



Danmarks
Nationalbank

Kvartalsoversigt 4. kvartal

N
O
1
O

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, 4. 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: Peter Birch Sørensen

Redaktionen er afsluttet den 3. december 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 – 1. kvartal 2011 planlægges offentliggjort 16. marts 2011.

Indhold

Seneste økonomiske og monetære udvikling	1
--	---

DANSK OG INTERNATIONAL ØKONOMI

Den økonomiske udvikling i Danmark og Sverige i de senere år	35
--	----

Niels Blomquist, Anders Møller Christensen og Erik Haller Pedersen, Økonomisk Afdeling

Sverige har haft et stærkere vækstforløb end Danmark forud for og tilsyneladende også efter krisen. OECD vurderer, at den potentielle vækst er højere i Sverige end herhjemme. Det skyldes i høj grad, at den svenske finanspolitik har været mere disciplineret end den danske, og at lønstigningerne har været lavere trods en væsentligt stærkere produktivitetsstigning. Forskellene i valutakurspolitik har ikke været afgørende for forskellene i økonomisk udvikling.

Økonomiske ubalancer i euroområdet	47
--	----

Niels Blomquist og Jakob Ekholdt Christensen, Økonomisk Afdeling

Siden 1999 har euroområdet generelt nydt godt af lav og stabil inflation samt øget samhandel og investeringer på tværs af landene. Udviklingen dækker imidlertid over opbygningen af store ubalancer imellem eurolandene. Artiklen undersøger drivkræfterne bag ubalancerne i euroområdet, og hvad der kan gøres for at mindske dem. Analysen viser, at kapitalindstrømningen fra overskudslandene ikke i tilstrækkelig grad øgede produktiviteten i euroområdets underskudslande, og at deres finanspolitik var for lempelig. Dermed blev ubalancerne i underskudslandene i sidste ende uholdbare. Disse lande skal nu igennem en økonomisk hestekur og gennemføre strukturelle reformer af bl.a. arbejdsmarkedet. Overskudslandene kan på kort sigt ikke afhjælpe problemerne i underskudslandene, da samhandlen med underskudslandene er begrænset. På langt sigt kan strukturreformer i overskudslandene være med til at øge de indenlandske investeringsmuligheder og dermed bidrage til en reduktion af ubalancerne. Rammeværket for det økonomisk-politiske samarbejde i EU skal styrkes for at forhindre nye uholdbare ubalancer og risici.

Styrket økonomisk samarbejde og overvågning i EU 61

Thomas Pihl Gade og Jesper Ulriksen Thuesen, Økonomisk Afdeling

Udviklingen i EU-landenes offentlige budgetunderskud og offentlige gæld har haft stor betydning for den måde, hvorpå den økonomiske og finansielle krise har udspillet sig inden for EU. Det er blevet klart, at de nuværende rammer for det økonomiske samarbejde i EU ikke har været tilstrækkelige. Artiklen beskriver indholdet i Kommissionens og Van Rompuy arbejdsgruppens vidtgående forslag til at styrke den økonomiske overvågning og samarbejdet i EU. De største ændringer vil ske for landene i euroområdet, men også lande, der som Danmark står uden for eurosamarbejdet vil blive påvirket. Samlet er de nye tiltag et vigtigt skridt i retning af at øge den økonomiske stabilitet i EU.

FINANSIELLE FORHOLD**Krisen på de europæiske statsgældsmarkeder 79**

Søren Lejsgaard Autrup, Jacob Wellendorph Ejning og Uffe Mikkelsen, Kapitalmarkedsafdelingen

Finanskrisens efterregning har udløst en statsgældskrise i Europa. For første gang i euroens historie har et euroland været på randen af statsbankerot. Artiklen belyser, hvordan den omfattende krise på de europæiske statsgældsmarkeder kunne opstå. Vidtgående redningstiltag har alene købt de kriseramte lande tid til at gennemføre finanspolitiske stramninger og strukturelle reformer.

Basel III: Makroprudentiel regulering ved hjælp af modcykliske kapitalbuffer 93

Mads Peter Pilkjær Harmsen, Kapitalmarkedsafdelingen

Med de kommende Basel III-regler introduceres makroprudentiel regulering i form af modcykliske kapitalbuffer. Hvis de kommende regler havde været indført tidligere, kunne de have sikret, at banksektoren havde været bedre kapitaliseret, og at stødpuderne til at absorbere tab havde været højere ved indgangen til krisen. I artiklen diskuteres implementeringen og fastsættelsen af den modcykliske kapitalbuffer.

Valutamarkedet 2010 111

Maria Sinding-Olsen, Statistisk Afdeling

Omsætningen på det danske valutamarked steg med 24 pct. fra 2007 til 2010. Det er en afdæmpet vækst i forhold til perioden 2004 til 2007, hvor den blev mere end fordoblet. Det globale valutamarked udviste samme tendens som det danske og steg med godt 20 pct. Især har et stigende antal af aktører på markedet bidraget til den forøgede omsætning. Samtidig bliver valuta i højere grad set som en selvstændig aktivklasse for institutionelle investorer, hvilket har øget aktiviteten i markedet.

DOKUMENTATION

IMF's kvote- og styrelsesreform 2010	121
Helene Kronholm Bohn-Jespersen, Økonomisk Afdeling	
Artiklen gennemgår i hovedtræk resultaterne af Den Internationale Valutafonds, IMF's, kvote- og styrelsesreform, som blev vedtaget af IMF's bestyrelse den 5. november 2010.	
Nils Bernsteins tale på Finansrådets årsmøde 6. december 2010	127
Pressemeddelelser	131

Tabelafsnit

Seneste økonomiske og monetære udvikling

Oversigten vedrører perioden medio september til primo december 2010

SAMMENFATNING

Opsvinget i den internationale økonomi fortsatte i 3. kvartal, men væksten blev dæmpet i forhold til 2. kvartal. Fremadrettet ventes et trægt og uensartet opsving. Det er især drevet af stærk fremgang i de asiatiske vækstøkonomier, hvorimod aktiviteten stiger betydeligt langsommere i de gamle industrilande.

Fælles for de gamle industrilande er, at væksten har været holdt oppe af offentligt forbrug, mens den private efterspørgsel har udviklet sig svagt. Arbejdsløsheden er stabiliseret på et højt niveau. Den begyndende finanspolitiske konsolidering betyder, at finanspolitikken gradvis ændres fra at understøtte efterspørgslen til at fokusere på at reducere de store offentlige budgetunderskud. Pengepolitikken er derimod stadig stærkt ekspansiv. Det gælder også herhjemme, trods to mindre renteforhøjelser i oktober.

I Danmark fortsatte fremgangen i økonomien i 3. kvartal med en vækst på 0,7 pct. i forhold til kvartalet før. Forbruget er vokset i den forløbne del af året, men i moderat tempo, mens investeringsomfanget stadig er meget begrænset. Væksten i 3. kvartal blev i vid udstrækning trukket af eksporten og dermed af udenlandsk efterspørgsel. Overskuddet på betalingsbalancen er oppe på næsten 80 mia. kr., mens ledigheden steg en smule i oktober efter at have ligget fladt i nogle måneder.

Budgetunderskuddet forventes næste år at blive knap 5 pct. af bruttonationalproduktet, BNP. En del er konjunkturbetinget, men også underliggende er der et betydeligt underskud. Skal opsvinget fortsætte, vil det også herhjemme være nødvendigt, at den private efterspørgsel tager over som vækstmotor i stedet for offentligt forbrug. I Nationalbankens seneste prognose forventes en sådan omlægning af vækstmønsteret.

Efter fire kvartaler med solid fremgang vil BNP-væksten være behersket de nærmeste kvartaler for at øges frem mod prognosehorisonten i 2012. Det private forbrug yder sammen med eksporten det vigtigste bidrag til BNP-væksten, mens der antages nulvækst i det offentlige for-

brug i 2011 efterfulgt af svag vækst i 2012. I fremskrivningen stiger ledigheden frem til 1. halvår 2011 for derefter at falde beskedent frem mod udgangen af 2012. Forbrugerpriserne ventes at komme under 2 pct. år til år fra årsskiftet, hvor virkningen af afgiftsstigningerne i begyndelsen af 2010 falder væk.

INTERNATIONAL ØKONOMI

Opsvinget i den globale økonomi fortsatte i 3. kvartal. Væksten aftog dog en smule i forhold til 2. kvartal, hvor aktivitetsstigningen i en række europæiske lande overraskede positivt. Fremadrettet forventes opsvinget at være trægt. Usikkerheden om den fremtidige økonomiske udvikling er fortsat stor, og de økonomiske og finansielle risici er overvejende nedadrettede.

Det vækstbillede, der tegnes af de internationale økonomiske organisationer, har ikke ændret sig meget siden 3. kvartal. Vækstskønnene for 2010 og 2011 er dog blevet nedjusteret for USA's vedkommende, mens de er opjusteret i euroområdet og Storbritannien. Fremgangen på Danmarks vigtige eksportmarkeder, Tyskland og Sverige, forventes at blive betydeligt stærkere både i 2010 og 2011 end skønnet tidligere på året. Væksten i euroområdet dækker over store forskelle med et ventet fald i BNP i Grækenland, Irland og Spanien i 2010 og i Grækenland og Portugal i 2011. Globalt forventes væksten dæmpet i 2011 for igen at øges en smule i 2012, jf. tabel 1.

Den globale vækst er især drevet af stærk fremgang i de asiatiske vækstøkonomier, hvorimod aktiviteten stiger betydeligt langsommere i de gamle industrilande. Denne forskel i vækstmønsteret ventes at fortsætte.

SKØN FOR BNP-VÆKST I UDVALGTE OMRÅDER OG LANDE

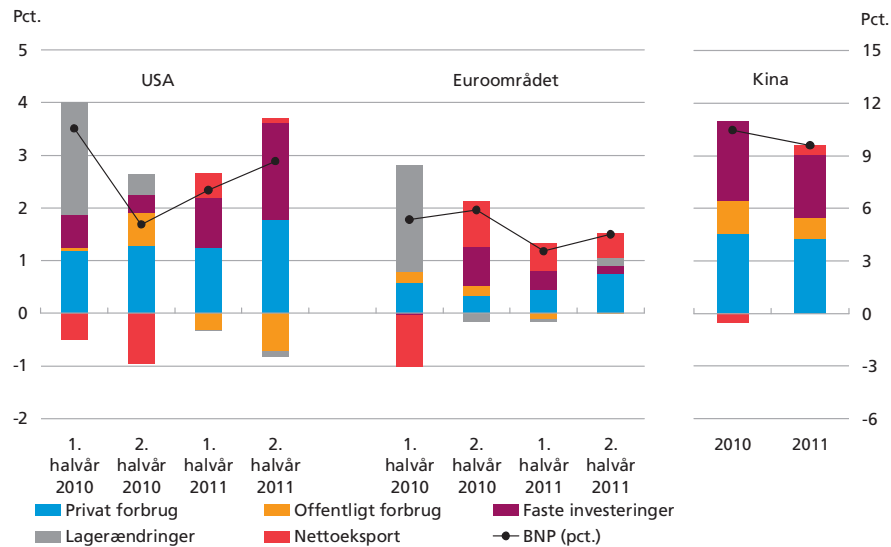
Tabel 1

Pct.	2010			2011			2012
	EU	OECD	IMF	EU	OECD	IMF	OECD
USA	2,7	2,7	2,6	2,1	2,2	2,3	3,1
Euroområdet	1,7	1,7	1,7	1,5	1,7	1,5	2,0
Tyskland	3,7	3,5	3,3	2,2	2,5	2,0	2,2
Storbritannien	1,8	1,8	1,7	2,2	1,7	2,0	2,0
Sverige	4,8	4,4	4,4	3,3	3,3	2,6	3,4
Japan	3,5	3,7	2,8	1,3	1,7	1,5	1,3
Kina	10,5	10,5	10,5	9,2	9,7	9,6	9,7
Indien	8,5	9,1	9,7	8,3	8,2	8,4	8,5
Verden	4,5	4,6	4,8	3,9	4,2	4,2	4,6

Kilde: IMF, *World Economic Outlook*, oktober 2010, Europa-Kommissionens efterårsprognose, november 2010 og OECD, *Economic Outlook*, nr. 88, november 2010.

VÆKSTBIDRAG I USA, EUROOMRÅDET OG KINA

Figur 1



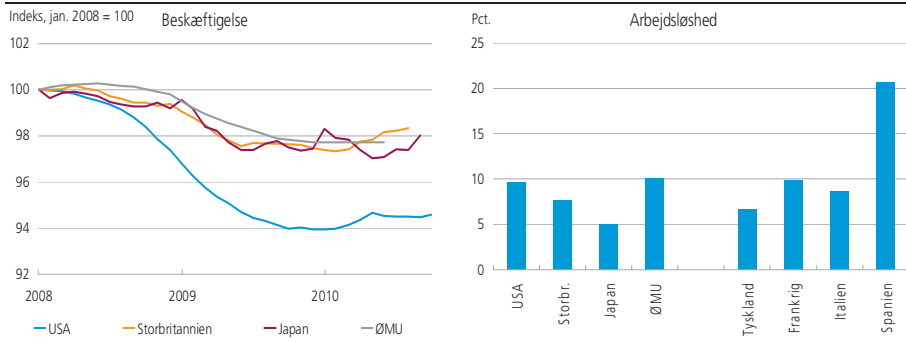
Anm.: Søjlerne viser de enkelte efterspørgselskomponenters bidrag til BNP-væksten, opgjort i procentpoint. Tallene for Kina er vist på højre akse. BNP-væksten for USA og euroområdet er den annualiserede halvårslige vækstrate.

Kilde: IMF, *World Economic Outlook*, oktober 2010. Tallene for 2. halvår 2010 til og med 2011 er baseret på IMF-skøn.

Fælles for de avancerede økonomier er, at den private efterspørgsel har udviklet sig svagt under opsvinget – specielt når det store fald i 2008 og 2009 tages i betragtning. Det er stadig usikkert, i hvilket omfang den private efterspørgsel kan tage over, når den offentlige efterspørgsel som ventet reduceres i de kommende år. Vækstbidraget fra lageropbygningen må samtidig forventes at ebbe ud efter et betydeligt positivt bidrag i 1. halvår 2010. I flere lande vil det private forbrug fortsat være tyngt af høj arbejdsløshed og høj opsparingskvote, mens der ventes en gradvis stigning i investeringerne.

