forventede pengestrømme. Enhver ændring i den amortiserede kostpris som følge af ændringer i de forventede pengestrømme skal indregnes i resultatet. Disse værdireguleringer vil således gøre det ud for periodens nedskrivninger. Værdireguleringerne vil kunne være negative og positive, alt afhængig af

¹ For nærmere information, se Kvartalsoversigtsartikel, som der er henvist til i fodnote 1 på side 81.

² For nærmere information henvises til IASB, Exposure draft Financial Instruments: Amortised Cost and Impairment, november 2009. Forslaget er i offentlig høring frem til 30. juni 2010.

om kreditinstituttets forventninger til låntagers betalingsevne forringes eller forøges.

Overgangen fra en model, der kun tillader nedskrivning, når der er objektiv indikation for værdiforringelse, til en model, hvor der løbende tages højde for forventede tab, kan ventes at føre til større nedskrivninger i gode tider. Dette vil gøre kreditinstitutterne mere robuste over for en vending i konjunkturudviklingen og mindske nedskrivningernes procykliske tendens.

IASBs forslag indeholder omfattende krav til præsentation og oplysninger. Kreditinstitutterne skal give oplysninger om de anvendte estimater og ændringer i de anvendte estimater, bankens politik for afskrivning af nedskrevne udlån samt oplysninger om stresstest, hvis banken udarbejder sådanne som led i sin interne risikostyring.

Modcykliske hensættelser

Modcykliske hensættelser er et af de emner, der indgår i Europa-Kommissionens høringspapir fra februar 2010. Ifølge papiret skal eventuel implementering af hensættelserne sikre, at kreditinstitutter har reserver, der kan dække de tab, de forventer at få over en konjunkturcykel. Kapitalstødpuder skal derimod anvendes til dækning af uventede tab. For de banker, der anvender de interne modeller til beregning af kreditrisiko (Internal Rating Based, IRB, metode), skal hensættelserne beregnes bl.a. på basis af den konkursrate, man i gennemsnittet kan forvente over en konjunkturcykel, dvs. through the cycle-konkurssandsynligheder. I gode tider vil de forventede tab være højere end nedskrivninger opgjort i henhold til den metode, der anvendes i dag ("incurred loss-model"). I dårlige tider vil det modsatte være tilfældet. Reserverne vil således blive opbygget i gode tider og nedbragt i dårlige tider, hvilket vil reducere procyklikalitet og gøre institutterne mere robuste over konjunkturcyklen.

En fordel ved denne model sammenlignet med de såkaldte dynamiske hensættelser,¹ som er den model, Kommissionen tidligere overvejede, er, at IRB-banker vil kunne anvende bankspecifikke modeller og data.² Det vil derfor være muligt at tage højde for bankspecifikke kreditrisici³, ligesom man kommer uden om det problem, at der i mange lande ikke findes de data, som er nødvendige til beregning af dynamiske hensættelser.

¹ Den spanske model for dynamiske hensættelser er beskrevet i Borka Babic, Kreditinstitutter og procyklikalitet, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2009, boks 1.

² Europa-Kommissionen, Possible changes to the capital requirements directive, *Staff Paper*, juli 2009.

³ I henhold til modellen skulle tilsynsmyndigheder beregne de forventede tab og hensættelser på forskellige aktivklasser ud fra historiske data over en konjunkturcykel. Kreditinstitutterne skulle anvende de af tilsynsmyndighederne beregnede parametre til beregning af reservens størrelse.

Mange banker anvender dog ikke IRB-metoden, hvilket begrænser fordelene ved modellen. Modellen er desuden baseret på den nuværende model for nedskrivninger og hænger derfor umiddelbart ikke sammen med den "expected cash flow-model", som IASB har foreslået.

Derudover er kapitalstødpuder generelt at foretrække i forhold til modcykliske hensættelser, da kreditinstitutternes resultatopgørelser bliver mere transparente.

SAMMENFATNING

Det er vigtigt at adressere de svagheder ved reguleringen af finanssektoren, som krisen har bragt frem i lyset. Nye regler er derfor på vej på en række områder.

Den tidsmæssige udstrækning af indførelsen af de nye regler er en vigtig parameter. På den ene side kan en øjeblikkelig stramning af kapital- og likviditetskrav føre til en uensigtsmæssig forøgelse af den balancekontraktion, mange kreditinstitutter verden over foretager. På den anden side tilsiger rettidig omhu, at kreditinstitutter under alle omstændigheder indretter sig efter forventede ændringer i regelsættet og tilpasser balancerne herefter.

IASBs forslag om overgang til "expected cash flow-model" vil ligesom en eventuel implementering af modcykliske hensættelser gøre kreditinstitutterne mere robuste i lavkonjunkturer og reducere procyklikalitet. Forslaget om modcykliske hensættelser skal ses i sammenhæng med andre tiltag til modvirkning af procyklikalitet, bl.a. tiltag omkring implementering af kapitalstødpuder og begrænsning af gearing. Det er vigtigt at vurdere den samlede effekt af disse og andre foreslåede foranstaltninger.

Når der er tale om ændringer i regnskabsregler, er det vigtigt, at ændringerne ikke indebærer forværring af informationsindholdet i kreditinstitutternes regnskaber, ligesom en forsimplicering af reglerne er ønskelig.

I de hidtil fremsatte forslag er der – set ud fra dansk synsvinkel – flere forhold, der er særligt vigtige. Strengere likviditetsregler er blandt de krav, der – hvis implementeret som foreslået af BCBS – kan ventes at påvirke dansk realkredit. BCBS' forslag til implementering af en gearingsratio, som ikke skelner mellem forskellige typer af lån og ikke tillader at reducere eksponeringer med sikkerheder, vil også, alt andet lige, stille danske realkreditinstitutter dårligere.

På Nationalbankens websted, www.nationalbanken.dk, er oprettet en database med reguleringsinitiativer på en række områder, som Nationalbanken følger. Databasen indeholder tiltag på kapitaldæknings-, regnskabs- og likviditetsområdet samt tiltag vedrørende tilsynsrammer for den finansielle sektor, krisestyring, indskydergaranti og betalingsformidling og afvikling. Databasen vil blive opdateret løbende.

Nye betalingsinstrumenter

Jesper Bakkegaard, Betalingsformidlingskontoret

INDLEDNING

Danske såvel som udenlandske forbrugere benytter i dag i stigende grad nye betalingsformer, når de foretager betalinger i forretninger og på internettet. Det gælder først og fremmest mobilbetalinger og betalinger med såkaldte elektroniske penge, der er forudbetalte midler lagret på et chipkort eller en computer. En tredje ny betalingsform, der kan ventes at opnå betydelig udbredelse i de kommende år, er netbankbetalinger i forbindelse med køb på internettet.

Forbrugerne er ofte tilbageholdende med at ændre betalingsvaner og anvende nye betalingsinstrumenter. I Danmark har en væsentlig årsag hertil været den store udbredelse og accept af dankortet blandt forbrugere og forretninger, hvilket har begrænset nytten af nye instrumenter.

Flere forhold taler dog for, at nye betalingsformer i dag har bedre muligheder for at vinde indpas end tidligere. Flere mulige nye betalingsinstrumenter er allerede vidt udbredte blandt brugerne, hvor det mest åbenlyse eksempel er mobiltelefonen. Derudover har den teknologiske udvikling givet muligheder for køb af varer og tjenester med nye betalingsinstrumenter. Endelig er der de seneste år vedtaget lovgivning, der forbedrer rammevilkårene for nye instrumenter.

Forbrugerne og forretningerne foretrækker de betalingsinstrumenter, der opfattes som mest effektive. En væsentlig dimension er her gennemførelsestiden for betalingen, dvs. jo hurtigere betalingen kan foretages, desto mere effektivt skønnes instrumentet at være. En kortere gennemførelsestid kan ofte kun opnås ved at gå på kompromis med sikkerheden. Det medfører en afvejning mellem sikkerhed og effektivitet for forbrugerne og forretningerne.

Centralbanker har ansvar for at understøtte sikre og effektive betalinger og har derfor interesse i nye betalingsformer. Derudover står centralbanker for udstedelse af sedler og mønter, som de nye betalingsinstrumenter til en vis grad er alternativer til. For betalinger over en vis størrelse vurderes kontantbetalinger normalt at være forbundet med større risici og omkostninger end andre typer af betalinger. Brugerne kan dog af andre årsager foretrække kontantbetalinger, fx ud fra et

ønske om anonymitet. Fordele og ulemper ved kontantbetalinger belyses ikke nærmere i artiklen.

MOBILBETALINGER

De seneste år er anvendelsesområdet for mobiltelefoner blevet væsentligt udvidet, og mobiltelefonen forventes i stigende grad at vinde indpas som betalingsinstrument. Det skyldes ikke bare den betydelige udbredelse, men også at den teknologiske udvikling har åbnet mulighed for flere nye betalingstjenester og udvidet udvalget af varer og tjenester, der kan købes via en mobiltelefon. Der er således ikke længere udelukkende tale om digitale ydelser, som ringetoner mv., men også andre varer og tjenester.

Endelig knytter der sig visse fordele for udbyderen af varer og tjenester og især forbrugerne ved brug af mobilbetalinger. Betalingerne tager typisk kortere tid end andre typer betalinger, og de kan foretages kun ved brug af mobiltelefonen, som mange forbrugere altid bærer på sig og har let adgang til.

Typen af mobilbetalinger

Mobilbetalinger kan overordnet inddeles i fjerntransaktioner og nærtransaktioner. Ved en *fjerntransaktion* forstås en betaling, der kan foregå på kortere eller længere afstand af det, der skal betales for, og kan udføres uafhængigt af, hvor kunden befinder sig. Fjerntransaktioner gennemføres typisk ved at sende en SMS – en Short Message Service – fra mobiltelefonen.

Nærtransaktioner er betalinger, der gennemføres fysisk tæt på varen eller tjenesten, der købes, fx i et supermarked. Gennemførelsen af disse transaktioner sker typisk via såkaldt Near Field Communication, NFC, som er en særlig kontaktløs teknologi, hvor data udveksles inden for en afstand af få centimeter.

Tilsvarende kan der generelt skelnes mellem to typer af afregning af mobilbetalinger. Ved den ene type sker det via bogføring hos teleselskabet, enten i form af tillægstaksering til kundens abonnement eller via forbrug af forudbetalt taletid. Ved den anden type foregår afregningen direkte på konti i bankerne efter samme procedurer som for almindelige betalingsinstrumenter, fx dankort.¹

¹ Se Jesper Bakkegaard, Mobilbetalinger, Danmarks Nationalbank, *Working Papers*, nr. 63, oktober 2009.

Regulering

I Danmark er mobilbetalinger reguleret i lov om betalingstjenester. Loven trådte i kraft 1. november 2009 og er en udmøntning af det såkaldte betalingstjenestedirektiv, der har til formål at harmonisere reglerne for formidling af betalinger i EU.¹

Betalingstjenesteloven dækker dog kun betalinger, hvor teleselskabet alene fungerer som mellemmand og ikke er involveret i ydelsen af varen eller tjenesten. Fx er køb af busbilletter omfattet af loven, men ikke ringetoner, nyheder og lignende, der leveres af teleselskabet eller ved anvendelsen får tilført værdi af teleselskabet.

Afregnes betalingen via mobilkundens abonnement hos teleselskabet, skal selskabet som udgangspunkt søge tilladelse som betalingsinstitut. Det er en ny type finansielle institutter, der er indført med betalingstjenestedirektivet. Det betyder, at teleselskabet skal leve op til en række harmoniserede krav, herunder kapitalkrav og regler for beskyttelse af brugernes midler, kaldet ringfencing.

Hvis afregningen sker via forbrug af forudbetalt taletid, kan der være tale om elektroniske penge, e-penge, jf. nedenfor. Teleselskabet skal så i stedet søge godkendelse som udsteder af e-penge, hvis værdien af betalingerne overstiger en vis grænse. Ifølge den nuværende lovgivning må et sådant selskab ikke udføre andre tjenester end formidling af betalinger med e-penge.