Arbejdsløsheden er stabiliseret på et højt niveau i flere OECD-lande. Beskæftigelsen er efter store fald på vej op i nogle lande, jf. figur 2, men ikke tilstrækkeligt til at reducere ledigheden mærkbart. En høj arbejdsløshed i en længere periode har historisk set ofte resulteret i en højere strukturel ledighed, der svækker produktionspotentialet. Den høje arbejdsløshed og fortsat store gældsbyrder lægger desuden en dæmper på det private forbrug, selv om husholdningernes opsparingskvote i flere lande ligger over gennemsnittet for de seneste 20 år. Forbruget understøttes dog af, at husholdningernes reale disponible indkomster forventes at vokse.

På boligmarkedet er der et opsving undervejs i lande som Canada, Australien samt Norge, Sverige og Finland. I andre lande – bl.a. USA, Storbritannien, Frankrig, Italien, Spanien, Grækenland og de baltiske

BESKÆFTIGELSE OG ARBEJDSLØSHED**Figur 2**

Anm.: Arbejdsløsheden viser den seneste tilgængelige månedsobservation for de enkelte lande/områder.
Kilde: Reuters Ecowin.

lande – er boligmarkedet fortsat i stabiliseringsfasen. De seneste udlånsundersøgelser viste i 3. kvartal marginalt lempeligere lånevilkår i USA og en stabilisering af lånevilkårene i euroområdet. Efterspørgslen efter lån blev rapporteret som lidt svagere i USA, mens den steg en smule i euroområdet. De marginalt lempeligere lånevilkår i USA og stabiliseringen i euroområdet kan medvirke til at understøtte en stigning i boliginvesteringerne. Sammen med et stærkere opsving i virksomhedernes investeringer i maskiner og udstyr er der udsigt til, at bruttoinvesteringerne vil levere et positivt vækstbidrag. I Europa drager de eksporttunge økonomier – bl.a. Tyskland og Sverige – fordel af opsvinget i verdenshandlen.

Prisudviklingen

Forbrugerprisinflationen i OECD-området er fortsat lav på trods af, at prisstigninger på især energi og fødevarer har medvirket til at øge inflationen. Ses der bort fra den ofte meget varierende prisudvikling på energi og fødevarer, er den såkaldte kerneinflation på et ganske lavt niveau og faldende i flere lande, jf. figur 3. Den højere kerneinflation i Storbritannien skyldes overvejende, at den midlertidige momsned sættelse på 2,5 procentpoint udløb i slutningen 2009.

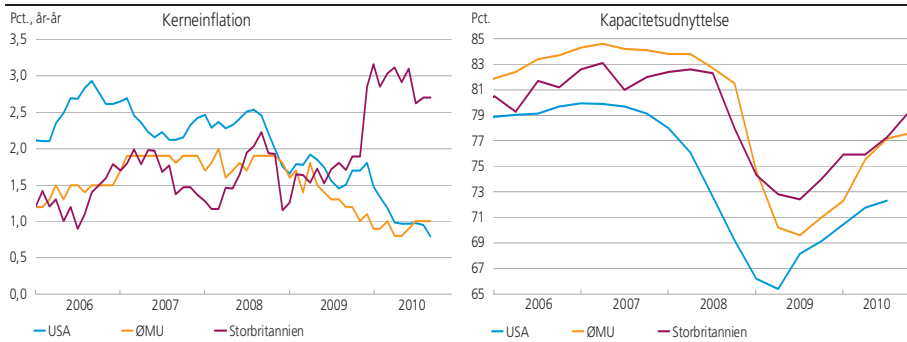
På trods af, at aktiviteten er steget, er der fortsat en betydelig uudnyttet kapacitet i de fleste avancerede økonomier, jf. figur 3. Bl.a. på den baggrund forventes inflationen i disse lande at forblive lav i 2010 og 2011, mens kapacitetsbegrænsninger har bidraget til et højere inflationspres i flere vækstøkonomier.

Finanspolitikken

Den begyndende finanspolitiske konsolidering betyder, at finanspolitikken fremover gradvis ændres fra at understøtte efterspørgslen til at

KERNEINFLATION OG KAPACITETSUDNYTTELSE

Figur 3



Anm.: Kerneinflationen er opgjort som inflationen ekskl. energi, fødevarer samt alkohol og tobak i Storbritannien og euroområdet, mens kerneinflationen i USA er opgjort som inflationen ekskl. energi og fødevarer.

Kapacitetsudnyttelsen angiver udnyttelsesgraden af produktionspotentialet i fremstillingsindustrien.

Kilde: Reuters Ecowin.

reducere de offentlige budgetunderskud. Alle EU-lande med undtagelse af Sverige, Luxembourg og Estland er indlemmet i EU's underskudsprocedure og skal derfor nedbringe de uforholdsmæssigt store offentlige budgetunderskud i de kommende år. I nogle lande – primært Grækenland, Irland, Spanien og Portugal – har markedsudviklingen fremtvunget en større og hurtigere konsolidering af de offentlige finanser end i andre lande. I Storbritannien fremlagde regeringen den 20. oktober detaljerne i en større finanspolitisk konsolidering for at nedbringe det største budgetunderskud siden 2. Verdenskrig. Det portugisiske parlament vedtog den 26. november det endelige budget for 2011 indeholdende yderligere tiltag for at reducere budgetunderskuddet. Ligeledes annoncerede Irlands regering den 24. november detaljerne i en 4-årig konsolideringsplan, som også forventes at indgå i betingelserne for det forestående EU/IMF-program, der blev godkendt af EU's finansministre den 28. november.

Europa-Kommissionen forventer, at det offentlige budgetunderskud i euroområdet bliver på 6,3 og 4,6 pct. af BNP i henholdsvis 2010 og 2011. Den har dermed nedrevideret skønnene for det samlede budgetunderskud, bl.a. på grund af at konjunkturerne har udviklet sig bedre end forventet i flere lande, og at nogle lande har fremskudt deres konsolideringstiltag. I USA er det finanspolitiske konsolideringsbehov også stort. IMF forventer, at det amerikanske budgetunderskud reduceres fra 11,1 pct. af BNP i år til 9,7 pct. i 2011. Heraf skyldes de 0,9 pct. af BNP en forventet stramning af finanspolitikken. Regeringen lægger dog i sit Mid-Session Review af statsbudgettet fra juli op til at forlænge de skattelettelser, der blev vedtaget i 2001 og 2003, på nær lettelserne for de mest velstillede. De skulle ellers være udløbet ultimo 2010.

Pengepolitikken

Som et resultat af den betydelige ledige kapacitet og udsigten til, at opsvinget i den private efterspørgsel i de avancerede økonomier fortsat vil være svagt, er pengepolitikken stadig lempelig og understøtter dermed den økonomiske aktivitet. I euroområdet, USA og Storbritannien har de pengepolitiske styringsrenter været fastholdt på et meget lavt niveau. I andre lande, bl.a. Sverige og Australien, øgede centralbankerne den pengepolitiske rente igen i 4. kvartal. I takt med at ECB's, Den Europæiske Centralbanks, ekstraordinære langfristede likviditetstiladelinger er under udfasning, har der været en tendens til, at de korte markedsrenter har nærmet sig ECB's styringsrente.

ECB har de seneste måneder i begrænset skala fortsat sit såkaldte Security Market Programme, dvs. opkøb i det sekundære marked af private og statslige gældspapirer i de tilfælde, hvor ECB vurderer, at obligationsmarkedet ikke fungerer tilstrækkeligt. ECB havde pr. 1. december opkøbt for samlet 67 mia. euro, siden programmet begyndte den 10. maj. I Japan annoncerede Bank of Japan den 5. oktober et nyt program for opkøb af forskellige typer finansielle aktiver – primært japanske statsobligationer og virksomhedsobligationer – for op til 5.000 mia. yen. I USA annoncerede den amerikanske centralbank, Federal Reserve, den 3. november yderligere kvantitative lempelser af pengepolitikken gennem opkøb af statsobligationer for 600 mia. dollar i perioden frem til juni 2011. I Storbritannien har Bank of England ikke foretaget yderligere opkøb af statsobligationer siden januar 2010, hvor den nuværende ramme for programmet blev nået. Bank of England overvejer fortsat løbende, om rammen for opkøb eventuelt bør udvides.

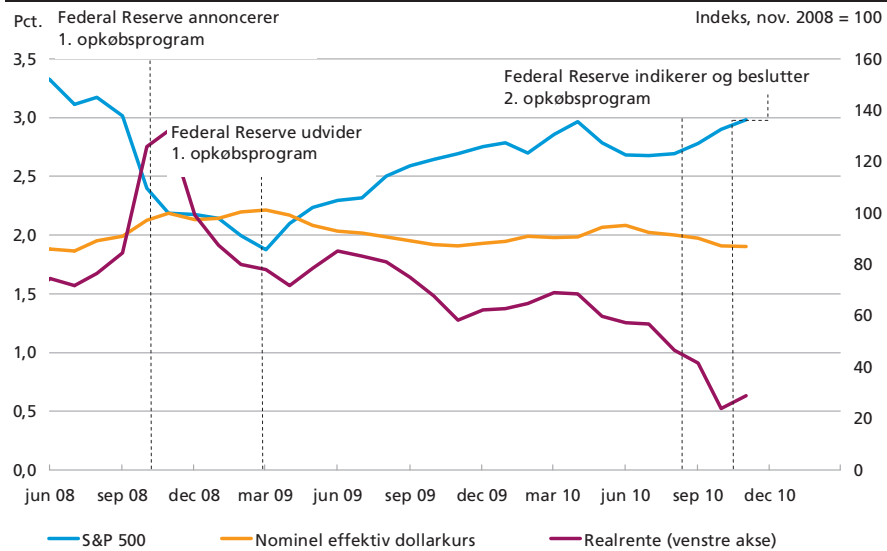
Kvantitative lempelser indebærer typisk opkøb af statspapirer i den lange ende af løbetidsspektret med det formål at sænke den lange rente og dermed fremme investeringer og privatforbrug. Empiriske studier fra Federal Reserve og Bank of England tyder på, at de hidtidige opkøb af statsobligationer under finanskrisen faktisk reducerede den lange rente. Man kan også konstatere, at i perioden, hvor Federal Reserve har opkøbt finansielle aktiver eller annonceret behovet herfor, er den lange reale rente reduceret samtidig med, at aktiekurserne er steget og dollaren er svækket. Det er tegn på, at de kvantitative lempelser foreløbig har virket efter hensigten, jf. figur 4.

Finansielle markeder

De fleste finansielle markeder har siden august været præget af voksende tillid til den økonomiske udvikling. De 10-årige renter i Tyskland er pr. 1. december steget 70 basispoint siden det seneste lavpunkt ultimo august, mens de 10-årige renter i Storbritannien og USA er steget ca. 50

AKTIEKURSER, VALUTAKURS OG REALRENTE I USA EFTER FEDERAL RESERVES KVANTITATIVE LEMPESLER

Figur 4



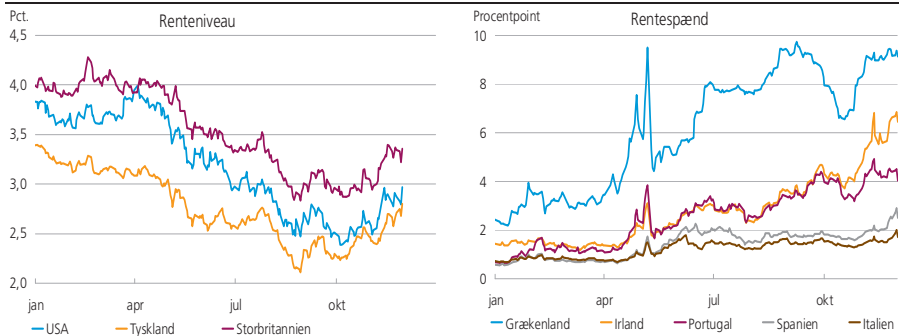
Anm.: Den reale rente er den effektive rente på den inflationsindekserede 10-årige amerikanske statsobligation, TIPS.
Kilde: Reuters Ecowin.

basispoint, jf. figur 5. Stigningen i renterne har været meget uensartet på tværs af eurolandene, hvor det 10-årige rentespænd til Tyskland er blevet udvidet betragteligt for Grækenland, Irland, Italien, Spanien og Portugal – de såkaldte GIISP-lande.

De høje statsrentespænd i GIISP-landene indikerer, at markederne kalkulerer med en risiko for, at disse lande ikke vil kunne overholde deres statsgældsforpligtelser. Markedernes nervøsitet fik ekstra næring, da Det Europæiske Råd af stats- og regeringschefer på sit møde den 28. oktober besluttede, at der skal etableres en permanent mekanisme til at

10-ÅRIGT RENTENIVEAU OG RENTESPÆND TIL TYSKLAND I 2010

Figur 5



Kilde: Reuters Ecowin.

håndtere statsgældskriser i euroområdet, og at den skal indeholde muligheden for en velordnet omstrukturering af statsgæld, der involverer den private sektor. Sidstnævnte formulering blev af investorerne tolket sådan, at private obligationsejere kan blive påført tab i forbindelse med en eventuel omstrukturering af statsgæld.

Blandt eurolandene har især Tyskland presset på for at få etableret en permanent krisehåndteringsmekanisme, der kan styrke det incitament til finanspolitisk disciplin, som udgår fra markederne. En disciplinering via markederne forudsætter, at obligationsejerne ikke er fuldt sikrede mod tab i en situation, hvor det måtte blive nødvendigt at omstrukturere statsgæld. Usikkerheden om konsekvenserne af Det Europæiske Råds beslutning om en permanent mekanisme fik imidlertid de 10-årige statsrentespænd i GIISP-landene til at stige i ugerne efter rådsmødet den 28. oktober. Det førte til, at finansministrene fra Frankrig, Tyskland, Storbritannien, Italien og Spanien i forbindelse med G20-mødet den 12. november udsendte en erklæring i et forsøg på at berolige markederne. Erklæringen fastslår, at eventuelle nye regler om at omstrukturere statsgæld ikke vil omfatte den eksisterende gæld, men kun gæld udstedt efter, at den nye permanente krisehåndteringsmekanisme træder i kraft fra midten af 2013. Indtil da vil statsgældsproblemerne blive håndteret inden for rammerne af den allerede etablerede European Financial Stability Facility, EFSF, der ikke forudsætter involvering af den private sektor.

Etableringen af EFSF og den omtalte erklæring fra G20-mødet kunne dog ikke forhindre, at det irske statsobligationsmarked kom under et sådant pres, at EU's finansministre den 21. november måtte annoncere et forestående EU/IMF-låneprogram til Irland. Det skal dels bidrage til at stabilisere den nødlidende irske banksektor, dels medvirke til at finansiere det store underskud på de irske offentlige finanser, indtil de er konsoliderede. EU/IMF-låneprogrammet blev godkendt af EU's finansministre den 28. november. Samtidig offentliggjorde eurogruppen også en meddelelse, der udstikker mere konkrete rammer for en kommende permanent krisehåndteringsmekanisme, den såkaldte European Stability Mechanism, ESM. På sit møde den 16. december 2010 skal Det Europæiske Råd tage stilling til den nærmere udformning af ESM.¹

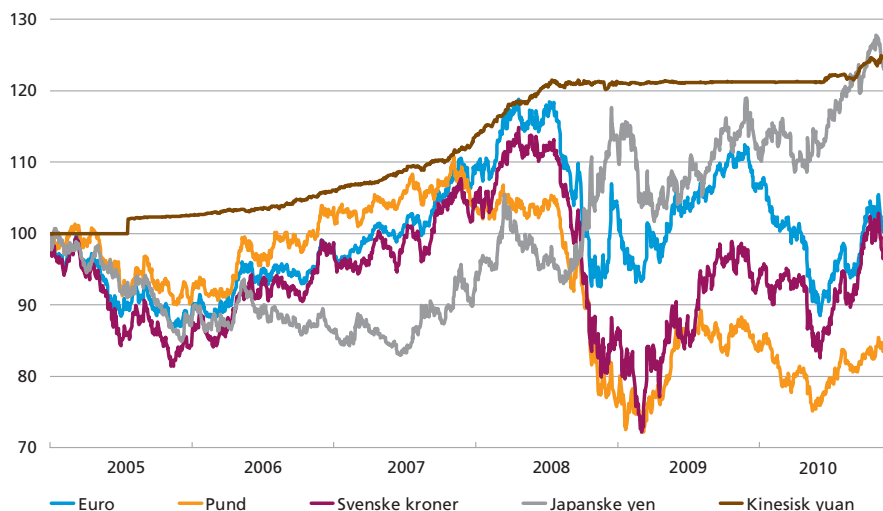
På valutamarkedet har den seneste tids styrkelse af den amerikanske dollar delvis reverseret den svækkelse, som har været observeret siden sommeren. Valutakursbevægelserne den seneste tid har dog været be-

¹ Den europæiske statsgældskrise er nærmere beskrevet og diskuteret i artiklen "Krisen på de europæiske statsgældsmarkeder", s. 79 i denne kvartalsoversigt. De igangværende bestræbelser i EU på at styrke overvågningen af de offentlige finanser og på at etablere en permanent krisehåndteringsmekanisme beskrives i artiklen "Styrket økonomisk samarbejde og overvågning i EU", s. 61.

VALUTAKURSBEVÆGELSER I FORHOLD TIL DOLLAR

Figur 6

Indeks, 1. jan. 2005 = 100



Anm.: En stigning betyder, at den pågældende valuta er styrket over for amerikanske dollar.

Kilde: Reuters Ecowin.

grænsede sammenlignet med den markante styrkelse af dollaren over for specielt euro, britiske pund og svenske kroner, der fandt sted under finanskrisen sidst i 2008, jf. figur 6. En undtagelse er japanske yen, som er kraftigt styrket over for dollar. Det førte til, at Bank of Japan den 15. september intervererede i valutamarkedet for første gang siden 1994. Det medførte dog kun en kortvarig svækkelse af yenen.

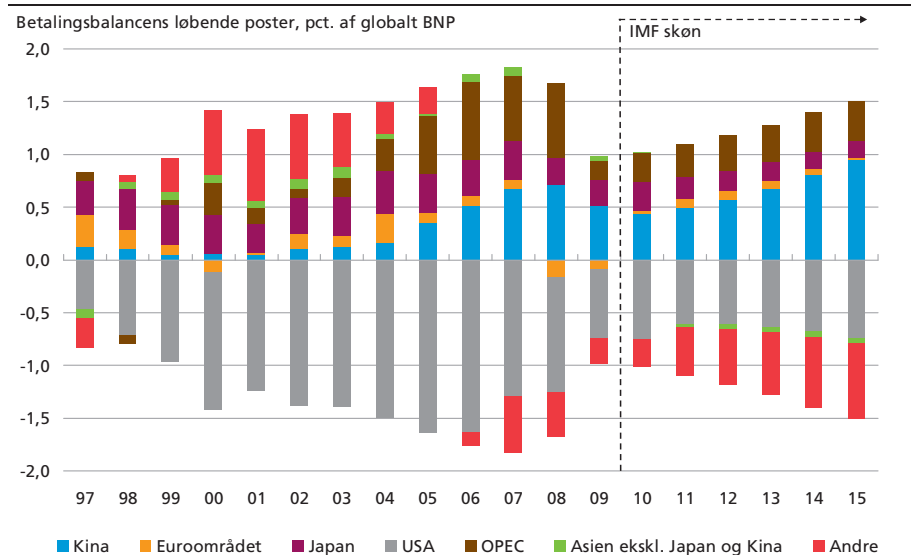
Den seneste udvikling i priserne på en række råvarer og aktier afspejler en lidt større tillid til holdbarheden af opsvinget i verdensøkonomien. Priserne på olie, metaller og fødevarer er steget siden sommeren 2010. Ligeledes har aktiemarkederne i USA, euroområdet og Storbritannien vist stigende kurser de seneste måneder. I Storbritannien gør dette sig også gældende for de finansielle aktier, mens kurserne på finansielle aktier i USA og euroområdet har været mere stabile gennem det meste af 2010.

G20 og globale ubalancer

De store globale eksterne ubalancer er igen kommet i centrum for de internationale økonomisk-politiske drøftelser. Store globale ubalancer medfører risici for den økonomiske og finansielle stabilitet. Drøftelserne har særligt haft fokus på behovet for at skabe en bedre balance mellem opsparing og investering i specielt USA og Kina. Frem til krisen i 2008-09 blev der opbygget store uligevægte på mange landes betalingsbalancer.

GLOBALE UBALANCER FORDELT PÅ LANDE OG OMRÅDER

Figur 7



Anm.: OPEC.

Kilde: IMF, *World Economic Outlook Database*, oktober 2010.

Efter en midlertidig konjunkturbetinget reduktion er der udsigt til, at ubalancerne igen forøges¹, jf. figur 7.

For at opnå en bedre balance bør nogle lande – specielt USA – blive mindre afhængige af indenlandsk efterspørgsel og mere afhængige af ekstern efterspørgsel, mens andre lande – især Kina – bør bevæge sig i modsat retning. Der er flere måder, hvorpå landenes økonomiske politik kan bidrage til at nedbringe de globale ubalancer. Valutakurspolitikens rolle og indførelse af eventuelle numeriske grænser for betalingsbalansens løbende poster har haft særligt fokus i drøftelserne, herunder inden for rammerne af det såkaldte G20-samarbejde.

I spørgsmålet om valutakurser har Federal Reserves kvantitative lempelser mødt kritik fra flere lande, der har opfattet denne politik som et bevidst forsøg på at svække dollaren med det formål at styrke den amerikanske konkurrenceevne på andre landes bekostning.² Samtidig har Kina, som har et af de største betalingsbalanceoverskud i verden, været kritiseret for at føre en valutakurspolitik, der ikke tillader, at den kinesiske renminbi styrkes tilstrækkeligt. En bevidst politik for at fremme eller

¹ Se Niels Blomquist og Susanne Hougaard Thamsborg, *Globale ubalancer – en trussel mod opsvinget?* Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2010.

² Hertil kan dog bemærkes, at også en traditionel lempelse af pengepolitikken ved at reducere den korte rente vil have en tendens til at svække valutakursen i lande med flydende kurser. Denne effekt af pengepolitikken fører normalt ikke til protester fra omverdenen, når den pengepolitiske lempelse sker som reaktion på en svag økonomisk aktivitet og en lav og faldende inflation. Den Europæiske Centralbank har da også tilkendegivet, at den ikke ser de kvantitative lempelser i USA som en uventet handling over for omverdenen.

fastholde valutakurser ude af trit med de fundamentale økonomiske forhold kan indebære, at konkurrenceforholdene i den internationale handel forvrides. Forsøg på såkaldte konkurrerende devalueringer har tidligere ført til omfattende protektionistiske tiltag til stor skade for verdensøkonomien. På den baggrund er det positivt, at landene på G20-topmødet i Seoul den 11.-12. november var enige om at bevæge sig mod mere markedsbestemte valutakurser, som afspejler den økonomiske udvikling, og at afholde sig fra konkurrerende devalueringer.

Forud for det forberedende G20-møde blandt finansministre og centralbankchefer den 22.-23. oktober havde USA's finansminister, Timothy Geithner, desuden foreslået et numerisk mål for, hvor stort et overskud eller underskud på betalingsbalancen højst må være i forhold til BNP. På G20-topmødet blev deltagerne dog enige om ikke at introducere egentlige numeriske mål. I stedet indføres nogle endnu ikke fastsatte indikatorer for økonomiske ubalancer, så vedvarende store ubalancer fører til en nærmere undersøgelse af, hvorfor de ikke korrigeres. IMF vil skulle bistå i udviklingen og vurderingen af disse indikatorer. G20-landene har derudover indgået aftale om en række individuelle økonomisk-politiske forpligtelser, som skal understøtte en stærk, holdbar og balanceret global vækst.

PENGE- OG VALUTAFORHOLD

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

Nationalbanken har i efteråret to gange sat foliorenten og renten på indskudsbeviser op. Det skete med virkning fra 15. og 29. oktober 2010. Stigningen var begge gange 0,1 procentpoint. Foliorenten var derefter 0,6 pct., mens indskudsbevisrenten var 0,7 pct. Udlånsrenten og diskontoen er fastholdt på henholdsvis 1,05 og 0,75 pct.

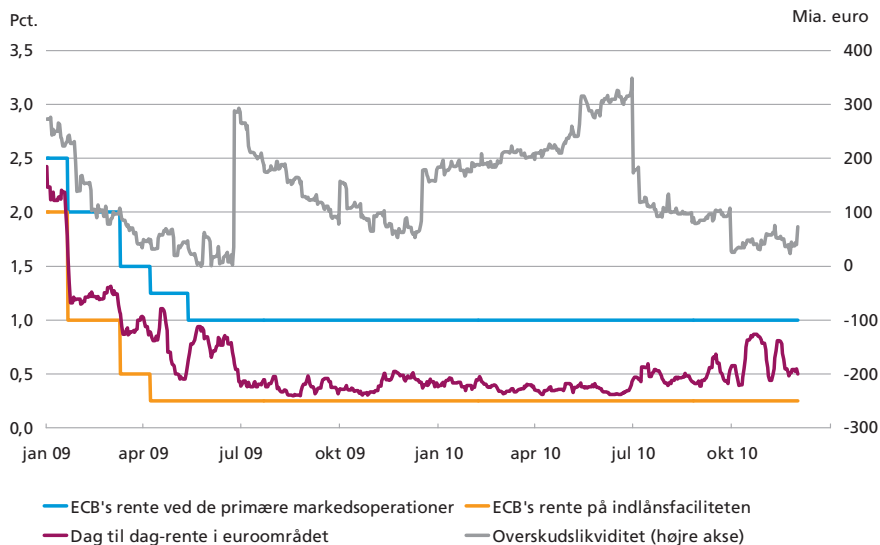
I september købte Nationalbanken netto valuta for 3,4 mia. kr. i forbindelse med interventioner i valutamarkedet, mens den i oktober og november samlet solgte valuta for netto 9,5 mia. kr. Valutareserven var ved udgangen af november på 419,2 mia. kr.

Rentestigningerne og Nationalbankens interventioner i valutamarkedet til støtte for kronen havde baggrund i, at de korte europæiske markedsrenter var steget mere end de tilsvarende danske markedsrenter. Det gav forud for renteændringerne anledning til, at kronen blev svækket en smule.

De stigende europæiske markedsrenter afspejler, at overskudslikviditeten i euroområdet er faldet betragteligt de seneste måneder, jf. figur 8. I takt med, at en række af ECB's tidligere tildelinger af likviditet

OVERSKYDENDE LIKVIDITET OG DAG TIL DAG-RENTEN I EUROOMRÅDET

Figur 8



Anm.: Overskudslikviditeten er givet ved bankernes indskud på indlånsfaciliteten, indskud på anfordringskonti i Eurosystemet og ECB's finjusterende markedsoperationer fratrasket ECB's reservekrav samt bankernes brug af den marginale udlånsfacilitet. ECB's primære markedsoperationer har siden midten af oktober 2008 været til fast tildelingsrente. 5 dages glidende gennemsnit for dag til dag-renten i euroområdet (Eonia). Seneste observation er 1. december 2010.

Kilde: Reuters EcoWin og ECB.

med længere løbetid er udløbet, har euroområdet banker efterspurgt mindre likviditet end før. Det skal ses i sammenhæng med, at ECB fortsat har fuld likviditetstildeling til fast rente på de primære ugentlige markedsoperationer indtil i hvert fald 12. april 2011. Det er dermed bankerne selv, der under de givne forhold finder det optimalt at efterspørge mindre likviditet end tidligere. Den likviditet, som ECB aktuelt udbyder, har dog kortere løbetid end hidtil. Det kan være en medvirkende årsag til bankernes faldende efterspørgsel. Den kortere løbetid på likviditet skyldes, at ECB er i gang med at normalisere den pengepolitiske situation i euroområdet. Det sker ved, at ECB ikke fornyer en række af de ekstraordinære tildelinger af likviditet med lang løbetid, som udløber.

ECB annoncerede i december, at den i hver af månederne januar, februar og marts vil gennemføre en 3-måneders markedsoperation med fuld tildeling af likviditet. Ligesom ved 3-måneders auktioner i efteråret vil det, modsat den praksis der blev indført under finanskrisen, ikke ske til en på forhånd fast rente, men til gennemsnittet af renterne ved de primære ugentlige markedsoperationer i den pågældende periode.

Fra begyndelsen af 2009 og indtil for nylig har den rigelige likviditet i euroområdet bevirket, at dag til dag-renten her har ligget tæt på ECB's rente på indlånsfaciliteten, som i øjeblikket er 0,25 pct. I takt med at

overskudslikviditeten mindskes, har de korte pengemarkedsrenter i euroområdet haft en tendens til at nærme sig ECB's udlånsrente ved de primære markedsoperationer, der for tiden er 1 pct., jf. figur 8.

De stigende pengemarkedsrenter i euroområdet har haft betydning for spændene i pengemarkedsrenterne mellem Danmark og euroområdet, hvilket har påvirket kronekursen.

Det implicitte rentespænd for valutaswaps mellem kroner og euro har de seneste måneder været negativt, jf. figur 9. Det vil sige, at der har været et terminsfradrag ved køb af euro mod kroner på termin, hvor der normalt er et terminstillæg.