Denne begrænsning er der på europæisk plan blevet rådet bod på med den netop vedtagne revision af det såkaldte e-pengedirektiv, jf. nedenfor. Der åbnes her for, at en e-pengeudsteder gerne må yde andre betalingstjenester, herunder mobilbetalinger, hvor afregningen sker via kundens abonnement. Det reviderede e-pengedirektiv skal nu gennemføres i Danmark.

I Danmark er mobilbetalinger endvidere reguleret i en rammeaftale, som teleselskaberne tiltrådte i juni 2008. Aftalen opstiller fælles regler for udbud af tjenester, der afregnes via et tillæg til mobilabonnementet, såkaldte tillægstakserede tjenester, med det sigte at understøtte brugen af mobiltelefonen som betalingsinstrument.

Markedet for mobilbetalinger

I udlandet pågår der en væsentlig udvikling inden for mobilbetalinger. I mange lande tilbyder udbydere i dag NFC-baserede løsninger til nærtransaktioner, fx i forbindelse med køb af bus- og togbilletter, mindre varekøb osv. Fjerntransaktioner har bl.a. vundet frem i mindre udviklede

¹ Se Anders Mølgaard Pedersen, Betalingstjenestedirektivet, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2007.

lande, hvor adgangen til traditionelle bankydelser er begrænset, og hvor der ikke eksisterer nogen egentlig betalingsinfrastruktur.

Et eksempel på et system til overførsler baseret på fjerntransaktioner ved hjælp af en mobiltelefon er det såkaldte M-PESA-system i Kenya. Systemet tillader kunder via deres mobiltelefon at overføre et pengebeløb til en hvilken som helst anden kunde i M-PESA-systemet. Herudover kan kunderne indsætte og udtrække penge fra deres konti hos M-PESA.¹

I Danmark anvendes mobiltelefonen endnu kun i begrænset omfang som betalingsinstrument. I de senere år har der dog været iværksat flere pilotprojekter med fjerntransaktioner, hvor der betales ved hjælp af en SMS og udelukkende sker afregning via teleselskabet. Der har primært været tale om forsøg med billetkøb til transportmidler som bus og tog.

PBS og de danske pengeinstitutter forventer i år at lancere en mobil-løsning, hvor købet ligeledes initieres med en SMS, men hvor afregningen sker via kundens bankkonto og ikke via bogføring hos teleselskabet. Nærtransaktioner baseret på NFC-teknologi tilbydes endnu ikke i Danmark.

BETALINGER MED ELEKTRONISKE PENGE

Elektroniske penge, e-penge, betegner en elektronisk lagret pengeværdi, der er karakteriseret ved at kunne anvendes til køb af varer og tjenester hos andre end udsteder. Akkurat som kontanter anvendes e-penge typisk til mindre betalinger på selve forretningsstedet. Derudover er visse former for e-penge særligt velegnede til handel på internettet.

I 2000 vedtog Europa-Parlamentet og Rådet det såkaldte e-penge-direktiv, der regulerer adgangen til at udstede e-penge.² Formålet var at styrke udviklingen af e-pengemarkedet i EU og dermed fremme væksten i internethandel samt mere generelt at reducere omkostningerne ved detailbetalinger.

Markedet for e-penge har imidlertid ikke udviklet sig som ventet, og udbredelsen af e-penge i såvel Danmark som udlandet er relativt begrænset. Det afspejler, at hverken forbrugere eller betalingsmodtagere hidtil har fundet, at der er tilstrækkelige fordele ved at benytte e-penge. Derudover har de relativt strenge krav til e-pengeudstedere i direktivet været en hæmsko for udviklingen.

¹ Se Howard Williams og Maili Torma, Trust and Fidelity: From "under the mattress" to the mobile phone, Moving the debate forward, Vodafone, *The Policy Paper Series*, nr. 6, 2007, for mere information om M-PESA.

² Direktiv 2000/46/EF om adgang til at optage og udøve virksomhed som udsteder af e-penge og tilsyn med en sådan virksomhed.

I takt med fremkomsten af nye forudbetalte betalingsinstrumenter opstod et behov for lovgivningsmæssige rammer for sådanne instrumenter og et passende tilsyn. Som en konsekvens heraf vedtog Europa-Parlamentet og Rådet i 2000 det såkaldte e-pengedirektiv om adgang til at udøve virksomhed som udsteder af elektroniske penge og tilsyn med en sådan virksomhed.¹

Udviklingen af e-pengemarkedet har dog vist sig at foregå relativt trægt, og ifølge Europa-Kommissionen har bl.a. reguleringen på området været afgørende herfor. Et problem udspringer af den uklare definition af e-penge og direktivets anvendelsesområde. Andre problemer er en meget omfattende tilsynsordning, herunder høje kapitalkrav, uensrettede undtagelsesregler og autorisationsprocedurer.

Kommissionen har derfor udarbejdet et revideret e-pengedirektiv – som Europa-Parlamentet og Rådet siden vedtog – med henblik på at lette markedsvilkårene for udstedere af e-penge. Behovet for en sådan revidering er yderligere forstærket som følge af vedtagelsen af det såkaldte betalingstjenestedirektiv. Direktivet indfører en ny type institutter – såkaldte betalingsinstitutter – som i dag, dvs. uden ændring af e-pengedirektivet, må udføre flere former for betalingstjenester og andre aktiviteter end e-penge-institutter, men er underlagt lempeligere tilsyns krav.

Overordnet set indebærer ændringerne i det reviderede e-pengedirektiv, at der skabes lige konkurrencevilkår for alle udbydere af betalingstjenester, og at det i det hele taget gøres nemmere at optage og udøve virksomhed som udsteder af e-penge.

Mere specifikt sker det ved, at startkapitalkravene for udstedere af e-penge reduceres fra tidligere 1 mio.euro til 350.000 euro, således at disse bringes mere på linje med den risiko, der løbes. Dertil udvides aktivitetsmulighederne for e-penge-institutter til også at omfatte andre betalingstjenester, fx tjenester, der muliggør, at kontantbeløb placeres på en betalingskonto eller hæves herfra, og gennemførelse af betalingstransaktioner, herunder overførsler af midler til en betalingskonto hos brugerens udbyder af betalingstjenester eller hos en anden udbyder. Herudover åbnes der for, at e-penge-institutter må yde kredit, forudsat at denne udelukkende ydes i forbindelse med gennemførelsen af en betalingstransaktion.

¹ Direktiv 2000/46/EF om adgang til at optage og udøve virksomhed som udsteder af elektroniske penge og tilsyn med en sådan virksomhed.

I 2008 fremlagde Europa-Kommissionen derfor et revideret e-penge-direktiv, jf. boks 1. Forslaget indeholdt en opblødning af kravene til e-pengeudstedere, herunder lavere kapitalkrav, og en række ændringer, der var affødt af betalingstjenestedirektivet. Det reviderede e-penge-direktiv blev vedtaget af Europa-Parlamentet og Rådet i 2009.

Baggrund

Normalt sondres der mellem kort- og netværksbaserede e-penge afhængig af, hvor pengeværdien er lagret. Kortbaserede e-penge, også kaldet hardware-e-penge, kan sammenlignes med en elektronisk pung, hvor kortets (rest)værdi er registreret på en chip. Netværksbaserede e-penge, eller software-e-penge, er lagret på en server og noteret på individuelle konti, som indehaverne har adgang til via internettet.

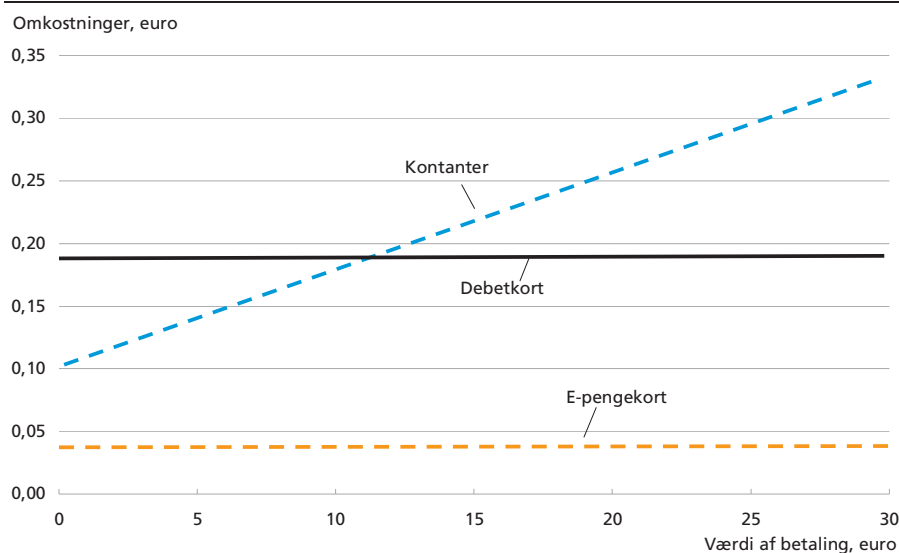
De første e-penge så dagens lys i Japan sidst i 1980'erne. Udstederne var i starten teleselskaber, trafikelskaber og detailhandlende, som udvidede anvendelsesmulighederne for deres forudbetalte chipkort. I Europa begyndte denne type kort at vinde frem i første del af 1990'erne. Netværksbaserede e-penge udvikledes i begyndelsen noget trægere, men begyndte efterhånden at blive mere udbredt i takt med den stigende brug af internettet.

Et af de første europæiske e-pengeprodukter var det danske kort Danmønt. Kortet blev udviklet af aktieselskabet Danmønt med PBS som hovedaktionær og indført i 1992. Danmønt blev imidlertid aldrig en succes, og kortet blev udfaset i 2005. Når Danmønt aldrig vandt indpas, skyldes det formentligt, at det allerede eksisterende dankort opfyldte samme behov hos forbrugerne som Danmønt.

Flere internationale studier peger på, at e-penge er et effektivt betalingsprodukt. Det er bl.a. blevet dokumenteret i en hollandsk undersøgelse af de samfundsmæssige omkostninger ved forskellige typer detailbetalinger, herunder betalinger med e-pengekort. Ifølge resultaterne fra undersøgelsen, der er vist i figur 1, er omkostningerne ved betalinger med e-pengekort for alle værdier af betalingen lavere end ved betalinger med kontanter og debetkort.

OMKOSTNINGER VED DETAILBETALINGER I HOLLAND

Figur 1



Anm: Figuren viser de samfundsmæssige omkostninger for forskellige typer af detailbetalinger som en funktion af betalingens værdi. For betalinger med debet- eller e-pengekort er omkostningerne ved en betaling i store træk uafhængige af betalingens størrelse. For kontantbetalinger stiger omkostningerne med betalingens værdi.

Kilde: Se H. Brits, og C. Winder, Payments are no free lunch, De Nederlandsche Bank, *Occasional Studies*, vol. 3, nr. 2, 2005.

De relativt lave omkostninger ved betaling med e-penge skyldes i høj grad, at e-penge er forudbetalte, således at værdien, der skal betales, findes på kortets chip eller på fx en e-konto. Det er derfor ikke, som for fx traditionelle betalingskort, nødvendigt for hver betaling at kontrollere, at der er trækingsret på den bagvedliggende konto, hvilket kræver online-kommunikation med en autoriseringscentral.