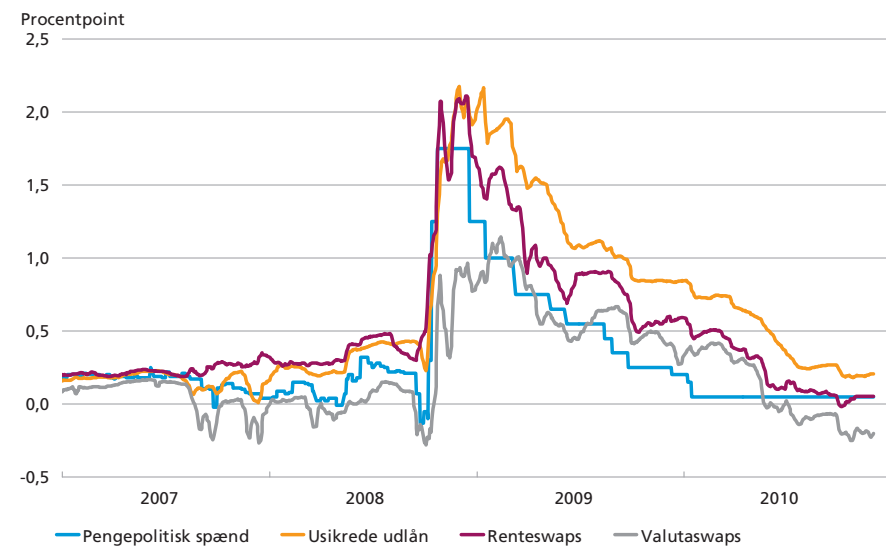
Rentspændet mellem de sikrede udlån (renteswaps) i Danmark og euroområdet har siden sommeren 2010 ligget omkring det pengepolitiske spænd. Det afspejler, at de europæiske markedsrenter har nærmet sig ECB's pengepolitiske udlånsrente. Spændet mellem usikrede lån i Danmark og euroområdet er reduceret lidt siden oktober, men er fortsat højere end spændet mellem de sikrede udlån.

Udviklingen på kredit- og kapitalmarkedet

Bankpakke 1 udløb 30. september 2010. Dermed ophørte den ubegrænsede statsgaranti til alle indskydere og andre simple kreditorer mod tab på tilgodehavender i pengeinstitutter, der er medlem af Det Private Be-

UDVALGTE RENTESPÆND MELLEM DANMARK OG EUROOMRÅDET

Figur 9



Anm.: 5 dages glidende gennemsnit undtagen det pengepolitiske spænd. Det pengepolitiske rentespænd er forskellen mellem Nationalbankens udlånsrente og ECB's skæringsrente ved de primære markedsoperationer. Rentspændet for usikrede renter er forskellen mellem 3-måneders Cibo og Euribor. Rentspændet for valutaswaps er bestemt ud fra terminstillægget i 3-måneders valutaterminforretninger mellem kroner og euro. Rentspændet for renteswaps er baseret på en 3-måneders renteswap med dag til dag-renten. Seneste observation er 1. december 2010.

Kilde: Reuters EcoWin og Danmarks Nationalbank.

redskab. Finansiell Stabilitet A/S har, siden den blev oprettet i forbindelse med den ubegrænsede statsgaranti, fået overdraget ni pengeinstitutter¹.

Efter ophøret af den ubegrænsede statsgaranti er indskydernes almindelige indlån dækket op til et beløb svarende til 100.000 euro, cirka 745.000 kr., mens der er fuld dækning for visse særlige indlån². Indskydere af beløb over 100.000 euro må tage stilling til, om de har tillid til, at deres pengeinstitut kan honorere sine forpligtelser.

Udløbet af Bankpakke 1 gav ikke anledning til problemer i den finansielle sektor. Det skal ses i lyset af, at sektoren generelt har styrket sit kapitalgrundlag og likviditetsberedskab. Det skyldes delvis, at institutterne i kraft af Bankpakke 2 har haft mulighed for at modtage statslig hybrid kernekapital og udstede obligationer på basis af individuelle statsgarantier, samt at de ikke har måttet udbetale udbytte indtil udløbet af Bankpakke 1.

Op til kvartalsskiftet og udløbet af Bankpakke 1 var penge- og realkreditinstitutternes brug af Nationalbankens faciliteter begrænsede. Der var dermed ikke tegn på uro på pengemarkedet. Nationalbanken havde 30. september åbnet for både salg og køb af indskudsbeviser, hvilket på forhånd var annonceret. Nationalbankens pengepolitiske lån til modparterne steg den sidste fredag i september til knap 10 mia. kr. Det skete fra et niveau på næsten nul i månederne forinden. I begyndelsen af oktober faldt det pengepolitiske udlån tilbage til næsten nul. Samme mønster var der i juni op til halvårsskiftet, om end på et højere niveau, jf. figur 10. De pengepolitiske modparter har fortsat positiv nettostilling over for Nationalbanken. Det er derfor indskudsbevisrenten, der aktuelt er toneangivende for de danske pengemarkedsrenter.

I september blev der afholdt auktioner over rentetilpasningsobligationer. Spredningen af auktionstidspunkterne er med til at mindske opkoblingen af refinansiering op til årsskiftet. Herved opnås en mere jævn fordeling af auktionerne over rentetilpasningslån end hidtil. I alt blev der solgt for omkring 50 mia. kr.

Andelen af rentetilpasningslån i realkreditinstitutternes bruttonyudlån er faldet de seneste måneder. Rentetilpasningslån udgør nu 51 pct. af det samlede nyudlån, hvor andelen var over 85 pct. omkring årsskiftet.

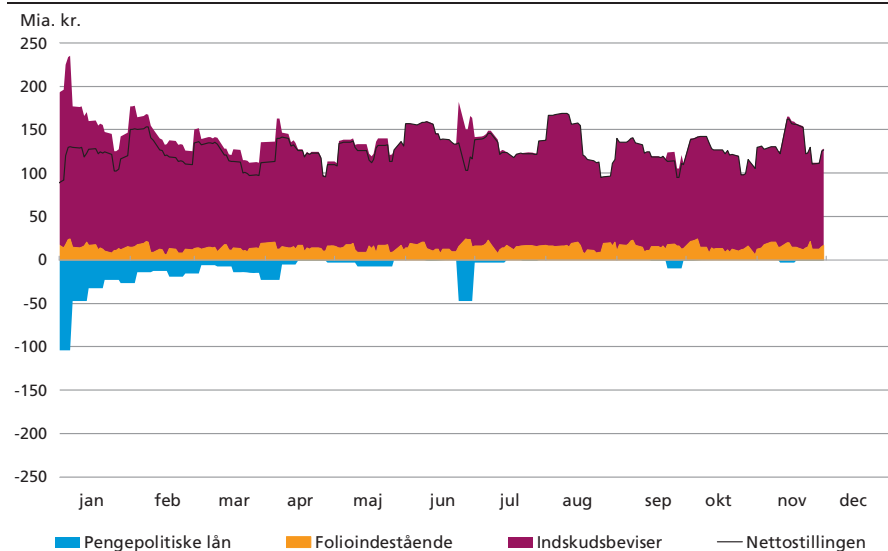
Rentetilpasningslån er dog fortsat den dominerende låneform i realkrediten. Ved udgangen af oktober var 69 pct. af det samlede udestående realkreditudlån således rentetilpasningslån.

¹ Det drejer sig om Eik Banki, Eik Bank Danmark, EBH Bank, Fionia Bank, Gudme Raaschou Bank, Løkken Sparekasse, Capinordic Bank, Straumur Burdaras Investment Bank hf og Roskilde Bank. Sidstnævnte blev overdraget fra Nationalbanken og Det Private Beredskab, der havde overtaget Roskilde Bank, før Bankpakke 1 trådte i kraft.

² Bl.a. børneopsparings- og etableringskonti samt pensions-, uddannelses- og boligopsparinger.

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES BRUG AF NATIONALBANKENS FACILITETER

Figur 10



Anm.: Seneste observation er 1. december 2010.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Renten på korte og lange realkreditobligationer er steget i efteråret og ligger nu på omkring 1,4 pct. og 4,4 pct., jf. figur 11. Renten på en 10-årig dansk statsobligation er i efteråret steget cirka 0,5 procentpoint og ligger nu omkring 3 pct. Det nuværende renteniveau er dog fortsat meget lavt sammenlignet med tidligere.

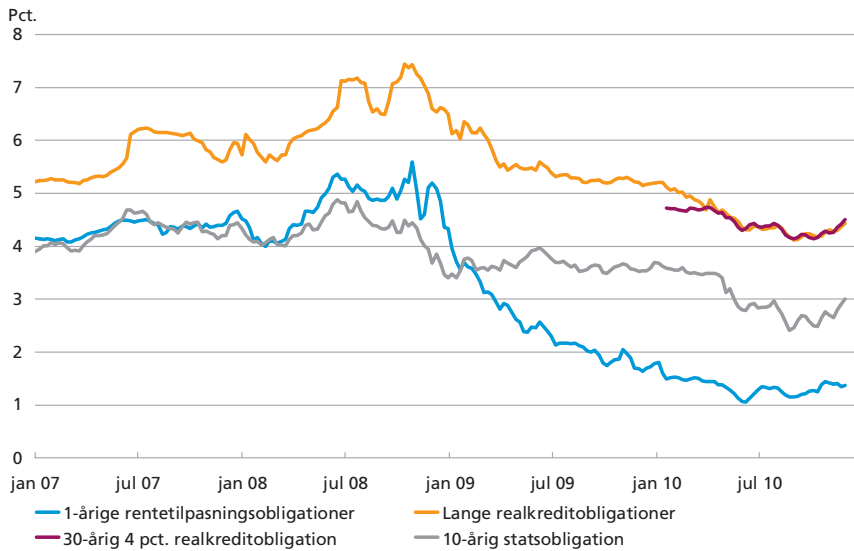
Faldet i pengeinstitutternes ind- og udlånsrenter er ophørt. Det sker efter, at institutterne har reduceret ind- og udlånsrenterne siden den finansielle krise kulminerede i oktober 2008. Rentefaldene er sket samtidig med, at Nationalbanken har nedsat de pengepolitiske renter.

Pengeinstitutternes rentemarginal til private er nu tilbage på samme niveau som i sommeren 2007, mens den til virksomheder befinder sig på et højere niveau end før krisen, jf. figur 12. Rentemarginalen for personligt ejede virksomheder ligger fortsat markant højere end marginalen for andre virksomheder. Det skal ses i lyset af, at de personligt ejede virksomheder typisk hjemtager mindre lån end andre virksomheder. Desuden har større virksomheder, der typisk er organiseret som aktieselskaber, lettere adgang til alternativ finansiering via kapitalmarkederne og kan ofte stille mere omfattende sikkerhed. Det forbedrer deres forhandlingsposition over for pengeinstitutterne.

Penge- og realkreditinstitutterne har de seneste måneder samlet set haft et stabilt udlån til husholdninger, mens udlånet til erhverv er faldet

RENTER PÅ DANSKE STATS- OG REALKREDITOBLIGATIONER

Figur 11

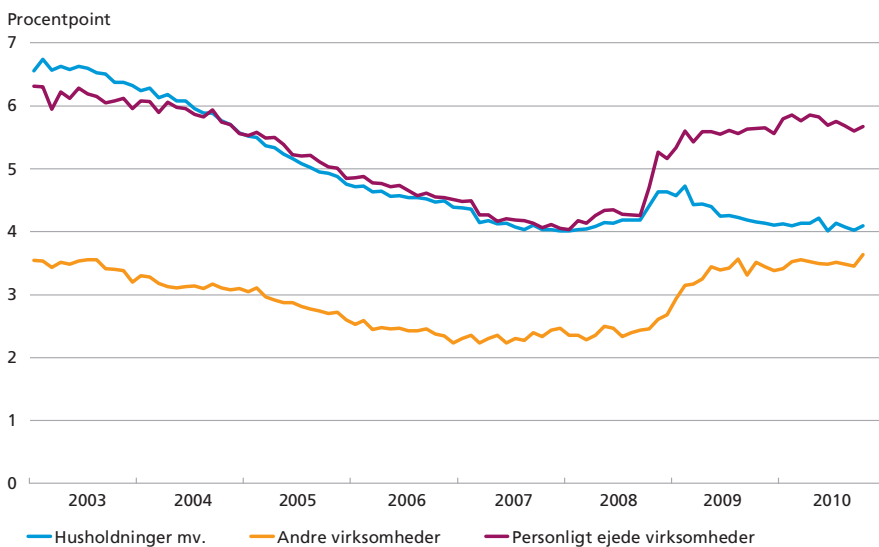


Anm.: Den 1-årige rente på rentetilpasningsobligationer er et ugentligt gennemsnit med seneste observation 1. december 2010. Den lange realkreditobligationsrente er en gennemsnitlig effektiv rente på 30-årige konverterbare realkreditobligationer, opgjort ugentligt med sidste observation i uge 48. Den 30-årige 4 pct. realkreditobligation er vist fra 1. februar 2010, da det er denne langfristede realkreditobligation, der aktuelt handles. Seneste observation er 1. december 2010. Renten på en 10-årig statsobligation er vist ved den 10-årige parrente.

Kilde: Nordea Analytics, Realkreditrådet og Danmarks Nationalbank.

PENGEINSTITUTTERNES RENTEMARGINALER FORDELT PÅ GRUPPER

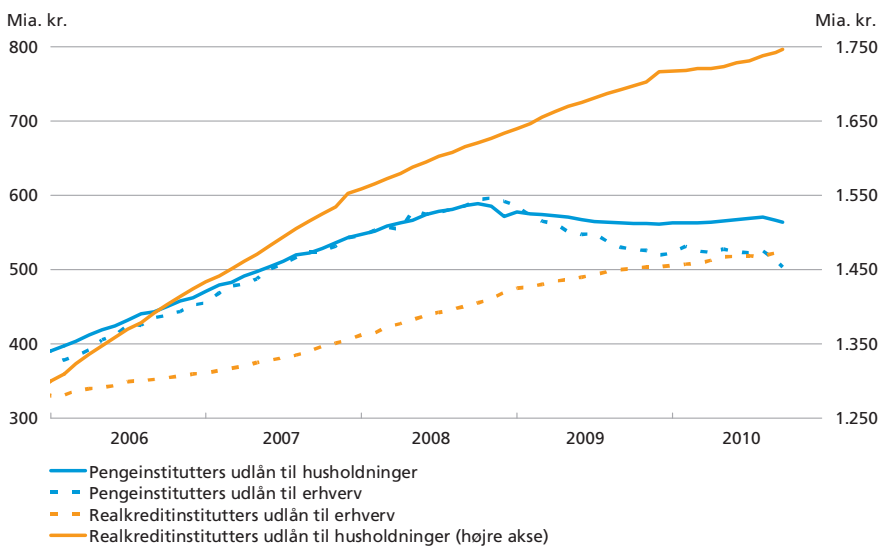
Figur 12



Anm.: Sidste observation er oktober 2010.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

PENGES- OG REALKREDITINSTITUTTERS UDLÅN TIL HUSHOLDNINGER OG ERHVERV Figur 13



Anm: Sæsonkorrigerede data. Udestående udlån til danske husholdninger og virksomheder fra penge- og realkreditinstitutter placeret i Danmark. Husholdninger omfatter personligt ejede virksomheder, herunder landbrug. Erhverv er ikke-finansielle selskaber. Seneste observation er oktober 2010.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

svagt, jf. figur 13. I Nationalbankens udlånsundersøgelse vurderer institutternes kreditchef, at kreditpolitikken over for både erhverv og private som helhed er uændret i 3. kvartal i forhold til det foregående kvartal. Samtidig forventer de ikke at ændre kreditpolitikken i 4. kvartal. For erhverv er låneefterspørgslen steget lidt i 3. kvartal, og institutterne forventer som helhed en svag stigning i efterspørgslen efter lån fra både private og erhverv i 4. kvartal.

DANSK ØKONOMI

Økonomisk aktivitet

Fremgangen i dansk økonomi fortsatte i 3. kvartal, men i mere moderat tempo end i det stærke 2. kvartal, hvor hele væksten i BNP havde sit modstykke i udviklingen i lagrene, jf. boks 1.

Det reale BNP, sæsonkorrigeret, voksede i 3. kvartal med 0,7 pct. i forhold til 2. kvartal, og 3,0 pct. i forhold til 3. kvartal året før. For de tre første kvartaler af 2010 under ét var årsvæksten 1,7 pct.

Der var pæn fremgang i det private forbrug efter et kraftigt fald i 2. kvartal. Samlet set er det private forbrug på vej op. Investeringerne faldt i 3. kvartal, mens der var en stor stigning i 2. kvartal. Underliggende kan der endnu ikke spores nogen vækst i investeringerne. Omvendt var der fortsat pæn vækst i eksporten af varer og tjenester, som steg med 1,9

LAGERDYNAMIK I DANSK ØKONOMI

Boks 1

Selv om lagerinvesteringerne numerisk er små i forhold til fx forbrug og faste investeringer, kan de have ganske stor betydning for BNP-væksten på kort sigt.

Hvis efterspørgslen efter en virksomheds produkter pludselig falder, vil der i første omgang typisk ske en utilsigtet stigning i lagrene, da det tager tid for virksomheden at tilpasse produktionen til de nye efterspørgselsforhold. Den efterfølgende tilpasning indebærer, at virksomheden vil sætte produktionen så lavt, at lagrene nedbringes til det ønskede niveau, hvorefter produktionen igen hæves til nogenlunde at modsvare den nye lavere efterspørgsel. Under denne tilpasning falder produktionen midlertidigt mere end efterspørgslen og illustrerer dermed, hvordan lagerbevægelserne på kortere sigt kan øge udsvingene i produktionen. Hertil kommer, at importindholdet i lagerinvesteringerne er betydelig, og tilpasningen af lagerbeholdningen og produktionen til en lavere efterspørgsel vil derfor også i en periode give et ekstraordinært fald i importen.

Lagerbevægelsernes bidrag til BNP-væksten afhænger af *ændringen* i lagerinvesteringerne. Stigende lagerinvesteringer, dvs. en større lageropbygning eller et mindre fald i lagernedbringelsen, bidrager positivt til væksten i BNP og omvendt. Lagerinvesteringernes store importindhold betyder dog, at lagrenes registrerede vækstbidrag overvurderer den reelle effekt på BNP-væksten af ændringer i lagerinvesteringerne.

Lagerinvesteringerne faldt kraftigt fra 2008 til 2009 og bidrog derfor isoleret set negativt til BNP-væksten med omkring 2 procentpoint, jf. figur 14. I de seneste kvartaler har ændringen i lagerinvesteringerne været positiv og dermed bidraget positivt til BNP-væksten, især i 2. kvartal 2010. Lagerinvesteringerne er således vigtige for at forstå udviklingen i produktionen på kort sigt, men kan ikke forventes mere varigt at bidrage til væksten i BNP.

LAGERDYNAMIK

Figur 14



Anm: Sæsonkorrigerede tal. Seneste observation er 3. kvartal 2010.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

pct. i 3. kvartal. Der var også et lille fald i det offentlige forbrug, som dog i årets tre første kvartaler lå 2,1 pct. over samme periode 2009.

Væksten i økonomien holdes nede af, at den private sektor for øjeblikket konsoliderer sig kraftigt. Mange virksomheder har god indtjening, men de investerer kun i begrænset omfang. Der er et ønske om at nedbringe gearingen. Samtidig udvikler det private forbrug sig stadig tøvende. Husholdningernes forbrug set i forhold til de disponible indkomster, forbrugskvoten, ligger lidt under sit langsigtede gennemsnit.

Antallet af tvangsauktioner har vist en faldende tendens siden årsskiftet, og husholdningernes restancer over for realkreditinstitutterne faldt i 1. halvår efter længere tids stigning. Det afspejler en bedre betalingsevne i husholdningssektoren.

Efter et mindre fald i 1. halvår 2010 har detailomsætningen de seneste måneder bevæget sig sidelæns. Dankortbetalingerne tyder på en lille stigning i detailomsætningen fra oktober til november. Forbrugertillidsindikatoren har været svagt positiv hen over efteråret, men forbrugernes syn på landets økonomiske situation er blevet lidt mere pessimistisk. Bilsalget er dog steget og er nu næsten tilbage på niveauet fra før krisen. Indikatorerne tyder kun på en behersket fremgang i det private forbrug året ud.

Konjunkturbarometrene for virksomhederne underbygger billedet af et relativt svagt opsving, jf. figur 15. Mens forventningerne i servicesektoren er steget lidt, er indikatoren for bygge- og anlægssektoren samt for industrien faldet de seneste måneder. Den sæsonkorrigerede industriproduktion lå lidt højere i 3. end i 2. kvartal.

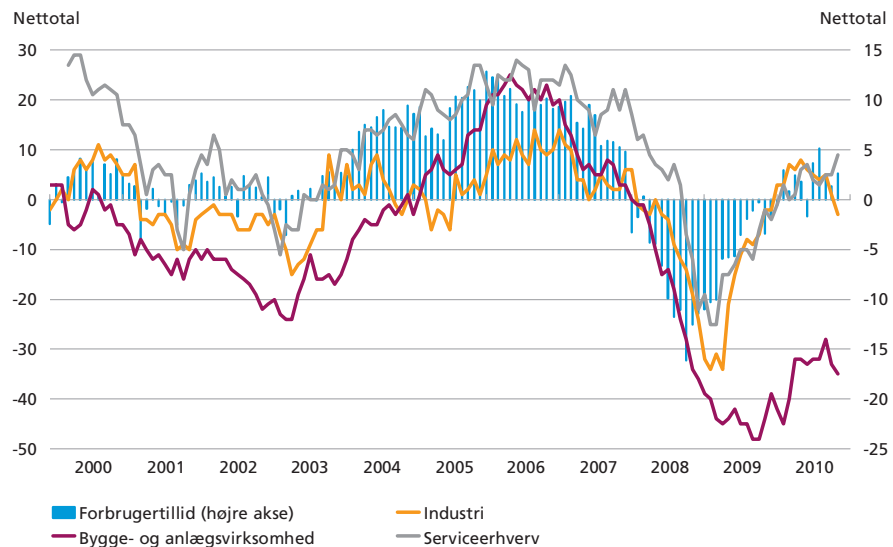
Selv om virksomhederne under ét har stigende overskud, er der stadig mange især mindre virksomheder, som er mærket af krisen. Det ses i statistikken over konkurser, hvor antallet er steget fra et allerede meget højt niveau, men med et lille fald i september og oktober. Det er overvejende små virksomheder med få ansatte, der går konkurs, så ledigheden berøres kun i mindre grad.

Boligmarkedet

Prisudviklingen på ejerboliger i hovedstadsregionen har over det seneste år været meget forskellig fra resten af landet. På landsplan er priserne på parcel- og rækkehuse steget godt 3 pct. i 3. kvartal i forhold til 3. kvartal året før. Det dækker imidlertid over en stigning på næsten 12 pct. i hovedstadsregionen og stort set uændrede priser uden for hovedstadsområdet, hvor prisstigningerne under højkonjunktoren også var mindre. Prisen på ejerlejligheder har udviklet sig parallelt med prisudviklingen på huse.

KONJUNKTURINDIKATORER

Figur 15



Anm.: Der er tale om forventningsindikatorer for industri, serviceerhverv og bygge- og anlægsvirksomhed. Seneste observation er november 2010.

Kilde: Danmarks Statistik.

Antallet af hushandler er på landsplan vokset 12 pct. i forhold til sidste år, men ligger stadig under niveauet forud for krisen. I hovedstadsregionen har antallet ligget næsten fladt.

Den begrænsede omsætning betyder, at udbuddet af boliger til salg fortsat stiger. Ifølge Realkreditrådet var der i oktober godt 50.000 parcel- og rækkehuse samt ejerlejligheder til salg svarende til en stigning på godt 7 pct. i forhold til oktober 2009. Statistikken omfatter de boliger, der annonceres på internettet.

Udenrigshandel og betalingsbalance

Eksporten er steget de seneste måneder. Fremgangen har især været tydelig for søtransport, hvor både priser og transporterede mængder er steget. Også industrieksporten er gået frem. Det seneste års fremgang i verdenshandlen er dermed ved at slå igennem herhjemme. Eksporten ligger dog endnu markant under niveauet forud for krisen.

Fremgangen i industriens produktion og eksport er kommet med en vis forsinkelse i forhold til mange andre lande. Det kan bl.a. skyldes, at det seneste års fald i den effektive kronekurs og stærkere vækst i produktiviteten ikke har kunnet opveje en længere forudgående periode, hvor lønkonkurrenceevnen blev svækket.

Den stigende indenlandske aktivitet har medført, at også importen er steget de seneste måneder. Stigningen har været jævnt fordelt på vare-

grupper undtagen for brændselsstoffer mv. Niveauet for importen ligger under niveauet for eksporten, så der er fortsat overskud på handelsbalancen. Overskuddet, sæsonkorrigeret og ekskl. skibe mv., har det seneste halvandet år været omkring 5 mia. kr. pr. måned, men med betydelige udsving fra måned til måned.

Overskuddet på betalingsbalancen nåede i september op på næsten 80 mia. kr. målt som summen over de seneste 12 måneder. Det er dermed nået op på 4,4 pct. af BNP, hvilket er et meget højt historisk set.

Arbejdsmarkedet

Efter at have bevæget sig sidelæns i nogle måneder steg den sæsonkorrigerede bruttoledighed med samlet 3.800 personer i september og oktober til 170.300 personer, svarende til 6,2 pct. af arbejdsstyrken. Bruttoledigheden er summen af nettoledighed, tidligere kaldet registreret ledighed, og de aktiverede. Stigningen i bruttoledigheden skyldtes højere nettoledighed, mens antallet af aktiverede faldt lidt. Målt ved den internationalt sammenlignelige stikprøvebaserede AKU-statistik var ledigheden herhjemme 7,3 pct. i 3. kvartal. Der har været store bevægelser på arbejdsmarkedet under den seneste lavkonjunktur, jf. boks 2.

Beskæftigelsen i den private sektor, målt ud fra nationalregnskabet, faldt i 3. kvartal med 22.000 personer, mens den offentlige beskæftigelse steg lidt.

Løn og priser

Lønstigningstakten på det private arbejdsmarked har ifølge Dansk Arbejdsgiverforening gennem det seneste år været på omkring 2,5 pct. Den er således faldet markant i forhold til situationen for et par år siden. Også lønstigningerne i den offentlige sektor er på vej ned efter en periode med meget store stigninger. Faldet i lønstigningstakten i den private sektor afspejler, at arbejdsmarkedet stadig er forholdsvis svagt, og at der er rigelig kapacitet i virksomhederne. Udviklingen i de danske lønninger ligger nu næsten på linje med lønstigningerne i udlandet.

De danske lønninger er imidlertid over en lang periode steget hurtigere end hos vore konkurrenter. Det betyder, at lønniveauet herhjemme er kommet meget højt op set i international sammenhæng, jf. figur 16.

Mens produktionen har været i fremgang det seneste års tid, er beskæftigelsen faldet. Der har dermed været en markant stigning i produktiviteten efter et stort forudgående fald. Produktivitsstigningen er et typisk mønster i begyndelsen af en konjunkturopgang, hvor den øgede efterspørgsel efter virksomhedernes produkter i første omgang søges dækket med de eksisterende arbejdskraftresurser. Set over det seneste tiår har væksten i produktiviteten herhjemme været lavere end hos vore

BEVÆGELSER PÅ ARBEJDSMARKEDET UNDER LAVKONJUNKTUREN

Boks 2

Den private beskæftigelse er siden udgangen af 2008 faldet med 110.000 personer mere, end den offentlige beskæftigelse og den registrerede ledighed er steget, jf. tabel 2. Analyser på baggrund af sammenstilling af en række kilder viser, at bevægelserne på arbejdsmarkedet under det seneste tilbageslag har været anderledes end under tidligere konjunkturforløb. Bl.a. har de unge haft en større tilbøjelighed til at vælge uddannelse frem for at træde ind på arbejdsmarkedet. Samtidig har nogle af dem, der allerede var studieaktive, tilsyneladende udskudt færdiggørelsen af deres uddannelse.