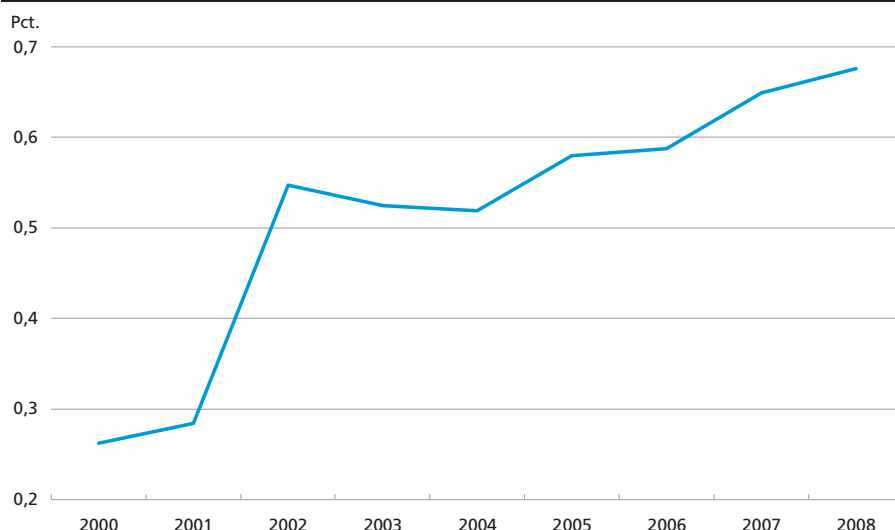
Udbredelsen af e-penge

Der findes kun begrænset statistik for udbredelsen af e-penge. Ifølge statistik fra Den Europæiske Centralbank, ECB, tegner betalinger med e-penge sig for mindre end 1 pct. af de samlede detailbetalinger i Europa, jf. figur 2. ECBs statistik omfatter ikke betalinger med netværksbaserede e-penge, herunder transaktioner via Paypal, jf. nedenfor, men dokumenterer alligevel, at e-penge fortsat kun anvendes i beskedent omfang.

Heller ikke i Danmark har brugen af e-penge vundet indpas. De eksisterende e-pengeprodukter er primært netværksbaserede løsninger i form af såkaldte e-konti. De fungerer ved, at forbrugeren opretter en e-konto på en central server og herefter overfører penge til e-kontoen fra sit debit- eller kreditkort via den eksisterende betalingsinfrastruktur. Når det er gjort, kan forbrugeren foretage køb på internettet uden at opgive kortnummer mv.

TRANSAKTIONER MED E-PENGE I FORHOLD TIL DET SAMLEDE ANTAL
DETAILBETALINGER I EU

Figur 2



Anm.: Figuren omfatter ikke samtlige transaktioner med e-penge i EU, idet betalinger med netværksbaserede e-penge ikke er inkluderet.

Kilde: ECBs Blue Book Statistics.

PAYPAL

Boks 2

PayPal Inc. tilbyder kunder at sende og modtage betalinger online. Selskabet blev i 2002 overtaget af online-auktionsvirksomheden eBay og har i form af datterselskabet PayPal Europe opnået licens som kreditinstitut i Luxembourg. Ifølge e-pengedirektivet må kreditinstitutter ligesom e-penge-institutter udstede e-penge.

Transaktioner i PayPal-systemet foregår i praksis ved, at kunden via den eksisterende betalingsinfrastruktur overfører et pengebeløb til sin konto hos PayPal. Kunden kan herefter foretage et internetkøb ved at overføre det relevante pengebeløb fra sin PayPal-konto til sælgers konto. Den samme procedure gælder for pengeoverførsler mellem to kunders konti i PayPal-systemet.

Kunder hos PayPal har ligeledes adgang til en facilitet, hvormed de kan tilknytte deres bankkonto til deres PayPal-konto. I tilfælde af, at der er utilstrækkelige midler på PayPal-kontoen til at foretage et køb, kan dette stadig gennemføres, idet der så trækkes på bankkontoen.

På verdensplan har PayPal i dag mere end 80 millioner aktive konti og gennemførte i 2009 transaktioner til en samlet værdi af 71 mia.dollar svarende til en stigning på 19 pct. i forhold til året før.

Kilde: www.paypal.com.

Selve betalingen foregår ved, at kunden overfører et pengebeløb fra sin e-konto til sælgers e-konto. Den samme procedure gælder, hvis kunden ønsker at foretage en overførsel til en anden kunde. Alle overførsler mellem e-konti sker i et lukket system uden for den eksisterende betalingsinfrastruktur. I Danmark kendes e-konto-løsningen bl.a. fra systemet PayPal, jf. boks 2.

En væsentlig fordel ved at bruge e-konto ved betaling på internettet frem for fx traditionelle betalingskort er, at forbrugeren ikke behøver at indtaste kortoplysninger, hvilket reducerer risikoen for svindel og misbrug.

Der findes en række betalingsprodukter, der ligger i gråzonen af at være e-penge. Eksempler er elektroniske betalingsbeviser, der bruges til gavebeviser, teleselskabernes forudbetalte taletidskort og Rejsekortet, jf. boks 3. PBS tilbyder i dag forretninger at udstede forudbetalte gave-

REJSEKORTET

Boks 3

I 2003 etablerede en række trafikselskaber, herunder DSB, selskabet Rejsekort A/S med det formål at forestå etableringen og drift af et landsdækkende elektronisk billetteringssystem, det såkaldte rejsekortsystem. Rejsekortet er et elektronisk kort, som via en indbygget chip kan kommunikere med kortlæserne og de bærbare kontrolenheder, som bruges af personalet i bus, tog og metro.

Med Rejsekortet bliver Danmark et af de første lande i verden, der får et landsdækkende rejsekort. Tilsvarende kort findes også i andre lande, men kan dog primært anvendes i større byer. Rejsekort A/S' målsætning er, at to millioner kunder har et rejsekort i 2012, og at det kan købes online og på 400 salgssteder over hele landet.

Kilde: www.rejsekort.dk.

kort via internettet eller i automater, det såkaldte PBS Prepaid Internet. Hvis disse gavekort kan anvendes hos tilstrækkeligt mange forretningssteder, falder de under definitionen af e-penge.

NETBANKBETALINGER VED INTERNETHANDEL

En tredje nyere betalingsform er netbankbetalinger ved internethandel. Den dækker over transaktioner, hvor en kunde i forbindelse med et køb på internettet ledes til sin netbank og efterfølgende foretager en konto-til-konto-overførsel. Løsningen kan opfattes som et egentligt betalingsinstrument, idet de relevante informationer om overførslen udfyldes automatisk, så kunden udelukkende skal godkende betalingen – nærmest som at indtaste en pinkode ved en korttransaktion.

På europæisk plan arbejdes der med at definere et sæt fælles rammer for denne type betalinger. Det sker som led i arbejdet med at etablere et fælleseuropæisk detailbetalingsområde i euro, et Single Euro Payments Area, SEPA.¹ De europæiske bankers organisation med ansvar for SEPA, European Payments Council, EPC, har nedsat en arbejdsgruppe, der skal fremkomme med et såkaldt framework for netbankbetalinger ved internethandel i SEPA. Arbejdsgruppen forventer at offentliggøre sit forslag i løbet af 2010.

Hensigten med forslaget er, at det skal være muligt for en kunde med konto i fx en belgisk bank at handle i en internetforretning i Finland og i betalingsøjeblikket gennemføre en konto-til-konto-overførsel via kundens netbank. Dette vil kræve, at kundens bank ligesom internetforretningens bank er tilsluttet EPCs framework, og at forretningens bank er i stand til at modtage en såkaldt SEPA Credit Transfer, SCT, som er et harmoniseret instrument for konto-til-konto-overførsler.

Etableringen af en europæisk løsning for netbankbetalinger kan få væsentlig betydning for især grænseoverskridende internethandel, idet der skabes et betalingsinstrument, der er særlig velegnet til denne type handel.

Nuværende løsninger

Der findes i dag flere mere eller mindre nationale netbankbetalingsløsninger. En af dem er det hollandske iDEAL, som tilbyder kunder i mange forskellige banker at foretage netbankbetalinger i forbindelse med internethandel. En anden løsning er det tyske GiroPay, der ligesom iDEAL fungerer ved, at kunden ved handel på internettet i betalingsøje-

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

blikket ledes direkte til sin netbank, hvorefter kunden initierer en konto-til-konto-overførsel til forretningen.

I Danmark tilbydes også lignende løsninger, men der er dog alene tale om intrabank-løsninger, hvor den enkelte kunde og forretning skal have konto i samme pengeinstitut.

Af andre løsninger rettet mod internethandel kan nævnes PBS' såkaldte ePayment. Løsningen tilbyder internetforretninger at modtage forskellige betalingskort, herunder Dankort, og understøtter kortselskabernes standard for sikker internethandel. Det sidste betyder, at internetforrettningens risiko for misbrug af tredjemand reduceres. Tilslutning til ePayment kræver bl.a., at internetforretningen har indgået en betalingskortaftale for de kort, den pågældende forretning ønsker at modtage.

TILLÆGSYDELSER TIL BETALINGER

I de senere år har elektroniske betalinger gradvis erstattet manuelle, papirbaserede betalinger. Det afspejler den højere grad af bekvemmelighed, sikkerhed og efficiens, der er knyttet til elektroniske betalinger.

Det efficiensmæssige potentiale ved betalinger udnyttes imidlertid ikke til fulde, såfremt transaktionerne blot gøres elektroniske uden også at effektivisere de procedurer og rutiner, der går forud for selve transaktionen. Det sidste vedrører såkaldte tillægsydelser, der kan forstås som procedurer og standarder, der anvendes i forbindelse med eksisterende betalingsinstrumenter med henblik på at øge den samlede efficiens i hele betalingskæden. Et eksempel på en tillægsydelse er e-fakturering, dvs. elektronisk håndtering af fakturaer.¹

På europæisk plan er der fokus på tillægsydelser til betalinger og især e-fakturering. Europa-Kommissionen har således nedsat en ekspertgruppe, der skal etablere en europæisk løsning for e-fakturering. Ifølge gruppen vil e-fakturering kunne føre til en væsentlig reduktion i administrationsomkostningerne for europæiske virksomheder og institutioner bl.a. gennem lavere omkostninger til manuelt arbejde, materialer og transport. I relation til SEPA-projektet, jf. ovenfor, vil det føre til en væsentlig effektivisering i hele betalingskæden på tværs af de deltagende lande eksemplificeret ved, at en tysk virksomhed sender en elektronisk faktura til en hollandsk kunde, som efterfølgende gennemfører betalingen ved at initiere en SCT fra sin egen bank.

Danmark har i nogen grad indført e-fakturering, idet alle virksomheder, der handler med det offentlige, skal sende elektroniske fakturaer.

¹ Se Elin Amundsen og Dace Kalsone, E-Payment products and value-added services – moving towards an innovative European internal market, Danmarks Nationalbank, *Working Papers*, nr. 61, marts 2009.

Ny metode til estimation af formueindkomsten på betalingsbalancen

Jannick Damgaard, Mathies Lau Friis Laursen og Robert Wederkinck, Statistisk Afdeling

INDLEDNING

Betalingsbalancens løbende poster revideres hvert år i oktober. De senere år har især posten formueindkomst fra direkte investeringer¹ givet anledning til store revisioner. Det skaber usikkerhed om den foreløbige opgørelse af saldoen på betalingsbalancens løbende poster.

Formueindkomst opgøres i betalingsbalancesammenhæng som afkast af den investerede kapital i form af renter, udbytter og ikke-udlodet resultat. For direkte investeringer opgøres formueindkomsten ud fra oplysninger om det årlige resultat i udenlandske virksomheder ejet af danskere henholdsvis danske virksomheder ejet af udlændinge. Da årets resultat først foreligger med forsinkelse, anvendes et skøn i de foreløbige opgørelser af betalingsbalancen, og revisionernes størrelse afhænger således af, hvor tæt skønnet er på virksomhedernes endelige resultat. Store revisioner af formueindkomsten fra direkte investeringer er et udbredt problem, der også kendes i andre lande.² For fremadrettet at minimere revisionerne er der udviklet en ny model til at estimere formueindkomsten fra direkte investeringer til brug for de foreløbige danske betalingsbalanceopgørelser.