UDVIKLINGEN PÅ ARBEJDSMARKEDET 4. KVT. 2008 - 3. KVT. 2010

Tabel 2

1.000 personer

Fald i privat beskæftigelse	190
Stigning i offentlig beskæftigelse	20
Stigning i registreret ledighed	60
Rest	110
Heraf:	
Aktivering	30
Arbejdssøgende uden offentlig forsørgelse	30
Udenlandsk arbejdskraft	10
Uddannelse	30
Varig offentlig forsørgelse ekskl. efterløn	5
Efterløn	-10
Andre	15
I alt	110

Anm.: *Aktivering* dækker over arbejdsmarkedsparede ledige i aktivering (kilde: Danmarks Statistik). *Arbejdssøgende uden offentlig forsørgelse* dækker over AKU-ledige, der hverken er studerende eller modtager dagpenge/kontanthjælp, og som derfor ikke indgår i den registrerede ledighed (kilde: Danmarks Statistik). *Udenlandsk arbejdskraft* er opgjort som grænsependlere og udenlandske statsborgere, der har fået meddelt opholdsbevis/arbejdstilladelse efter 1. januar 2004, og som har haft en A-indkomst på minimum 1.000 kr. fra samme virksomhed i en given måned. Seneste observation er 2. kvartal 2010 (Kilde: Jobindsats.dk). *Uddannelse* dækker over personer berettiget til SU (kilde: Beskæftigelsesministeriets forløbsdatabase, Dream). *Varig offentlig forsørgelse* omfatter modtagere af førtidspension, fleksydelse, ledighedsydelse, forrevaliderings- og revalideringsydelse (kilde: Jobindsats.dk). Seneste observation for *efterlønnere* er 2. kvartal 2010 (kilde: Danmarks Statistik). *Andre* er den uforklarede del af faldet i arbejdsstyrken. Følgende indgår ikke: udenlandsk arbejdskraft på ophold kortere end tre måneder og udenlandske selvstændige erhvervsdrivende, der ikke får udbetalt A-indkomst. Egen sæsonkorrektur af bidragene til fald i arbejdsstyrken.

Kilde: Danmarks Statistik, Beskæftigelsesministeriets forløbsdatabase, Dream, Jobindsats.dk og egne beregninger.

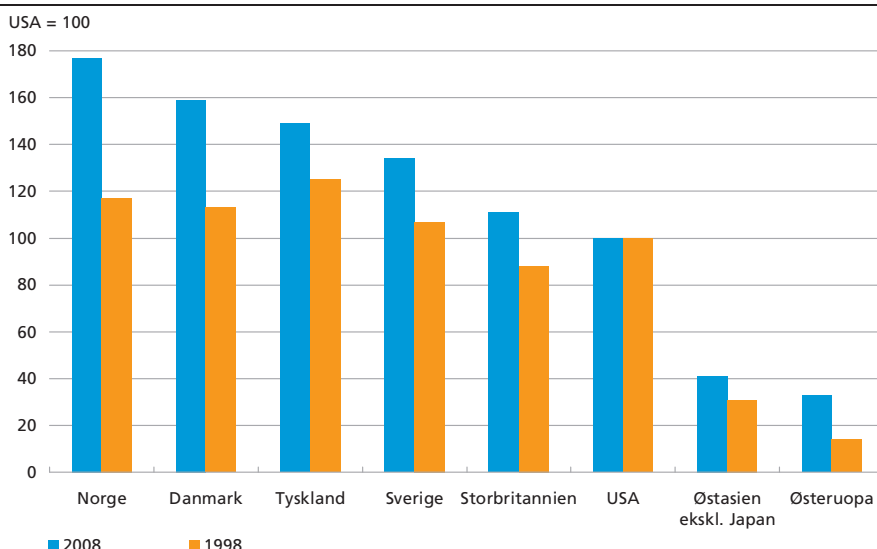
Der er siden 2000 foretaget en del regelændringer, som kan have påvirket de lediges adfærd. Aktiveringsindsatsen er intensiveret især over for unge og personer tæt på efterlønsalderen. Samtidig er reglerne for at optjene supplerende dagpenge skærpet. Den øgede tilgang af unge til uddannelsessystemet skal også ses i lyset af indsatsen over for ledige unge uden en kompetencegivende uddannelse. Således er ydelsesniveauet for unge, der er ramt af ledighed, typisk lavere end for ældre og tæt på niveauet for uddannelsesstøtte.

Omfanget af aktivering har under det seneste konjunkturtilbageslag været usædvanligt stort. Det skyldes bl.a., at refusionssystemet i dag giver kommunerne et økonomisk incitament til at aktivere de ledige. Øget aktivering og flere i uddannelse forklarer over halvdelen af faldet i arbejdsstyrken siden toppunktet i 4. kvartal 2008.

Det er desuden bemærkelsesværdigt, at afgang fra arbejdsstyrken kun i begrænset omfang er sket til varig offentlig forsørgelse. Det øger mulighederne for at tiltrække arbejdskraft og udvide arbejdsstyrken, når der igen bliver behov for det.

ARBEJDSOMKOSTNINGER I INDUSTRIEN

Figur 16



Anm.: Østasien består af Korea, Filippinerne, Singapore og Taiwan. Østeuropa består af Tjekkiet, Ungarn, Polen og Slovakiet. Arbejdsmkostningerne er opgjort på timebasis og inkluderer udbetalte lønninger og arbejdsgiverbidrag mv. Tallene er ikke købekraftskorrigerede.

Kilde: US Bureau of Labor.

konkurrenter, mens lønstigningstakten har været højere. Danske virksomheder har derved tabt konkurrenceevne i størrelsesordenen 15 pct.

Inflationen målt ved det harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, er steget siden sommeren 2009, men fra et lavt niveau, jf. figur 17. Årstigningstakten i HICP var i oktober 2,4 pct. Afgiftsforhøjelser er en væsentlig årsag til den højere prisstigningstakt. Det seneste år er priserne på alkoholiske drikkevarer og tobak steget med omkring 9 pct. hovedsagelig som følge af højere afgifter. Renset for de volatile komponenter, energi og fødevarer samt alkohol og tobak, steg priserne med 1,0 pct. i oktober i forhold til samme måned 2009.

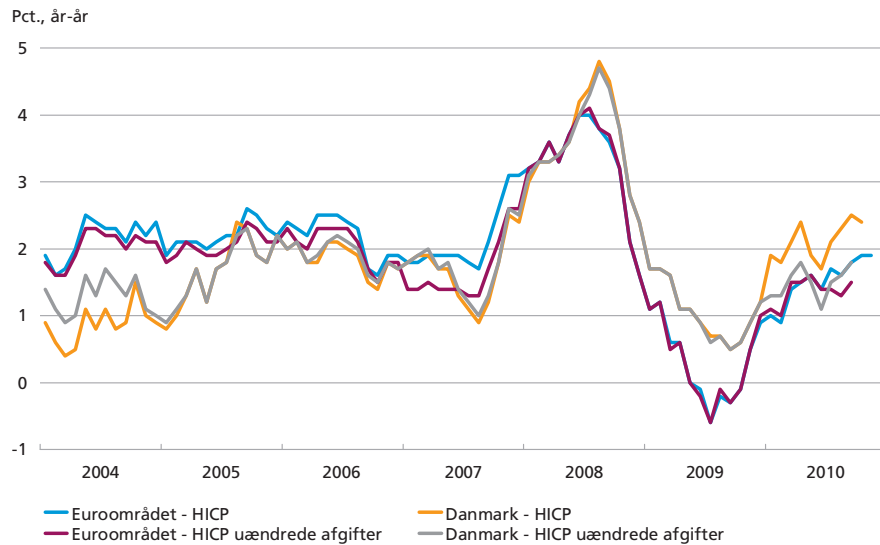
Forbrugerpriserne i euroområdet steg med 1,9 pct. i oktober, og det foreløbige tal for november viser en tilsvarende stigning. Den danske inflation har de sidste par år ligget over inflationen i euroområdet. Korrigeret for afgifter har prisstigningstakten i Danmark og euroområdet dog været tæt på hinanden i den forløbne del af 2010.

Priserne på engrosvarer steg med 6,2 pct. i oktober. Udviklingen i engrospriserne har fremadrettet betydning for priserne i senere led i produktions- og afsætningskæden. En stigning i engrospriserne lægger derfor et opadgående pres på forbrugerpriserne.

De stigende engrospriser skyldes hovedsageligt stigende råvarepriser, herunder især energi. Det typiske er, at disse prisstigninger ikke i første omgang overvæltes i salgspriserne, men derimod klemmer avancerne.

INFLATION I DANMARK OG EUROOMRÅDET

Figur 17



Anm.: I HICP med uændrede afgifter antages fuldt gennemslag af afgiftsændringer på forbrugerpriserne. Seneste observation er september for HICP med uændrede afgifter, oktober for HICP for Danmark og november for HICP for euroområdet, hvor tallet for november er et foreløbigt flash-estimat

Kilde: Eurostat.

Prognose for dansk økonomi 2010-12

Med afsæt i de foran beskrevne konjunkturtendenser præsenteres nedenfor Nationalbankens seneste prognose for den danske økonomi. Prognosen er udarbejdet ved brug af den makroøkonomiske model MONA¹ og tager udgangspunkt i den foreliggende konjunkturstatistik, herunder Danmarks Statistiks kvartalsvise nationalregnskab for 3. kvartal 2010². De bagvedliggende antagelser om den internationale økonomi, de finansielle forhold og finanspolitikken er beskrevet i appendiks 1. Ændringer i forhold til prognosen fra september 2010 gennemgås i appendiks 2.

Efter fem kvartaler med solid vækst ventes BNP-væksten at være hersket i de nærmeste kvartaler for siden at øges frem mod prognosehorisonten i 2012. Det vil dog ikke være nok til at bringe BNP tilbage på niveauet før finanskrisen. Vækstprofilen i fremskrivningen er i store træk sammenfaldende med euroområdets – dog svagere end Tysklands – og lidt under den amerikanske, jf. figur 18, efter et kraftigere tilbageslag i dansk økonomi i 2008 og 2009.

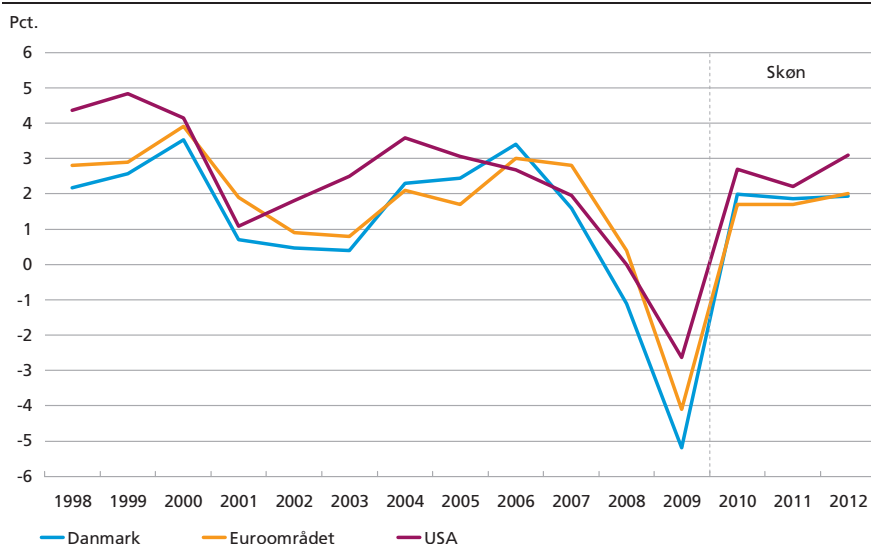
Det private forbrug yder sammen med eksporten det vigtigste bidrag til BNP-væksten i fremskrivningen, jf. tabel 3. Husholdningerne har kon-

¹ Modellen er beskrevet i Danmarks Nationalbank, *MONA – en kvartalsmodel af dansk økonomi*, 2003.

² Beregningerne er baseret på statistisk information til og med 30. november 2010.

BNP-VÆKST I DANMARK, EUROOMRÅDET OG USA

Figur 18



Kilde: Danmarks Statistik, Reuters EcoWin, OECD, *Economic Outlook*, nr. 88, november 2010, og egen prognose.

solideret sig oven på det formuetab, som især boligprisfaldet fra 2007 til 2009 har forvoldt. Forbrugskvoten, dvs. det private forbrug som andel af husholdningernes disponible indkomster inkl. pensionsindbetalinger, er derfor på et moderat niveau. Konsolideringen er ikke overstået, men med udsigt til et stabilt boligmarked – under forudsætning af en behersket stigning i renterne fra lave niveauer – er der også plads til et løft i

CENTRALE ØKONOMISKE STØRRELSE

Tabel 3

Realvækst i forhold til året før, pct.	2009	2010	2011	2012
BNP	-5,2	2,0	1,9	1,9
Privat forbrug	-4,5	2,1	2,3	2,8
Offentligt forbrug	3,1	1,8	0,0	0,5
Boliginvesteringer	-16,9	-12,5	1,4	4,3
Offentlige investeringer	4,6	13,4	0,0	-8,1
Erhvervsinvesteringer	-15,9	-5,2	4,6	7,2
Lagerinvesteringer ¹	-2,0	1,1	0,5	0,1
Eksport	-9,7	2,5	3,6	3,8
Industrieksport	-11,8	8,1	6,2	6,0
Import	-12,5	2,3	4,8	5,1
Samlet beskæftigelse, 1.000 personer	2.824	2.764	2.758	2.767
Ledighed, netto, 1.000 personer	98	115	124	115
Betalingsbalance, pct. af BNP	3,6	4,9	4,5	4,0
Offentlig saldo, pct. af BNP	-2,8	-3,9	-4,8	-3,5
Kontantpriser, pct. år-år	-12,0	2,4	0,0	1,5
Forbrugerpriser, pct. år-år	1,1	2,2	1,9	1,5
Timeløn, pct. år-år	2,9	2,5	2,5	2,9

¹ Bidrag til BNP-vækst.

forbrugskvoten og dermed en vis forbrugsvækst trods dæmpende virkninger fra den finanspolitiske konsolidering. Erhvervsinvesteringerne stiger i fremskrivningen fra et lavt niveau og bidrager også til BNP-væksten. I boks 3 analyseres konsekvenserne af en hurtigere tilbagevenden til et normalt niveau for investeringskvoten. Det løfter BNP-væksten og reducerer ledigheden, men uden at forværre konkurrenceevnen, da produktiviteten samtidig øges. Der ses også på et scenario med lavere vækst i det private forbrug, som påvirker aktiviteten negativt.

I prognosen antages nulvækst i det offentlige forbrug i 2011. Det indebærer en vis overskridelse af målsætningen – svarende til tendensen i tidligere år – men det er den laveste forbrugsvækst i 20 år og udtrykker således en forventning om, at de nye mekanismer til at styre kommunernes serviceudgifter får en effekt i forhold til tidligere år.

Industrieksporten er vokset mærkbart siden årsskiftet. Det afspejler fremgangen hos handelspartnerne, mens eksportmarkedsandelen har været stort set uændret. Konkurrenceevnen er forbedret i de seneste kvartaler under et som følge af en svækkelse af den effektive kronekurs i forhold til 2009 og vækst i produktiviteten. Det ændrer dog ikke ved, at der over en årrække er sket en betydelig forværring. I fremskrivningen stiger eksporten, og markedsandelen er stort set konstant i 2011 i lyset af det seneste løft i konkurrenceevnen. Eksportvæksten er forholdtvis beskeden i de næste par kvartaler og tager siden til, i takt med at den globale økonomi også vinder momentum. Importen vokser mere end eksporten i fremskrivningen som følge af stigende efterspørgselspres. Betalingsbalancen reduceres derfor gradvis fra et overskud på knap 5 pct. af BNP i 2010 til et overskud på 4 pct. i 2012.