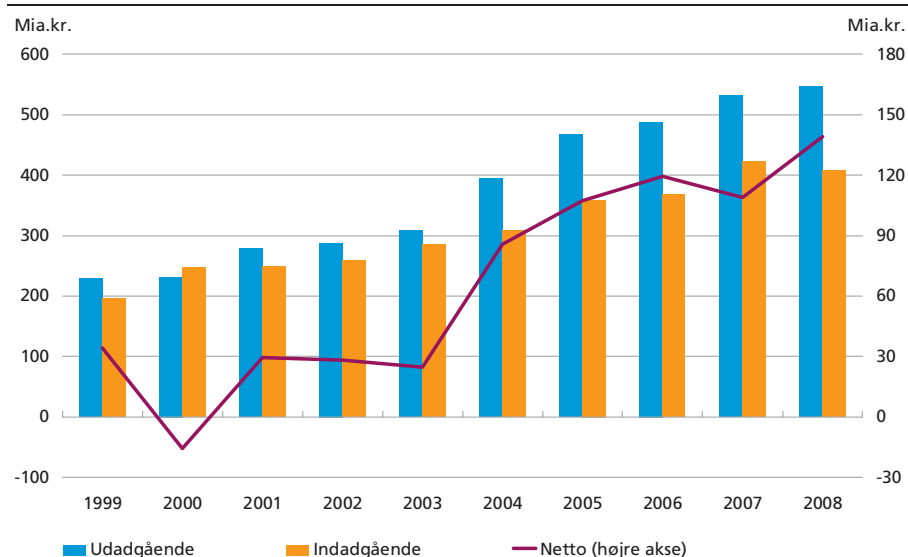
Den nye model inddrager i modsætning til hidtidig praksis information om den forventede konjunkturudvikling og forventes at føre til markant mindre revisioner af indtægter og udgifter. Hermed forventes den ændrede praksis at give anledning til et bedre skøn for den foreløbige opgørelse af bruttobevægelser på betalingsbalancen og øger således den analytiske anvendelighed af denne. Revisionerne af nettoindtægter reduceres kun i mindre omfang.

¹ I overensstemmelse med de internationale retningslinjer, jf. IMF's *BPM6* og OECD's *BD4*, opgøres direkte investeringer som finansielle mellemværender mellem koncernforbundne virksomheder defineret ud fra et kriterium om mindst 10 procents ejerskab. Direkte investeringer indeholder normalt både egenkapital og koncernlån mv., men i denne artikel refererer direkte investeringer udelukkende til egenkapitaldelen. Årsagen er, at afkast af koncernlån rapporteres løbende og derfor ikke kræver skøn.

² Jf. ECB (2009b).

DIREKTE INVESTERINGER (VÆRDI ULTIMO ÅRET)

Figur 1



Anm.: Ekskl. gennemløbsinvesteringer.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

DIREKTE INVESTERINGER, FORMUEINDKOMST OG BETALINGSBALANCEUDVIKLING

Direkte investeringer spiller en væsentlig rolle i den danske finansielle balance over for udlandet, der ultimo 2008 udgjorde ca. 3.700 mia.kr.¹ For både danske investeringer i udlandet og udenlandske i Danmark er omfanget mere end fordoblet fra 1999 til 2008, jf. figur 1. Da de udadgående investeringer er vokset kraftigere end de indadgående investeringer, har Danmark opnået en betydelig nettoformue på posten direkte investeringer.

Den stigende nettoformue for direkte investeringer medvirker til, at Danmarks indtægter fra den samlede formueindkomst overstiger udgifterne. Siden 2003 er formueindkomsten fra direkte investeringer vokset markant og har bidraget betydeligt til overskuddet på betalingsbalancens løbende poster, jf. figur 2.

Det er et generelt træk for perioden 1999-2008, at formueindkomst har været genstand for de største revisioner på betalingsbalancens løbende poster, jf. figur 3.²

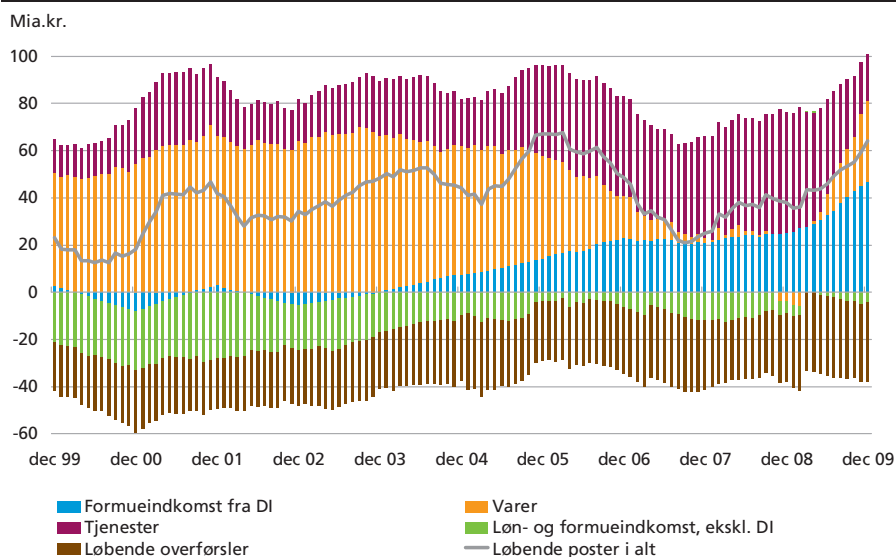
Den del af formueindkomsten, der klart bidrager mest til revisionerne, er afkastet af direkte investeringer. I perioden 2006-08 udgjorde de årlige

¹ Der refereres til gennemsnittet af aktiver og passiver ekskl. gennemløbsinvesteringer.

² Som anbefalet af IMF (2003) og ECB (2009a) ses på størrelsen af de absolutte revisioner.

BETALINGSBALANCENS LØBENDE POSTER, 12 MÅNEDER AKKUMULERET

Figur 2

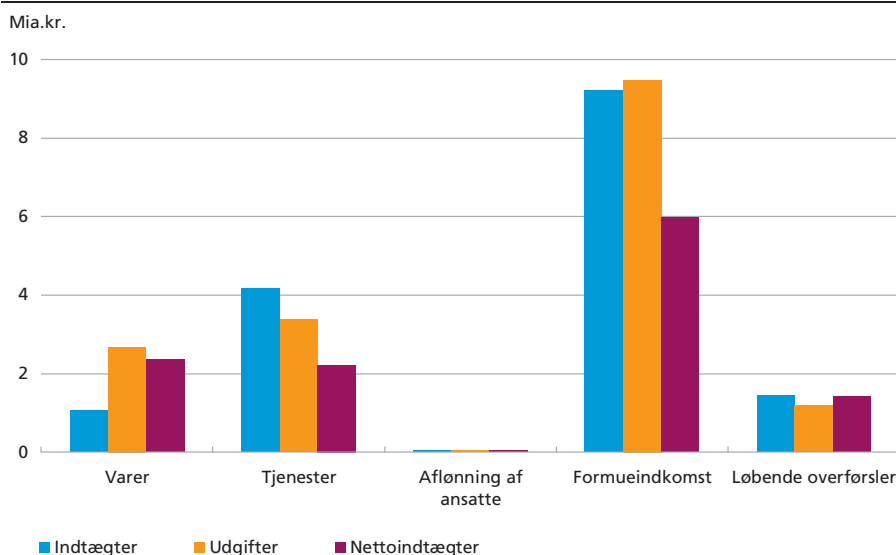


Anm.: Frem til og med 2008 bygger opgørelsen af formueindkomst fra direkte investeringer på data fra virksomhedernes årsregnskaber, mens data for 2009 er skøn.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

GENNEMSITLIG REVISION AF BETALINGSBALANCENS LØBENDE POSTER I 1999-2008

Figur 3



Anm.: I forbindelse med publiceringen i oktober af betalingsbalancen for august offentliggøres en revision af betalingsbalancens løbende poster for det foregående år. Figuren viser det absolutte gennemsnit af disse revisioner for perioden 1999-2008.

Kilde: Officielle opgørelser fra Danmarks Statistik publiceret i diverse udgaver af Statistiske Efterretninger.

absolutte revisioner af formueindkomsten fra direkte investeringer i gennemsnit 12,9 mia.kr. for indtægterne og 13,8 mia.kr. for udgifterne, mens de absolutte revisioner af nettoindtægterne i gennemsnit beløb sig til 6,8 mia.kr. Den øvrige del af formueindkomsten revideres markant mindre, da oplysningerne her indsamles løbende og dermed er væsentligt mere præcise.

NY ESTIMATIONSMODEL

Generelt har der i en række EU-lande, herunder Danmark, været anvendt skøn baseret på virksomhedernes historiske resultater til de foreløbige opgørelser af formueindkomsten fra direkte investeringer. Nationalbankens hidtidige estimationspraksis har på den baggrund vist sig ude af stand til at fange skift i konjunkturerne. I lyset af formueindkomstens store bidrag til betalingsbalancens løbende poster har Nationalbanken derfor udviklet en ny model, der på sigt forventes at medføre en reduktion i revisionerne.¹

Nationalbankens nye model til at skønne formueindkomsten fra direkte investeringer inddrager data for den forventede konjunkturudvikling, jf. boks 1.² Virksomhedernes resultat påvirkes af konjunkturerne, hvilket bekræftes af figur 4, som viser lav forrentning af den investerede kapital i forbindelse med lavvækstårerne i 2001-03 og stigende rentabilitet frem mod toppen af højkonjunkturerne i 2007.

En række økonomiske og finansielle variable har været afprøvet som indikator for konjunkturudviklingen i modelleringen af den forventede egenkapitalforrentning. Resultaterne viser, at acceleration henholdsvis deceleration i det forventede private forbrug³ er den bedste generelle indikator for udviklingen i egenkapitalforrentningen på tværs af lande- og branchegrupper. Modellen anvendes for hovedparten af de rapporterende virksomheder.

Derudover opstilles der nu individuelle skøn for formueindkomst genereret af særlige virksomheder, der falder uden for det generelle mønster. Typisk er der tale om virksomheder, som besidder lukrative rettighe-

¹ Formueindkomsten indsamles af Nationalbanken og leveres til Danmarks Statistik, som har ansvaret for publiceringen af betalingsbalancens løbende poster.

² En detaljeret beskrivelse af den nye danske metode kan findes i Damgaard, Laursen og Wederkinck (2010)

³ Der anvendes skøn fra Consensus Economics for det forventede private forbrug.

ESTIMATION

Boks 1

Den hidtidige praksis for estimation af formueindkomst fra direkte investeringer er baseret på et gennemsnit af de seneste års egenkapitalforrentning på virksomhedsniveau, men inddrager ingen information om den generelle økonomiske udvikling.

Den nye model tager ligeledes udgangspunkt i virksomhedernes egenkapitalforrentning og ikke årets resultat. Den primære årsag til dette er, at egenkapitalforrentningen kan antages at være stationær i modsætning til årets resultat, der vokser over tid, som følge af vækst i produktion og priser. Det giver generelt mere robuste resultater at estimere på stationære serier frem for ikke-stationære serier, jf. Granger and Newbold (1974). For at udglatte ekstreme observationer for egenkapitalforrentningen på virksomhedsniveau er der valgt en makrobaseret tilgang til data. Konkret aggregeres data, og den gennemsnitlige egenkapitalforrentning beregnes for danske direkte investeringer i: a) EU-/EFTA-lande, b) NAFTA-lande og c) resten af verden. For indadgående direkte investeringer i Danmark ses på tre branchegrupper: 1) landbrug, fremstillingsvirksomhed, råstofudvinding mv., 2) handel, transport, telekommunikation mv. og 3) finansieringsvirksomhed, forsikringsvirksomhed, forretningsservice mv.

Inden modellerne estimeres, fjernes data for gennemløbsinvesteringer og særlige virksomheder. Gennemløbsinvesteringer er virksomheder, der ikke har realøkonomisk aktivitet i Danmark, men som er stiftet med det ene formål at eje kapitalandele i udenlandske dattervirksomheder. For formueindkomsten holdes gennemløbsinvesteringer neutrale på nettobasis. Særlige virksomheder defineres som virksomheder, der har en egenkapitalforrentning over 35 pct. og et resultat på mindst 1 mia.kr. i minimum tre år i træk.

I praksis benytter den nye model ligesom den hidtidige praksis den historiske egenkapitalforrentning, men udvides til også at indeholde et korrektionsled, som har til formål at opsamle effekten fra konjunkturændringer. Den forventede egenkapitalforrentning i måned m i år t kan således opstilles på følgende måde:

$$\hat{R}_{t(m)} = R_{t-1(m)} + \hat{e}_{t(m)},$$

hvor R repræsenterer egenkapitalforrentningen og e korrektionsleddet. Der estimeres specifikt en model for korrektionsleddet, der defineres som forskellen mellem egenkapitalforrentningen i indeværende og den senest tilgængelige periode, ud fra accelerationen henholdsvis decelerationen i det forventede private forbrug, C :

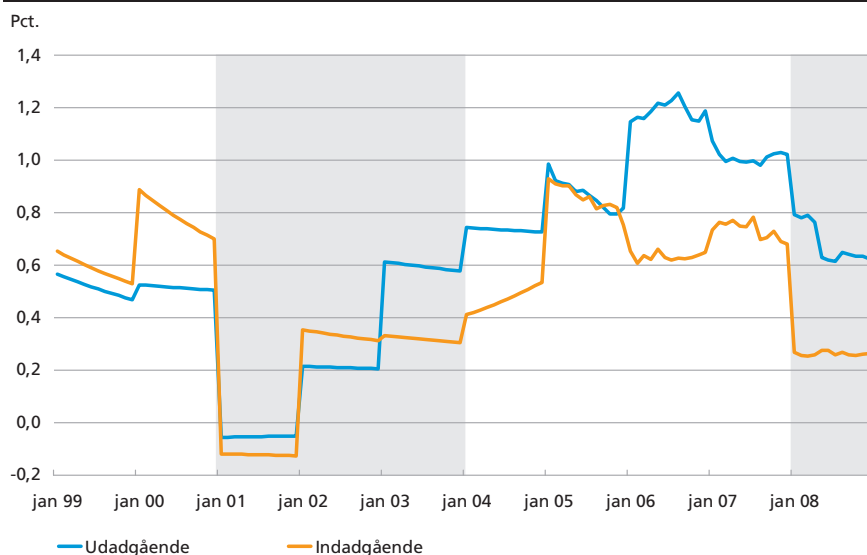
$$e_{t(m)} = \beta \left(\hat{C}_{t(m)} - \hat{C}_{t-1(12)} \right)$$

der til råstoffer eller patenter og derfor har exceptionelle overskud.¹ Der er p.t. identificeret fem særlige virksomheder, og de foreløbige skøn for formueindkomsten fra disse baseres fremover på information fra kvartalsregnskaber, løbende udbyttebetalinger mv.

¹ Den præcise definition af særlige virksomheder i denne sammenhæng findes i boks 1.

MÅNEDLIG EGENKAPITALFORRENTNING AF DIREKTE INVESTERINGER

Figur 4



Anm.: Ekskl. gennemløbsinvesteringer og særlige virksomheder. De skraverede områder markerer lavvækstperioder, der her defineres som perioder, hvor den årlige BNP-vækst er mindre end 1 pct.

Dam (2008) og Bordo og Helbling (2003) påviser tendens til synkronisering af konjunkturcykler på tværs af lande, hvorfor lavvækst alene defineres ud fra danske data i figuren.

For perioden 1999-2004 er månedsdata konstrueret på baggrund af faktiske årstal, mens faktiske månedsobservationer er tilgængelige fra januar 2005.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af virksomheders indberetninger til Nationalbankens opgørelse af den danske betalings- og kapitalbalance.

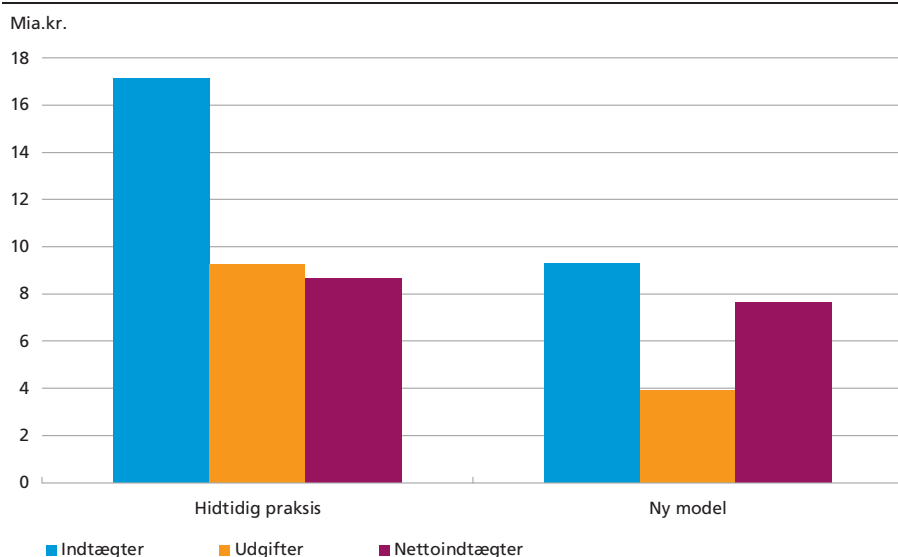
FORVENTET EFFEKT OG SAMMENFATNING

Ved at afprøve modellen på historiske data er det muligt at vurdere effekten. En sammenligning af den hidtidige, rent bagudskuende praksis og den nye model med inddragelse af konjunkturrelle skift viser, at revisionerne reduceres markant ved anvendelse af den nye model, jf. figur 5. Revisionerne af især indtægter og udgifter reduceres betydeligt, mens forbedringen vedrørende nettoindtægterne er mere beskedent.¹ Årsagen er, at mens den hidtidige praksis førte til store revisioner af indtægter og udgifter, så havde skønnene en tendens til begge at være overvurderede eller undervurderede og dermed udligne hinanden på nettobasis. Den nye model sigter mod at estimere indtægter og udgifter så præcist som muligt med det resultat, at skønnet for indtægter og udgifter kan være overvurderet henholdsvis undervurderet eller vice versa. Revisionerne vil således ikke nødvendigvis have den samme tendens til at udligne hinanden på nettobasis.

¹ En sammenligning af de forskellige modeller, jf. Diebold og Mariano (1995), viser, at den nye metode rent statistisk giver bedre månedlige estimater for indtægter og udgifter end den hidtidige praksis.

SAMMENLIGNING AF GENNEMSNITLIG REVISION I 2006-08

Figur 5



Anm.: Figuren viser en sammenligning af de gennemsnitlige, absolutte årlige revisioner af formueindkomst fra direkte investeringer ekskl. gennemløbsinvesteringer og særlige virksomheder. I beregningerne, der ligger til grund for figuren, er modellerne implementeret på lande-/branchegruppeniveau.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af virksomheders indberetninger til Nationalbankens opgørelse af den danske betalings- og kapitalbalance.

På denne baggrund forventes implementeringen af den nye model for fremskrivning af formueindkomsten fra direkte investeringer at føre til mindre revisioner af denne post og dermed betalingsbalancens løbende poster i fremtiden. Den nye model blev implementeret i forbindelse med offentliggørelsen af betalingsbalancen for januar 2010. Effekten vil først kunne ses i forbindelse med indarbejdelsen af årsregnskabsdata for 2010 ved årsrevisionen i oktober 2011.

LITTERATUR

Bordo, Michael D. og Thomas Helbling (2003), Have National Business Cycles Become More Synchronized?, *NBER Working Paper*, nr. 10130.

Dam, Niels Arne (2008), Konjunkturcykler i Danmark og Europa, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, nr. 2, s.135-155.

Damgaard, Jannick, Mathies Lau Friis Laursen og Robert Wederkinck (2010), Forecasting Direct Investment Equity Income for the Danish Balance of Payments, Danmarks Nationalbank *Working Paper*, nr. 65.

Diebold, Francis X. og Robert S. Mariano (1995), Comparing Predictive Accuracy, *Journal of Business and Economics Statistics*, v13, s. 253-265.

ECB (2009a), Euro Area Balance of Payments and International Investment Position Statistics, 2008 Quality Report.

ECB (2009b), Press release: Euro area international investment position and its geographical breakdown (as at end-2008).

Foreign Direct Investment Task Force (2004), Foreign Direct Investment Task Force Report, Eurostat og ECB.

Granger, Clive W.J. og Paul Newbold (1974), Spurious regressions in econometrics, *Journal of Econometrics*, v2, s. 111-120.

IMF (2003), Data Quality Assessment Framework (DQAF) for Balance of Payments Statistics.

IMF (2009), Balance of Payments and International Investment Position Manual, Sixth Edition (BPM6).

OECD (2008), OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment, Fourth Edition (BD4).

Dankortbetalinger og detailomsætning

Maria Carlsen, Kapitalmarkedsafdelingen og Peter Ejler Storgaard, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING

En væsentlig del af betalingerne i den danske detailhandel foregår med dankort. Værdien af dankortbetalingerne kan anvendes som en tidlig indikator for detailomsætningen, da dankortomsætningen for en given måned er tilgængelig fra PBS A/S omkring en uge efter månedens udløb, mens Danmarks Statistik offentliggør detailomsætningen ca. 30 dage efter referencemånedens udløb.

Nationalbanken har siden 2005 anvendt dankortbetalinger som indikator for detailomsætningen. Detailomsætningen udgør omkring 45 pct. af det private forbrug ekskl. bilkøb og boligbenyttelse og anvendes ofte som indikator for udviklingen i det private forbrug. I Kvartaloversigten 2. kvartal 2005, side 17, opstilles en simpel regressionsmodel, der forklarer årsvækstraten i værdiindekset for detailomsætningen ud fra årsvækstraten i dankortomsætningen. Sammenhængen mellem dankortbetalinger og detailomsætning er ikke en til en. Det skyldes bl.a., at en række produkter og tjenesteydelser, der ikke indgår i detailomsætningen, også betales med dankort, ligesom der løbende har været en stigning i andelen af transaktioner, der betales med dankort.

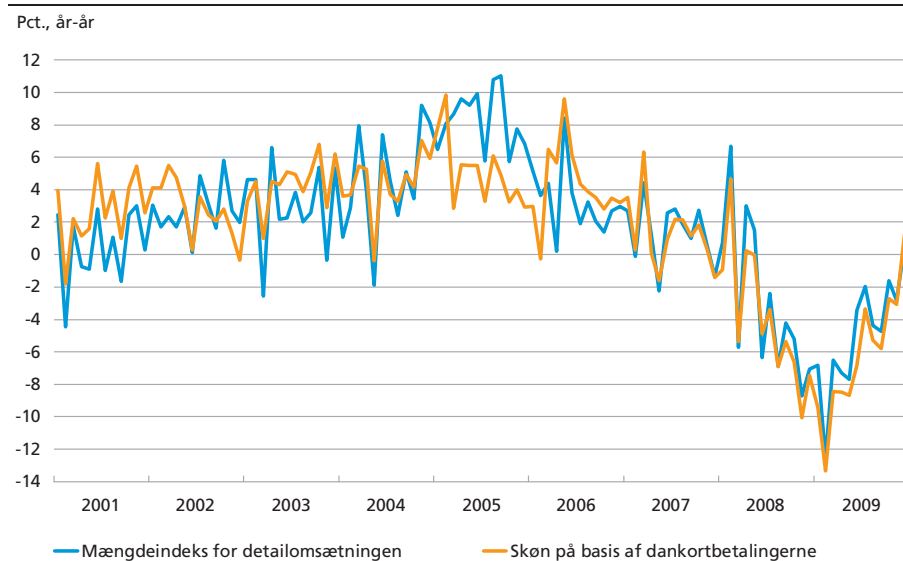
Ved at deflatere modellens skøn for årsvækstraten i værdiindekset fås et skøn for årsvækstraten i mængdeindekset for detailomsætningen, som er vist i figur 1. Det ses, at dankortbetalingerne generelt er en god indikator for detailomsætningen.