Beskæftigelsen faldt med lidt over 20.000 personer i 3. kvartal 2010. Det understreger, at der trods den flade udvikling i 1. halvår endnu ikke er indtruffet en vending efter det store beskæftigelsesfald i 2009. Beskæftigelsen har således ikke kunnet følge med værditilvæksten siden midten af 2009, så produktiviteten er steget. Det retter op på det forudgående produktivitetsfald. Siden årsskiftet er beskæftigelsen steget i den offentlige sektor, mens beskæftigelsen i de fleste private erhverv i 3. kvartal var lavere end i slutningen af 2009. Beskæftigelsesfaldet i industrien er afdæmpet, men nogen vending er der ikke tale om. Det har bragt produktiviteten i industrien tilbage på sit vækstspor, men det er på et lavere produktionsniveau end før krisen og på et beskæftigelsesniveau, der accentuerer de senere årtiers trendmæssige tilbagegang.

Ledigheden har ligget stabilt siden efteråret 2009. I fremskrivningen stiger nettoledigheden til et niveau omkring 125.000 personer i 1. halvår 2011 for siden at falde beskedent frem mod udgangen af 2012. Det afspejler en lille stigning i beskæftigelsen og en lidt større stigning i arbejds-

ALTERNATIVE SCENARIER

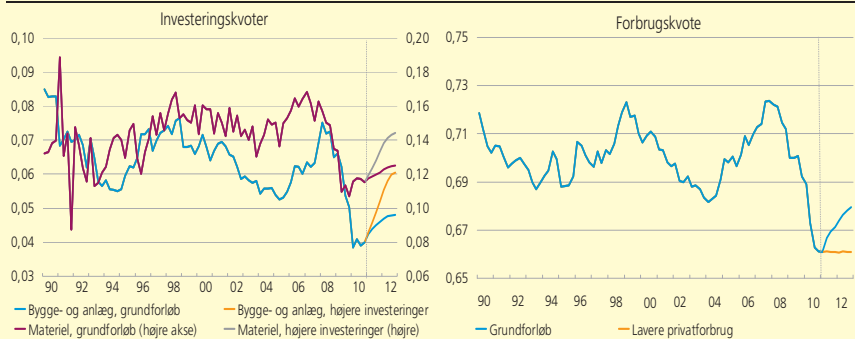
Boks 3

I forbindelse med tilbageslaget er erhvervsinvesteringerne faldet kraftigt. Nedgangen siden 2008 har været større end faldet i produktionen, så investeringskvoten er aftaget markant. Det er en naturlig følge af, at produktionsnedgangen har efterladt en betydelig ledig kapacitet i virksomhederne. Efterhånden som efterspørgslen tiltager, og kapacitetsudnyttelsen øges, vil der igen opstå behov for at øge investeringsomfanget. I prognosen øges investeringskvoterne langsomt i de kommende år. En stærkere stigning i investeringerne kan dog ikke udelukkes, og i et alternativt scenario ses på de mulige makroøkonomiske konsekvenser heraf. Konkret antages et forløb for erhvervenes materielinvesteringer og bygge- og anlægsinvesteringer, der fra og med 1. kvartal 2011 løfter investeringskvoterne på et spor mod et gennemsnitligt niveau i 2013, jf. figur 19 (venstre).

Nedgangen i det private forbrug i 2008 og 2009 har ført til et fald i forbrugskvoten. Set i forhold til den private sektors samlede disponible indkomst er det private forbrug beskedent, og i fremskrivningen ventes et løft, der bringer forbrugskvoten tilbage mod et mere normalt niveau, jf. figur 19 (højre). Det kan imidlertid ikke afvises, at husholdningerne vil ønske at konsolidere sig mere, end prognosens grundforløb lægger op til. I et andet alternativt scenario ses på konsekvenserne af en mere afdæmpet forbrugstilbøjelighed, der holder forbrugskvoten uændret lav i 2011 og 2012.

ANTAGELSER BAG ALTERNATIVE SCENARIER

Figur 19



Anm.: I figuren til højre er disponibel indkomst korrigeret for pensionsafkastskat.

Den kraftigere opgang i erhvervenes materiel- og byggeinvesteringer i scenario 1 fører til en større dansk produktionsfremgang end i grundforløbet, jf. tabel 4. BNP-væksten øges med 0,2 procentpoint i 2011 og 1 procentpoint i 2012. Den højere vækst i aktiviteten fører til højere beskæftigelse, og antallet af ledige i 2012 er 16.000 lavere. De højere investeringer løfter kapitalapparatet og øger produktivitetsvæksten. Lønstigningstakten øges af det stærkere arbejdsmarked, men det mere end opvejes af den stærkere produktivitetsudvikling, så lønomkostningerne pr. produceret enhed udvikler sig svagere end i grundforløbet. Den stærkere udvikling i investeringerne trækker sammen med de afledte effekter af aktivitetsstigningen (fx øget privat forbrug) importen op, og betalingsbalancen forværres med 20 mia. kr. i 2012.

Med svagere vækst i det private forbrug i scenario 2 reduceres BNP-væksten til omkring 1½ pct. i 2011 og 2012. Det lavere aktivitetsniveau fører til lidt lavere beskæftigelse, og i fremskrivningens sidste år er ledigheden 124.000 personer mod 115.000 i

FORTSAT

Boks 3

grundforløbet. Importen svækkes også af den lavere indenlandske efterspørgsel, og det øger overskuddet på betalingsbalancens løbende poster. Endelig forringes de offentlige finanser som følge af lavere indtægter fra skatter og afgifter.

GRUNDFORLØB OG ALTERNATIVE SCENARIER

Tabel 4

	Grundforløb	1: Højere erhvervsinvesteringer	2: Lavere privatforbrug
2011			
BNP, pct. år-år	1,9	2,1	1,4
Ledighed, netto, 1.000 personer	124	121	128
Betalingsbalance, pct. af BNP	4,5	4,1	4,9
Offentlig saldo, pct. af BNP	-4,8	-4,7	-5,1
HICP, pct. år-år	1,9	1,9	1,9
2012			
BNP, pct. år-år	1,9	2,9	1,6
Ledighed, netto, 1.000 personer	115	99	124
Betalingsbalance, pct. af BNP	4,0	3,0	4,9
Offentlig saldo, pct. af BNP	-3,5	-2,9	-4,1
HICP, pct. år-år	1,5	1,4	1,4

styrken i de nærmeste kvartaler. Sidstnævnte skyldes bl.a., at kommunerne ventes at reducere antallet af dagpenge- og kontanthjælpsmodtagere i aktivering som følge af nye lavere refusionssatser.

Forbrugerprisernes stigningstakt, HICP, er tiltaget fra under 1 pct. år til år i slutningen af 2009 til over 2 pct. år til år i de senere måneder. Opgangen har bl.a. baggrund i stigende energipriser og ses også i fx euroområdet. De danske prisstigninger er dog højere end i euroområdet. Det kan i vidt omfang forklares af afgiftsstigninger fra årsskiftet, som bidrager til prisstigningerne i Danmark med godt 0,5 procentpoint. Ekskl. virkningen af ændrede afgifter har prisstigningerne i både Danmark og euroområdet i de senere måneder ligget omkring 1,5 pct. år til år. Fra næste årsskifte falder virkningen af disse afgiftsstigninger på inflations takten væk, og det bringer prisstigningerne under 2 pct. år til år, hvor de holder sig gennem fremskrivningen, jf. tabel 5. Det understreger, at inflationspresset er forholdsvis beskedent i lyset af moderate udsigter for verdensøkonomien og svagt kapacitetspres i dansk økonomi.

Lønstigningerne i den private sektor har reageret på svækkelsen af arbejdsmarkedet og er de seneste år kommet ned til et niveau omkring 2,5 pct. år til år. Den kraftigste reaktion er sket i byggeriet, hvor lønstigningerne nåede ned under 1 pct. år til år. Løntallene for 3. kvartal viser en konvergens i lønstigningstakten på tværs af de overordnede sektorer,

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

Anm.: 1 nettoprisindekset er indirekte skatter og afgifter fratrasket forbrugerpriserne, mens eventuelle tilskud er lagt til.

² Vægt i nettoprisindekset, procent.

dvs. industri, byggeri og servicefag. Lønstigningerne på det offentlige arbejdsmarked er på vej ned fra et markant højere niveau end på det private arbejdsmarked. Lønstigningerne i den private sektor ventes at holde sig omkring det nuværende niveau i de kommende kvartaler og tager lidt til i 2012 i lyset af et lidt stærkere arbejdsmarked.

Økonomisk politik

Danmark står over for betydelige økonomiske udfordringer. På kort sigt skal en stærkt ekspansiv finanspolitik erstattes af et stigende efterspørgselstræk fra privatforbruget, de faste erhvervsinvesteringer og eksporten, hvis det økonomiske opsving skal blive selv bærende. Forbrugs- og investeringstilbøjeligheden i den private sektor har i en periode været usædvanligt lav. Det giver grund til at antage, at der er basis for en vis fremgang i den private efterspørgsel, der kan overtage rollen som drivkraft for opsvinget.

På eksportsiden understøttes fremgangen i dansk økonomi af en relativt høj vækst hos vore to vigtigste samhandels partnere, Tyskland og Sverige. Begge disse lande synes at komme hurtigere ud af krisen end Danmark. Når den svenske økonomi har klaret sig bedre end den danske, skyldes det bl.a., at den svenske finanspolitik i de senere år har været mere tilbageholdende end den danske. Dermed undgik Sverige den kraftige forværring af lønkonkurrenceevnen, som Danmark oplevede i højkonjunkturårene i sidste årti, jf. artiklen om dansk kontra svensk økonomi i denne kvartalsoversigt.¹ Også Tyskland har igennem en årrække haft en langt bedre udvikling i lønkonkurrenceevnen end Danmark som

¹ Se artiklen om "Den økonomiske udvikling i Danmark og Sverige i de senere år", s. 35.

følge af en lang periode med løntilbageholdenhed, målrettet effektivisering i eksportvirksomhederne og reformer på arbejdsmarkedet.

På langt sigt består udfordringerne for den økonomiske politik især i at sikre en holdbar udvikling i de offentlige finanser og at øge vækstpotentialet i dansk økonomi. Finanskrisen og den efterfølgende økonomiske krise har medført en kraftig stigning i den offentlige gæld og en deraf følgende stigning i statens fremtidige renteudgifter. Dermed forstærkes det finanspolitiske holdbarhedsproblem, der allerede eksisterede inden krisen. Der vil derfor være behov for at konsolidere de offentlige finanser i en lang periode fremover. Da Danmark i forvejen har et højt skattetryk, er der kun begrænsede muligheder for en konsolidering via højere skatter og afgifter, hvis man vil undgå at skabe alvorlige økonomiske forvridninger. Størstedelen af konsolideringen må derfor ske via en tilbageholdende udgiftspolitik og via strukturreformer, der styrker skattegrundlaget og mindsker presset på de offentlige udgifter.

Det er positivt, at regeringen næste forår fremlægger en plan for udviklingen i dansk økonomi, der skal indeholde en konsolideringsplan for de offentlige finanser frem mod 2020. For at sikre den størst mulige troværdighed omkring planen bør den kommende 2020-plan give konkrete anvisninger på, hvordan den nødvendige konsolidering sikres.

I EU arbejdes der for tiden på at styrke overvågningen af medlemslandenes finanspolitik og generelle økonomiske politik.¹ Formålet er at forebygge fremtidige statsgældskriser og sikre en mere balanceret økonomisk udvikling inden for både euroområdet og EU-området som helhed. Danmark har en stor interesse i, at disse bestræbelser lykkes. Det skærpede fokus på en stabilitetsorienteret finanspolitik indebærer, at den kommende 2020-plan vil få mere opmærksomhed fra udlandet end de hidtidige mellemfristede planer for dansk økonomi (2010- og 2015-planen). Det forhold, at Danmark i øjeblikket er omfattet af stabilitets- og vækstpagtens procedure for uforholdsmæssigt store budgetunderskud, vil trække i samme retning. For at styrke bevidstheden om vigtigheden af sunde offentlige finanser kunne finansministeren årligt i Folketinget redegøre for den aktuelle status for planen, fx i forbindelse med fremsendelsen af regeringens årlige økonomiske konvergensprogram til Europa-Kommissionen.

Foruden genopretningen af de offentlige finanser er den anden store langsigtede udfordring at styrke vækstpotentialet i dansk økonomi. Den underliggende produktivtetsvækst har været svag igennem en længere årrække, men endnu savnes en tilfredsstillende forklaring herpå. Der er en åbenlys risiko for fejlinvesteringer, hvis der iværksættes

¹ Se artiklen om "Styrket økonomisk samarbejde og overvågning i EU", s. 61.

nye budgetbelastende initiativer med det formål at fremme produktivtetsvæksten, inden der er opnået en dybere forståelse af årsagerne til det danske produktivtetsproblem.

Under alle omstændigheder vil eventuelle tiltag som f.eks. investering i uddannelse, forskning og udvikling være længe om at slå fuldt igennem på produktiviteten. På kort og mellemlangt sigt vil en styrkelse af væksten derfor i høj grad bero på, om den danske lønudvikling kan holdes i underkanten af lønudviklingen i vores konkurrentlande. De danske merlønstigninger i forhold til udlandet kombineret med den svage produktivtetsudvikling i de senere år har betydet, at dansk industri i dag har nogle af de højeste lønomkostninger pr. produceret enhed i verden, jf. figur 16. Dermed er danske virksomheder og arbejdspladser særligt sårbare i den nye internationale arbejdsdeling, hvor de nye vækstøkonomier med store reserver af billig arbejdskraft trænger frem på verdensmarkedet, og hvor den økonomiske krise har skærpet priskonkurrencen på mange markeder. Behovet for strukturreformer, der øger udbuddet af arbejdskraft, skal bl.a. ses i dette lys. Sådanne reformer vil ikke blot styrke de offentlige finanser på længere sigt, men vil også bidrage til en afdæmpet lønudvikling og derigennem styrke konkurrenceevnen og beskæftigelsen.