Til brug for konjunkturvurdering er det særligt det sæsonkorrigerede mængdeindeks for detailomsætningen, der har interesse. Den eksisterende model udvides derfor til at kunne give et skøn på det sæsonkorrigerede mængdeindeks. Ifølge modellen vil en stigning i dankortbetalingerne på 1 pct. indikere en stigning i detailomsætningen på 0,4 pct. Nedenfor beskrives de opstillede modeller og resultater kort, mens detaljer og databeskrivelse kan ses i Working Paper nr. 66¹.

¹ Kan findes på www.nationalbanken.dk.

MÆNGDEINDEKS FOR DETAILOMSÆTNINGEN, FAKTISK OG SKØN

Figur 1



Anm.: Ikke-sæsonkorrigerede tal.

Kilde: Danmarks Statistik, PBS A/S og egne beregninger.

UDVIDELSE AF DEN EKSISTERENDE MODEL

I forhold til den oprindelige model ses der på udvidelser i to dimensioner: modellering af sæsonmønstret og korrektion for prisudviklingen.

Der opstilles to modeller til forklaring af det sæsonkorrigerede mængdeindeks for detailomsætningen ud fra dankortbetalinger. Model 1 er i årlige vækstrater, mens model 2 er baseret på en model¹ i månedlige vækstrater. Fordelen ved model 2 er, at informationen fra de seneste 11 måneder udnyttes.

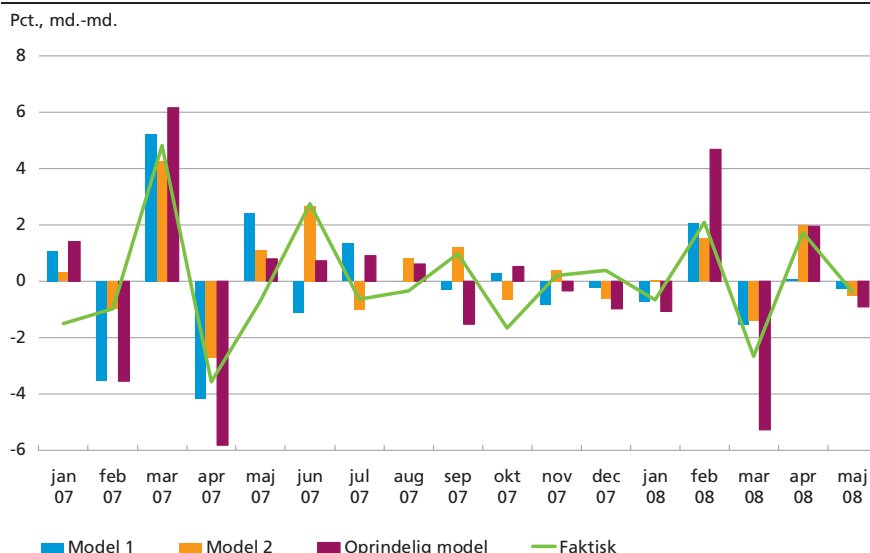
Såvel dankortbetalingerne som detailomsætningen er stærkt præget af sæsonudsving. Dels er der forskelle fra måned til måned, fx er både dankortbetalingerne og detailomsætningen særligt høje i december på grund af julehandlen, dels afhænger omsætningen af ugedagen, hvor dankortbetalingerne er højere om fredagen end på ugens øvrige dage. For at tage højde herfor inkluderes såkaldte sæsondummyer, herunder dummyer for antallet af mandage, tirsdage, ... i hver måned. Fx fanger en sådan variabel, hvis der er forskel i antallet af mandage mellem månederne.

Korrektionen for prisudviklingen anvender den implicite prisdeflator beregnet ud fra værdi- og mængdeindekset for detailomsætningen suppleret med et prisskøn for den seneste måned baseret på forbrugerpriserne, der foreligger allerede ca. 10 dage efter en måneds udløb.

¹ En såkaldt kointegreret vektor autoregressiv model.

MÆNGDEINDEKS FOR DETAILOMSÆTNING, FAKTISK OG MODELSKØN

Figur 2



Anm.: Sæsonkorrigerede tal.

Kilde: Danmarks Statistik, PBS A/S og egne beregninger.

RESULTATER

De to modeller estimeres for perioden januar 1998 - december 2006. De resterende 17 observationer i datamaterialet bruges til at vurdere modellernes prædiktionssevne uden for estimationsperioden.

Såvel model 1 som model 2 er bedre til at forudsige detailomsætningen end den oprindelige model, jf. figur 2. Sammenlignes de tre modellers prædiktionssevne ved målet MSE¹, er forudsigelsesfejlene tydeligt mindre for model 2 end for model 1 og den oprindelige model. Den gennemsnitlige forudsigelsesfejl, der indikerer, om der er bias i skønne, er tæt på nul for model 1, mens der er en lille positiv bias for model 2 (i størrelsesordenen en femtedel af standardafvigelsen for de månedlige ændringer i detailomsætningen).

For at være nyttig som indikator for detailomsætningen må modellen med dankortbetalinger have mindre forudsigelsesfejl end en model baseret alene på tidligere måneders detailomsætning. Sammenlignet med en sådan AR(4)-model har model 2 lavere MSE. Det viser, at dankortbetalingerne bidrager med væsentlig information til skøn på detailomsætningen.

¹ MSE (mean square error) er gennemsnittet af de kvadrerede forudsigelsesfejl.

Udgivne Working Papers

Mobilbetalinger

af Jesper Bakkegaard 2009 • 63

Danske virksomheders finansiering i et makroøkonomisk
perspektiv

af Christina Petersen og Lars Risbjerg 2009 • 62

E-Payment products and value-added services – moving
towards an innovative European internal market

af Elin Amundsen og Dace Kalsone 2009 • 61

Forbrugerpriser i Danmark 1502 - 2007

af Kim Abildgren 2009 • 60

Pressemeddelelser

DEN 10. DECEMBER 2009: RENTENEDSÆTTELSE

Med virkning fra 11. december 2009 nedsættes Nationalbankens rente på indskudsbeviser med 0,05 procentpoint til 0,95 pct., udlånsrenten nedsættes med 0,05 procentpoint til 1,20 pct., og foliorenten nedsættes med 0,05 procentpoint til 0,85 pct. 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: 1,20 pct.

Renten på indskudsbeviser: 0,95 pct.

Foliorenten: 0,85 pct.

Diskontoen: 1,0 pct.

DEN 7. JANUAR 2010: RENTENEDSÆTTELSE

Med virkning fra 8. januar 2010 nedsættes Nationalbankens rente på indskudsbeviser med 0,05 procentpoint til 0,90 pct., udlånsrenten nedsættes med 0,05 procentpoint til 1,15 pct., og foliorenten nedsættes med 0,05 procentpoint til 0,80 pct. 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: 1,15 pct.

Renten på indskudsbeviser: 0,90 pct.

Foliorenten: 0,80 pct.

Diskontoen: 1,0 pct.

DEN 14. JANUAR 2010: RENTENEDSÆTTELSE

Med virkning fra 15. januar 2010 nedsættes Nationalbankens rente på indskudsbeviser med 0,10 procentpoint til 0,80 pct., udlånsrenten nedsættes med 0,10 procentpoint til 1,05 pct., og foliorenten nedsættes med 0,10 procentpoint til 0,70 pct. Diskontoen nedsættes med 0,25 procentpoint til 0,75 pct.

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

Nationalbankens rentesatser er herefter:

Udlånsrenten: 1,05 pct.

Renten på indskudsbeviser: 0,80 pct.

Foliorenten: 0,70 pct.

Diskontoen: 0,75 pct.

DEN 25. JANUAR 2010: RAPPORT OM NATIONALE BETALINGSOVERFØRSLER

Nationalbanken offentliggør i dag en rapport fra en arbejdsgruppe, som har analyseret, hvor lang tid det tager at gennemføre en betalingsoverførsel i Danmark, og om det kan gøres hurtigere. Arbejdsgruppen har bestået af repræsentanter fra Forbrugerrådet, Dansk Erhverv, DI, Håndværksrådet, Finansministeriet, Økonomi- og Erhvervsministeriet, Økonomitstyrelsen, IT- og Telestyrelsen, Finanstilsynet, Finansrådet, PBS og Nationalbanken.

Arbejdsgruppens rapport beskriver den danske infrastruktur for detailbetalinger og de udenlandske erfaringer på området. Det tager i Danmark typisk én dag, fra en elektronisk betaling foretages, til den er modtager i hænde. I nogle lande tager det længere tid, mens det i andre lande er muligt at gennemføre visse betalingstyper inden for samme dag.

Arbejdsgruppen peger på tre tiltag, der vil kunne give kortere afviklingstider. Det drejer sig om:

Flytning af afviklingen af alle weekendens betalinger, så disse er modtager i hænde mandag morgen i stedet for, som i dag, tirsdag morgen.

Udskydelse af datacentralernes tidsfrist for modtagelse af betalingsordrer, hvorved flere betalinger foretaget i aftentimerne, fx via netbank, kan være modtager i hænde allerede den førstkommande dags morgen.

Indførelse af en ekstra daglig afvikling af konto-til-konto-overførsler, hvilket vil gøre det muligt at gennemføre fx betalinger via netbank inden for samme dag.

På baggrund af rapporten vil Finansrådet, PBS og Nationalbanken udarbejde et endeligt beslutningsgrundlag for eventuelle omlægninger i betalingsinfrastrukturen.

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 hovedposter (netto fra udlandet)	16
Betalingsbalancens porteføljeinvesteringer (netto fra udlandet)	17
Danmarks aktiver og passiver over for udlandet	18
Nationalregnskabets forsyningsbalance	19
EU-harmoniseret forbrugerprisindeks (HICP) og underliggende inflation (IMI)	20
Udvalgte månedlige økonomiske indikatorer	21
Udvalgte kvartalsvise økonomiske indikatorer	22
Valutakurser	23
Effektiv kronekurs	24
Nationalbankens statistiske publikationer	

Kilde- og signaturforklaring

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

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

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

Redaktionen af tabelafsnittet er afsluttet den 11. marts 2010.

Danmarks Nationalbank er kilde til tabellerne 1-14, 16-18 og 23-24, dog er NASDAQ OMX Copenhagen 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 AKTIEKURSIDDEKS

Tabel 1

Gældende ultimo året/fra	Nationalbankens rentesatser			ECB's rente- sats	Ultimo	Penge- markeds rente, 3 må- neders usikret	Effektive obligationsren- ter		Aktie- kurs indeks OMXC20 (tidl.KFX)
	Diskonto	Udlån	Ind- skuds- beviser	Primære markeds- operati- oner, fast rente ¹			10-årig stat	30-årig realkre- dit	
	Procent p.a.					Procent p.a.			3.7.89 =100
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	1,00	1,20	0,95	1,00	2009	0,85	3,62	5,19	336,69
2009 29 sep	1,00	1,25	1,00	1,00	aug 09	1,40	3,54	5,18	335,03
11 dec	1,00	1,20	0,95	1,00	sep 09	1,15	3,53	5,19	335,03
2010 8 jan	1,00	1,15	0,90	1,00	okt 09	1,05	3,65	5,28	324,16
15 jan	0,75	1,05	0,80	1,00	nov 09	1,05	3,53	5,21	327,20
					dec 09	0,85	3,62	5,19	336,69
					jan 10	0,80	3,54	5,10	354,85
11 mar	0,75	1,05	0,80	1,00	feb 10	0,85	3,42	5,03	354,77

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
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
dec 09	389,1	60,8	210,9	166,2	22,1	104,2	84,1
jan 10	415,4	58,1	196,0	131,2	11,3	26,4	116,2
feb 10	416,1	58,3	202,0	113,8	12,3	15,5	110,6

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.	Likviditetspåvirking	Interventionskøb af valuta, netto	Andet	I alt			Ændring	Ultimo
	Mia.kr.									
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
2009	178,6	123,8	54,8	153,6	17,1	170,7	6,5	-35,3	196,8	...
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
dec 09	-12,4	13,8	-26,2	7,9	-1,7	6,2	-0,4	0,7	-19,6	84,1
jan 10	27,2	13,5	13,7	18,7	...	...	...	...	...	116,2
feb 10	8,6	16,0	-7,4	0,0	...	...	...	...	...	110,6

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.							
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
2009	5.970,1	135,9	3.647,9	78,2	65,5	1.429,0	1.648,4	-417,6
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	5.945,4	131,7	3.642,0	74,1	63,0	1.414,5	1.630,3	-381,6
nov 09	6.025,3	130,5	3.648,3	74,8	63,2	1.393,1	1.642,2	-417,3
dec 09	5.970,1	135,9	3.647,9	78,2	65,5	1.429,0	1.648,4	-417,6
jan 10	6.090,3	133,7	3.659,4	80,1	68,0	1.431,5	1.701,4	-399,5
Ændring i forhold til året før, pct.								
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	...
2009	...	3,3	-2,0	92,4	15,5	-3,9	9,3	...
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	...
nov 09	...	2,2	-1,1	60,7	11,7	-5,1	13,5	...
dec 09	...	3,3	-2,0	92,4	15,5	-3,9	9,3	...
jan 10	...	1,5	-1,7	111,1	19,0	-3,2	13,2	...

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

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

PENGEMÆNGDEN

Tabel 5

	Seddel- og mønt- omløb ¹	Indlån på anfor- dring	M1	Tidsind- skud med opr. løbetid ≤ 2 år	Indlån med opsigel- sesvarsel ≤ 3 mdr.	M2	Genkøbs- forret- ninger	Udstedte obligati- oner mv. med opr. løbetid ≤ 2 år	M3
Ultimo	Mia.kr.								
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
2009	48,5	772,5	821,0	183,5	19,6	1.024,0	10,9	143,0	1.178,0
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	167,0	1.220,4
nov 09	48,1	786,0	834,2	187,1	17,7	1.039,0	3,1	160,1	1.201,2
dec 09	48,5	772,5	821,0	183,5	19,6	1.024,0	10,9	143,0	1.178,0
jan 10	47,4	793,3	840,8	185,7	17,2	1.043,7	6,9	191,5	1.242,2
Ændring i forhold til året før, pct.									
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
2009	...	...	8,7	...	...	-3,4	...	...	5,1
aug 09	...	...	7,8	...	...	5,1	...	...	7,9
sep 09	...	...	7,8	...	...	4,0	...	...	9,3
okt 09	...	...	9,5	...	...	-1,5	...	...	4,5
nov 09	...	...	9,5	...	...	-2,3	...	...	3,7
dec 09	...	...	8,7	...	...	-3,4	...	...	5,1
jan 10	...	...	9,1	...	...	-3,7	...	...	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.							
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
2009	4.147,6	876,1	1.359,1	575,7	529,7	1.203,5	1.179,6	1.418,7
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	4.103,1	784,2	1.357,3	562,5	517,7	1.236,3	1.072,0	1.443,8
nov 09	4.170,2	861,8	1.355,7	560,6	529,3	1.204,9	1.152,6	1.432,6
dec 09	4.147,6	876,1	1.359,1	575,7	529,7	1.203,5	1.179,6	1.418,7
jan 10	4.243,4	950,4	1.360,8	565,4	523,0	1.181,3	1.234,5	1.432,6
Ændring i forhold til året før, pct.								
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
2009	...	-10,1	-12,1	-1,9	-12,2	10,2	-18,3	-0,4
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	-4,3	-11,2	6,0	-31,8	0,0
nov 09	...	-19,7	-10,2	-3,9	-11,7	0,3	-31,0	-0,9
dec 09	...	-10,1	-12,1	-1,9	-12,2	10,2	-18,3	-0,4
jan 10	...	0,8	-11,4	-2,3	-10,7	2,0	-13,5	-1,8

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.							
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
2009	3.827,1	512,2	2.278,8	1.712,2	501,0	927,6	539,3	3.048,3
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
nov 09	3.236,9	420,0	2.278,9	1.704,9	504,2	426,6	456,0	2.557,0
dec 09	3.827,1	512,2	2.278,8	1.712,2	501,0	927,6	539,3	3.048,3
jan 10	3.074,2	429,2	2.283,2	1.714,0	504,2	278,4	484,6	2.418,2
Ændring i forhold til året før, pct.								
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
2009	...	19,5	5,3	5,1	7,2	46,4	13,7	18,0
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
nov 09	...	16,6	5,6	4,6	9,1	54,8	24,3	14,0
dec 09	...	19,5	5,3	5,1	7,2	46,4	13,7	18,0
jan 10	...	27,4	4,9	4,7	7,7	-6,9	18,2	6,7

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									
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
2009	3.682,4	2.287,9	1.283,8	1.403,6	575,7	770,0	2.278,8	1.712,2	513,8
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	3.672,9	2.261,2	1.303,3	1.401,9	562,5	784,8	2.271,1	1.698,7	518,5
nov 09	3.679,1	2.265,5	1.305,7	1.400,2	560,6	785,6	2.278,9	1.704,9	520,2
dec 09	3.682,4	2.287,9	1.283,8	1.403,6	575,7	770,0	2.278,8	1.712,2	513,8
jan 10	3.688,4	2.279,4	1.301,1	1.405,3	565,4	784,2	2.283,2	1.714,0	516,9
Ændring i forhold til året før, pct.									
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
2009	-2,8	3,2	-11,9	-13,5	-1,9	-21,3	5,3	5,1	7,3
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	-4,1	-9,5	-4,3	-12,9	5,8	4,7	13,4
nov 09	-1,8	2,4	-8,1	-11,8	-3,9	-17,1	5,6	4,6	9,8
dec 09	-2,8	3,2	-11,9	-13,5	-1,9	-21,3	5,3	5,1	7,3
jan 10	-2,0	2,9	-8,7	-11,4	-2,3	-17,2	4,9	4,7	8,0

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

REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN FORDELT PÅ LÅNETYPE

Tabel 9

Ultimo		Indekslån	Fastfor- rentede lån	Rentetilpasningslån		I alt	Heraf:		
				I alt	Heraf =<1 år		I alt	Lån i valuta	Afdragsfri lån ¹
Mia.kr.									
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		
2009	68,3	740,2	1.472,7	1.106,6	2.281,2	211,4	695,1		
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		
nov 09	70,7	769,0	1.437,9	1.103,4	2.277,6	201,3	688,0		
dec 09	68,3	740,2	1.472,7	1.106,6	2.281,2	211,4	695,1		
jan 10	68,5	729,5	1.487,3	1.092,9	2.285,3	214,2	697,5		

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

¹ Realkreditinstitutternes afdragsfri lån til ejerboliger og fritidshuse mv.

PENGEINSTITUTTERNES EFFEKTIVE RENTESATSER

Tabel 10

	Udlån				Indlån			
	Samlet	Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber	Finansiel- le selska- ber	Samlet	Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber	Finansiel- le selska- ber
Procent p.a.								
4. kvrt. 07	6,2	7,4	6,1	4,3	3,7	3,4	3,7	4,1
1. kvrt. 08	6,2	7,5	6,1	4,5	3,7	3,5	3,8	4,2
2. kvrt. 08	6,5	7,7	6,3	4,6	3,8	3,6	3,9	4,2
3. kvrt. 08	6,6	7,8	6,5	4,9	4,0	3,6	4,1	4,5
4. kvrt. 08	7,0	8,4	7,1	5,2	4,4	3,9	4,5	5,0
1. kvrt. 09	6,0	7,4	6,2	4,0	3,3	2,8	3,2	4,1
2. kvrt. 09	5,1	6,4	5,3	2,7	2,2	2,0	2,0	2,6
3. kvrt. 09	4,6	6,0	5,0	2,1	1,8	1,8	1,5	1,9
4. kvrt. 09	4,1	5,6	4,6	1,7	1,4	1,5	1,1	1,5
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
nov 09	4,1	5,7	4,6	1,6	1,4	1,5	1,1	1,5
dec 09	3,9	5,6	4,5	1,5	1,3	1,5	1,1	1,4
jan 10	3,9	5,6	4,4	1,5	1,3	1,4	1,0	1,4

UDVALGTE POSTER FRA INVESTERINGSFORENINGERNES BALANCE

Tabel 11

Ultimo	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.							
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
2009	865,3	487,5	301,3	252,7	357,8	185,0	22,7
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
4. kv. 09	865,3	487,5	301,3	252,7	357,8	185,0	22,7
Kvartalets transaktioner, mia.kr.							
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
4. kv. 09	...	4,8	4,1	3,0	5,9	-4,9	3,0

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.							
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
2009	3.410,7	435,8	392,9	160,0	2.799,3	255,4	639,8	348,7
aug 09	2.740,2	459,7	386,9	168,4	2.135,4	271,7	638,2	329,0
sep 09	2.798,7	475,6	399,3	167,5	2.183,3	287,1	635,6	339,8
okt 09	2.906,2	461,2	404,9	162,9	2.289,9	279,0	619,6	332,7
nov 09	3.037,9	452,3	396,6	163,2	2.433,5	269,5	618,3	338,7
dec 09	3.410,7	435,8	392,9	160,0	2.799,3	255,4	639,8	348,7
jan 10	2.732,0	468,1	404,2	165,1	2.120,1	283,9	675,7	368,3

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

HUSHOLDNINGERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER

Tabel 13

	Aktiver					Passiver		
	Kontanter og bankindskud mv.	Obligationer mv.	Aktier og andele i investeringsforeninger mv.	Opsparing i livsforsikrings- og pensionsordninger mv.	I alt	Lån mv.	Finansiell nettoformue	I alt
Ultimo	Mia.kr.							
2004	704	176	759	1.403	3.042	1.686	1.356	3.042
2005	785	173	1.121	1.617	3.696	1.892	1.804	3.696
2006	836	181	1.559	1.681	4.256	2.073	2.183	4.256
2007	902	191	1.434	1.723	4.250	2.273	1.977	4.250
2008	900	180	782	1.785	3.646	2.429	1.217	3.646
3. kv. 08	914	199	1.071	1.723	3.906	2.384	1.522	3.906
4. kv. 08	900	180	782	1.785	3.646	2.429	1.217	3.646
1. kv. 09	912	167	687	1.781	3.547	2.460	1.086	3.546
2. kv. 09	913	171	803	1.795	3.681	2.472	1.210	3.682
3. kv. 09	908	172	885	1.883	3.848	2.518	1.330	3.848

VIKSOMHEDERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER

Tabel 14

	Aktiver				Passiver				
	Kontanter, bankindskud og afgivne kreditter mv.	Obligationer mv.	Aktier og andele i investeringsforeninger mv.	I alt	Forpligtelser			Finansiell nettoformue	I alt
					Lån mv.	Udstedte obligationer mv.	Udstedte aktier mv.		
Ultimo	Mia.kr.								
2004	686	161	1.469	2.315	1.203	142	2.245	-1.275	2.315
2005	790	162	2.198	3.150	1.342	142	3.219	-1.554	3.149
2006	815	148	3.083	4.046	1.575	139	4.427	-2.095	4.046
2007	898	134	2.890	3.922	1.710	118	4.234	-2.139	3.923
2008	1.041	126	1.762	2.928	1.923	109	2.487	-1.590	2.928
3. kv. 08	999	130	2.354	3.483	1.862	113	3.355	-1.848	3.482
4. kv. 08	1.041	126	1.762	2.928	1.923	109	2.487	-1.590	2.928
1. kv. 09	1.024	124	1.586	2.735	1.933	107	2.173	-1.479	2.735
2. kv. 09	1.000	133	1.826	2.961	1.894	119	2.459	-1.511	2.961
3. kv. 09	973	140	1.927	3.039	1.856	122	2.571	-1.510	3.039

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.					
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
2009	35,6	21,7	57,3	42,7	-33,7	66,3
feb 08 - jan 09	-5,3	50,4	45,1	21,2	-30,6	35,7
feb 09 - jan 10	39,0	20,7	59,7	42,6	-33,9	68,4
aug 09	1,4	3,7	5,1	2,9	-2,0	5,9
sep 09	5,7	3,0	8,7	4,2	-2,0	10,9
okt 09	1,7	1,5	3,2	4,4	-2,8	4,8
nov 09	6,3	1,6	7,9	4,2	-2,8	9,3
dec 09	3,1	2,0	5,0	4,4	-2,8	6,7
jan 10	0,4	1,2	1,6	2,3	-4,0	-0,2

BETALINGSBALANCENS FINANSIELLE POSTER (NETTO FRA UDLANDET)

Tabel 16

	Fordrings- erhverv- 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				
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
2009	66,7	-84,7	42,5	104,6	191,9	-32,9	288,0
feb 08 - jan 09	36,1	-87,5	7,5	52,9	-31,4	-31,6	-54,0
feb 09 - jan 10	68,7	-87,5	43,9	60,2	228,2	-30,9	282,8
aug 09	6,0	-7,1	2,6	2,9	34,2	6,8	45,3
sep 09	11,0	-9,8	8,0	55,7	3,8	-39,8	28,9
okt 09	4,8	-16,1	7,4	-28,1	-4,5	22,9	-13,6
nov 09	9,3	-9,0	3,4	-34,2	61,1	-19,7	10,9
dec 09	6,7	15,3	-12,4	-33,2	14,0	15,0	5,4
jan 10	-0,2	-11,0	7,5	-19,2	56,7	-13,7	20,0

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.

⁴ Omfatter transaktioner i alle Nationalbankens udenlandske mellemværender og ikke alene ændring i de mellemværender, der indgår i valutareserven. Sidstnævnte 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.					
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
2009	-0,1	163,1	47,7	-76,8	-29,3	104,6
aug 09	2,7	13,1	5,1	-8,9	-9,2	2,9
sep 09	7,6	19,1	8,5	24,0	-3,4	55,7
okt 09	-0,8	-10,0	0,9	-8,9	-9,4	-28,1
nov 09	-12,6	-31,1	7,5	1,2	0,8	-34,2
dec 09	-9,1	-10,7	5,0	-21,0	2,6	-33,2
jan 10	-0,2	17,1	0,6	-30,9	-5,9	-19,2

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 ¹
	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	3.140
2006	575	258	741	674	47	41	823	30	178	3.380
2007	635	285	793	733	1	47	1.034	32	176	3.749
2008	621	375	445	777	83	45	1.097	37	226	3.731
3. kv. 08	643	399	587	758	33	49	1.132	32	165	3.824
4. kv. 08	621	375	445	777	83	45	1.097	37	226	3.731
1. kv. 09	665	394	430	833	54	46	1.088	36	269	3.842
2. kv. 09	734	360	477	865	41	43	991	36	336	3.917
3. kv. 09	740	362	564	881	39	41	955	33	400	4.054
Passiver										
2004	429	208	241	857	...	20	816	20	2	2.593
2005	506	231	311	1.019	...	27	967	21	3	3.080
2006	485	272	358	1.067	...	32	1.144	35	4	3.383
2007	543	277	425	1.124	...	36	1.407	37	5	3.840
2008	502	296	245	1.199	...	43	1.409	41	121	3.830
3. kv. 08	517	299	343	1.137	...	42	1.545	37	27	3.919
4. kv. 08	502	296	245	1.199	...	43	1.409	41	121	3.830
1. kv. 09	507	309	232	1.314	...	40	1.483	39	46	3.943
2. kv. 09	510	299	298	1.345	...	42	1.437	38	38	3.968
3. kv. 09	508	310	344	1.432	...	36	1.377	39	8	4.013
Nettoaktiver										
2004	42	12	128	-310	48	14	-233	0	221	-78
2005	59	22	245	-335	85	10	-247	-2	214	61
2006	90	-15	382	-393	47	9	-321	-5	174	-3
2007	92	8	368	-392	1	10	-372	-5	171	-90
2008	119	79	199	-422	83	1	-312	-4	105	-99
3. kv. 08	126	100	243	-379	33	7	-414	-5	138	-95
4. kv. 08	119	79	199	-422	83	1	-312	-4	105	-99
1. kv. 09	158	86	198	-482	54	6	-395	-3	223	-100
2. kv. 09	222	61	179	-480	41	1	-446	-3	298	-51
3. kv. 09	233	52	221	-550	39	6	-423	-6	392	42

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

¹ I alt-tallene er revideret for at sikre konsistens med Nationalbankens statistik for finansielle konti, jf. tabel 13 og 14. Øvrige tal bliver først revideret på et senere tidspunkt, hvorfor summen af de enkelte serier ikke svarer til I alt-tallet.

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		
2005	1.545,3	745,1	402,5	303,9	17,9	1.469,5	757,0	681,2
2006	1.631,7	786,6	422,6	356,0	14,6	1.579,8	849,6	797,7
2007	1.691,5	821,7	439,1	379,6	9,8	1.650,2	886,4	845,1
2008	1.737,4	845,5	463,8	365,7	15,7	1.690,7	955,9	909,2
2009	1.657,9	817,5	490,9	312,6	-18,2	1.602,8	781,1	726,1
4. kv. 08	440,2	213,7	121,9	93,0	2,1	430,6	233,0	223,5
1. kv. 09	404,9	199,5	118,0	82,0	-2,7	396,8	193,5	185,4
2. kv. 09	410,2	203,8	122,0	77,5	-5,9	397,3	191,3	178,4
3. kv. 09	413,6	200,4	123,3	74,7	-4,2	394,1	197,6	178,1
4. kv. 09	429,1	213,8	127,6	78,5	-5,4	414,5	198,7	184,1
Realvækst i forhold til året før, pct.								
2005	2,4	3,8	1,3	4,7	...	3,5	8,0	11,1
2006	3,4	3,6	2,8	14,2	...	5,3	9,0	13,4
2007	1,7	2,4	1,3	2,9	...	2,0	2,2	2,6
2008	-0,9	-0,2	1,6	-4,7	...	-0,5	2,4	3,3
2009	-5,1	-4,6	2,2	-11,9	...	-6,0	-10,7	-13,2
4. kv. 08	-3,6	-5,4	2,0	-9,3	...	-3,5	-0,9	0,0
1. kv. 09	-4,0	-6,0	2,6	-4,6	...	-5,3	-7,9	-10,9
2. kv. 09	-7,3	-7,0	2,0	-16,2	...	-8,5	-13,7	-16,6
3. kv. 09	-5,5	-4,3	2,4	-13,8	...	-6,1	-11,4	-13,3
4. kv. 09	-3,4	-0,9	1,7	-12,6	...	-4,2	-9,7	-12,0
Realvækst i forhold til sidste kvartal (sæsonkorrigeret), pct.								
4. kv. 08	-2,2	-3,2	0,7	-4,2	...	-2,4	-2,7	-3,2
1. kv. 09	-2,0	-1,2	0,2	0,4	...	-0,5	-5,5	-8,0
2. kv. 09	-1,8	-0,6	0,4	-10,8	...	-2,6	-4,0	-4,3
3. kv. 09	0,3	0,5	1,1	-0,1	...	0,5	0,1	1,6
4. kv. 09	0,2	0,6	0,0	-2,1	...	-0,1	-0,8	-1,7

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.										
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
2009	1,1	-4,0	0,5	2,0	3,1	4,8	1,7	1,9	-4,3	5,1
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
4. kv. 09	0,9	0,3	-1,5	1,6	2,9	4,9	1,2	1,6	-5,0	4,9

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				
2005	5,1	100,0	100,2	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	150.663	-8	-7	-16	3
2009	3,5	88,2	97,0	4.140	112.246	-5	-17	-44	-13
Sæsonkorrigeret									
sep 09	4,0	81,5	95,8	356	9.614	-1	-9	-48	-12
okt 09	4,1	83,4	96,8	425	9.920	-1	-8	-49	-7
nov 09	4,2	86,3	96,5	393	9.791	-3	-3	-44	-1
dec 09	4,2	82,3	96,9	444	10.582	-2	-2	-40	-3
jan 10	4,2	85,2	96,0	479	13.527	-1	3	-44	-1
feb 10	...	...	...	467	...	2	5	-47	4

¹ Eksklusive skibsværfter.

UDVALGTE KVARTALSVISE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 22

	Beskæftigelse		Lønindeks			Ejendoms- priser (enfamilie- huse) i pct. af ejendoms- værdi 2006
	I alt	Privat	Alle brancher i Danmark, totalt	Industrien i Danmark	Industrien i udlandet	
	1.000 personer		1996=100			
2005	2.767	1.924	141,4	141,7	130,7	82,3
2006	2.825	1.980	145,7	146,1	134,0	100,0
2007	2.908	2.066	151,3	152,0	138,1	104,9
2008	2.949	2.111	158,0	158,5	142,4	101,1
2009	...	...	162,8	163,1	144,7	...
Sæsonkorrigeret						
4. kv. 08	2.945	2.106	160,3	160,6	143,3	93,0
1. kv. 09	2.891	2.049	161,7	162,3	144,0	87,3
2. kv. 09	2.869	2.020	162,3	162,3	144,3	86,7
3. kv. 09	2.828	1.981	163,4	163,8	145,0	...
4. kv. 09	...	...	163,9	164,3	145,7	...
Vækst i forhold til året før, pct.						
2005	1,0	1,4	2,9	2,7	2,6	17,6
2006	2,1	2,9	3,1	3,1	2,5	21,6
2007	2,9	4,4	3,8	4,0	3,0	4,6
2008	1,4	2,2	4,4	4,2	3,1	-4,5
2009	...	...	3,1	2,9	1,6	...
4. kv. 08	0,9	1,3	4,2	3,8	2,5	-10,5
1. kv. 09	-2,1	-3,0	4,1	3,9	1,8	-15,1
2. kv. 09	-2,4	-4,0	3,0	2,7	1,6	-16,4
3. kv. 09	-4,4	-6,6	2,8	2,7	1,6	...
4. kv. 09	...	...	2,3	2,3	1,6	...

VALUTAKURSER							Tabel 23
	EUR	USD	GBP	SEK	NOK	CHF	JPY
	Kroner pr. 100 enheder						
	Gennemsnit						
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
2009	744,63	535,51	836,26	70,18	85,39	493,17	5,7296
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
dec 09	744,18	508,69	826,69	71,46	88,43	494,93	5,6775
jan 10	744,24	521,55	842,99	73,01	90,97	504,06	5,7128
feb 10	744,40	543,98	849,77	74,83	91,94	507,39	6,0308

EFFEKTIV KRONEKURS

Tabel 24

	Nominel effektiv kronekurs	Forbrugerpriser		Real effektiv kronekurs baseret på forbrugerpriser	Real effektiv kronekurs baseret på timelønninger	Forbrugerpriser i euroområdet
		Danmark	Udlandet			
Gennemsnit	1980=100					2005=100
2005	101,6	241,7	228,4	107,6	109,5	100,0
2006	101,6	246,2	233,0	107,5	110,3	102,2
2007	103,2	250,5	238,2	108,5	112,9	104,4
2008	105,8	259,0	245,8	111,5	117,1	107,8
2009	107,8	262,4	246,3	115,3	121,2	108,1
sep 09	108,0	263,3	246,8	115,5	121,3	108,2
okt 09	108,5	263,3	247,0	115,9	...	108,4
nov 09	108,4	263,3	247,2	115,7	...	108,5
dec 09	108,1	262,9	247,8	114,9	121,6	108,9
jan 10	107,0	263,6	247,3	114,3	...	108,1
feb 10	105,7	266,6	...	...	...	...

Ændring i forhold til året før, pct.

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	2,4	2,2
2008	2,5	3,4	3,2	2,8	3,7	3,3
2009	1,9	1,3	0,2	3,4	3,5	0,3
sep 09	2,5	0,8	-0,6	4,0	3,2	-0,3
okt 09	3,8	1,0	-0,3	4,9	...	-0,1
nov 09	3,6	1,3	0,4	3,8	...	0,5
dec 09	0,7	1,4	1,1	0,6	2,9	0,9
jan 10	-0,3	2,0	1,3	0,0	...	1,0
feb 10	-1,0	1,9	...	...	...	...

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).