Ikke kun den offentlige sektor, men også den finansielle sektor står over for et konsolideringsbehov i de kommende år. Det er vigtigt, at institutterne har en solid kapitalbuffer til at imødekomme uforudsete hændelser, jf. beregningerne i Nationalbankens publikation Stresstest 2. halvår 2010. Sammenholdt med kravene fra kommende regulering og udfasning af statslige kapitalindskud (Kreditpakken) udgør det en væsentlig udfordring. Hertil kommer behovet for at styrke likviditetspositionen. Pengeinstitutternes indlånsunderskud er nu i højere grad finansieret ved lån med længere løbetid, men det skyldes, at de har udstedt obligationer på basis af en individuel statsgaranti, som senest udløber i 2013. Institutterne skal derfor ruste sig til at hente finansiering uden statsgaranti, samtidig med at de aktuelle positive udviklingstræk i form af flere lange udstedelser og mindsket finansiering fra andre kreditinstitutter fastholdes.

Der er således endnu et stykke vej, inden pengeinstitutsektoren atter kan stå på egne ben. Efter udløbet af den generelle statsgaranti for alle indskud og simple kreditorer pr. 1. oktober 2010 har pengeinstitutterne igen mulighed for at udbetale udbytte til aktionærerne. Behovet for fortsat konsolidering i sektoren tilsiger imidlertid tilbageholdenhed med udbyttebetalingerne i de nærmest kommende år.

APPENDIKS 1: ANTAGELSER I PROGNOSEN FOR DANSK ØKONOMI

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

International økonomi

Den globale økonomi var fortsat i fremgang i 3. kvartal, men i mere behersket tempo end i 2. kvartal, hvor væksten var høj i en række europæiske lande. I Danmarks vigtigste eksportmarkeder, Tyskland og Sverige, ventes en høj vækst i 2010 og 2011. Vurderingen af den danske eksportmarkedsvækst er på den baggrund opjusteret i forhold til septemberprognosen. Afsætningsmarkedet for den danske eksport ventes at vokse med 10,9 pct. i 2010, hvorefter væksten antages at blive lavere i 2011 og 2012, jf. tabel 6.

På trods af den økonomiske fremgang er det globale prispres svagt i 2010. Importpriserne i de lande, som Danmark eksporterer til, og eksportpriserne for de lande, som dansk import kommer fra, ser ud til at falde med omkring 1 pct. i år for herefter at tiltage i vækst i de efterfølgende år. Som følge af en betydelig arbejdsløshed i de fleste lande forventes de udenlandske lønstigninger også at være beskedne gennem fremskrivningsperioden.

OVERSIGT OVER PROGNOSENS ANTAGELSER

Tabel 6

	2009	2010	2011	2012
International økonomi:				
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år	-11,9	10,9	5,9	6,5
Pris på eksportmarkedet ¹ , pct. år-år	-0,4	-1,1	1,6	1,3
Udenlandsk pris ² , pct. år-år	-0,5	-1,0	1,7	1,3
Udenlandsk timeløn, pct. år-år	1,8	2,3	1,3	2,0
Finansielle forhold mv.:				
3-måneders-pengemarkedsrente, pct. p.a.	1,7	0,7	0,9	1,4
Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a. ..	3,8	2,7	3,1	3,7
Effektiv kronekurs, 1980 = 100	107,8	104,1	103,5	103,5
Dollarkurs, DKK pr. USD	5,4	5,6	5,6	5,6
Oliepris, Brent, USD pr. tønde	62,6	79,6	87,2	88,9
Finanspolitik:				
Offentligt forbrug, pct. år-år	3,1	1,8	0,0	0,5
Offentlige investeringer, pct. år-år	4,6	13,4	0,0	-8,1
Offentlig beskæftigelse, 1.000 personer	830	841	839	840

¹ Sammenvejet importpris for de lande, Danmark eksporterer til.

² Sammenvejet eksportpris for de lande, Danmark importerer fra.

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 er steget de seneste måneder efter at være faldet siden efteråret 2008. 3-måneders penge-markedsrenten var omtrent 0,7 pct. p.a. i november og stiger til 1,4 pct. p.a. frem mod 2012. De lange renter er ligeledes steget lidt i efteråret, men ligger fortsat på et lavt niveau. Den gennemsnitlige obligationsrente var ultimo november 2,8 pct. og stiger i prognosen til 3,7 pct. p.a. i 2012.

Siden september-prognosen er den nominelle effektive kronekurs steget lidt. Udviklingen dækker over, at euroen, og dermed kronen, er styrket over for en række valutaer, heriblandt amerikanske dollar og britiske pund. I fremskrivningen holdes dollarkursen og den effektive kronekurs konstant på niveauet fra ultimo november.

Prisen på olie har siden sidste prognose ligget over 80 dollar pr. tønde, og ved prognosens udarbejdelse var den godt 85 dollar. I fremskrivningen antages olieprisen at følge futurepriserne, så olieprisen stiger svagt fra det aktuelle niveau.

Finanspolitiske forudsætninger

Finanspolitikken i prognosen tager udgangspunkt i den annoncerede finanspolitik, herunder finanslovaftalen for 2011. Det reale offentlige forbrug antages at vokse med 1,8 pct. i år. I 2011 fastholdes det offentlige forbrug i reale termer, hvorefter det vokser med 0,5 pct. i 2012. De offentlige investeringer stiger i 2010, hvilket bl.a. skal ses i lyset af fremrykning af en række offentlige investeringer. I 2011 fastholdes investeringerne på niveauet fra 2010, hvorefter de falder i 2012 i takt med den planlagte konsolidering.

APPENDIKS 2: REVISIONER I FORHOLD TIL SENESTE PROGNOSE

Skønnet for BNP-væksten i 2010 er oprevideret fra 1,6 pct. i september-prognosen til 2,0 pct. i denne prognose, jf. tabel 7, hvor revisionerne i BNP og forbrugerpriser er dekomponeret på vigtige baggrundsfaktorer. Den væsentligste forklaring på opjusteringen af BNP-væksten er en tilsvarende revision af eksportmarkedsvæksten, der fortrinsvis har baggrund i et stærkere forløb i de seneste kvartaler. Fremadrettet er eksportmarkedsvæksten også øget, og det bidrager til at trække BNP-væksten op i 2011 og 2012.

Styrkelsen af den effektive kronekurs siden september dæmper væksten og bidrager samtidig til lidt lavere forbrugerprisstigninger. BNP-væksten dæmpes også af, at såvel korte som lange renter er steget lidt siden september, og de er i fremskrivningen $\frac{1}{4}$ - $\frac{1}{2}$ procentenhed højere end sidst. De finansielle forhold, målt ved renter og valutakurser, er samlet således strammere end i september-prognosen. Olieprisen ligger lidt højere i denne prognose, og det øger prisstigningstakten i 2011. Andre faktorer, herunder datarevisioner, trækker i retning af lavere BNP-vækst i fremskrivningen. Fx bidrager et lidt lavere niveau for det offentlige forbrug i 2011 til at reducere BNP-væksten.

REVISIONER I FORHOLD TIL SENESTE PROGNOSE

Tabel 7

Pct., år-år	BNP			Forbrugerpriser, HICP		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Prognose fra september 2010	1,6	1,7	2,0	2,1	1,7	1,6
Bidrag til ændret skøn fra:						
Eksportmarkedsvækst.....	0,5	0,9	0,3	0,0	0,1	0,2
Renteudvikling	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Valutakurser	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	-0,2	-0,1
Oliepriser	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0
Andre faktorer	-0,1	-0,5	-0,1	0,1	0,1	-0,1
Denne prognose	2,0	1,9	1,9	2,2	1,9	1,5

Anm.: Afrunding kan betyde, at overgangen fra seneste til nuværende prognose ikke stemmer helt. Posten "andre faktorer" omfatter også datarevisioner.

Den økonomiske udvikling i Danmark og Sverige i de senere år

*Niels Blomquist, Anders Møller Christensen og Erik Haller Pedersen,
Økonomisk Afdeling*

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Danmark og Sverige minder på mange måder om hinanden, også i økonomisk henseende. I artiklen sammenholdes udviklingen i de to lande før, under og efter den dybe økonomiske krise, der begyndte i USA i 2007.

Sverige har haft et stærkere vækstforløb end Danmark forud for og tilsyneladende også efter krisen. OECD vurderer, at den potentielle vækst er højere i Sverige end herhjemme. Sverige står derfor på flere kerneområder bedre rustet til at møde de fremtidige økonomiske udfordringer.

Først og fremmest har den finanspolitiske disciplin været markant forskellig i de to lande. Begge arbejder med mellemfristede planer i finanspolitikken, men hvor Danmark over en lang periode nærmest systematisk har brudt de opstillede målsætninger for væksten i det offentlige forbrug, har Sverige overholdt de udstukne finanspolitiske rammer siden slutningen af 1990'erne. Det lønner sig nu, hvor Sverige som et af de få lande i EU ikke er omfattet af proceduren for uforholdsmæssigt store budgetunderskud.

Samtidig med finanspolitisk disciplin har Sverige formået at forbedre sin lønkonkurrenceevne i løbet af de sidste 10-15 år, hvor Danmarks er udhulet. Forklaringen ligger ikke så meget i forskellen på den førte penge- og valutakurspolitik som i, at Sverige over en længere periode på samme tid har haft en markant stærkere vækst i arbejdskraftproduktiviteten og en lavere lønstigningstakt end herhjemme.

Velstandsmæssigt har Sverige halet ind på Danmark det seneste årti, og begge har i dag stort set samme bruttonationalprodukt, BNP, pr. indbygger, når der korrigeres for prisforskelle.

Den svenske arbejdsløshed er lidt højere end den danske, men ungdomsarbejdsløsheden er markant højere.

Et særligt risikomoment i Sverige er, at boligpriserne steg kraftigt under højkonjunktoren fra et allerede højt niveau.

REALØKONOMISK UDVIKLING

Produktionsudvikling

Den svenske højkonjunktur forud for krisen var endnu stærkere end den danske målt på BNP-væksten, jf. figur 1, men økonomien blev ikke i samme grad overophedet. Det skyldes bl.a. en højere potentiel vækst i Sverige. Faldet fra top til bund i kriseårene var af samme størrelse som i Danmark. Vendingen i konjunktoren i 2009 kom et kvartal tidligere i Sverige, men derefter har udviklingen været stort set parallel i de to lande. Væksten i Sverige næste år forventes af OECD, Den Internationale Valutafond, IMF, og andre at blive noget stærkere end herhjemme.

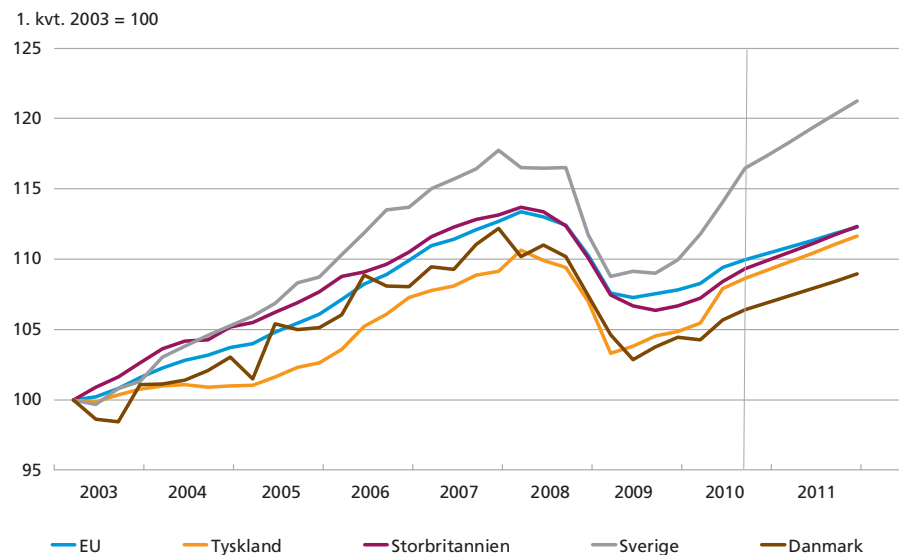
At Sverige skulle komme hurtigere og stærkere ud af krisen end mange andre lande var ikke åbenbart på forhånd. Så sent som i sommeren 2009 vurderede IMF, at landet kunne blive et af de sidste lande til at komme ud af krisen. Det blev bl.a. begrundet med de svenske bankers store eksponering over for Baltikum, som der var meget fokus på dengang, jf. IMF (2009). Bekymringen var velbegrundet, men tabene har været mindre end frygtet.

Eksport og konkurrenceevne

Den svenske eksport er vokset betydeligt hurtigere end den danske siden vendingen i konjunktoren i 2009, jf. figur 2.

UDVIKLING I REALT BNP I EN RÆKKE LANDE

Figur 1

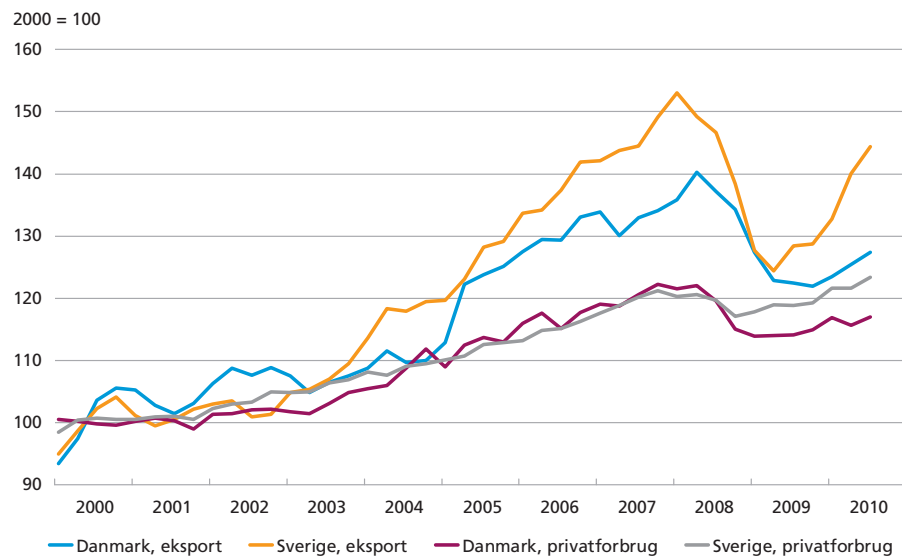


Anm.: Senest offentliggjorte tal er 2. kvartal 2010. Fremskrivningen er foretaget på baggrund af Europa-Kommissionens skøn for årsvækstrater i 2011 og Nationalbankens skøn for dansk økonomi. Væksten i 4. kvartal 2010 er antaget at svare til den gennemsnitlige kvartalsvise vækst i 2011.

Kilde: Europa-Kommissionen (2010) og Danmarks Nationalbank.

EKSPORT OG PRIVATFORBRUG

Figur 2



Anm.: Tal fra nationalregnskabet. Reale størrelser.
Kilde: Reuters EcoWin.

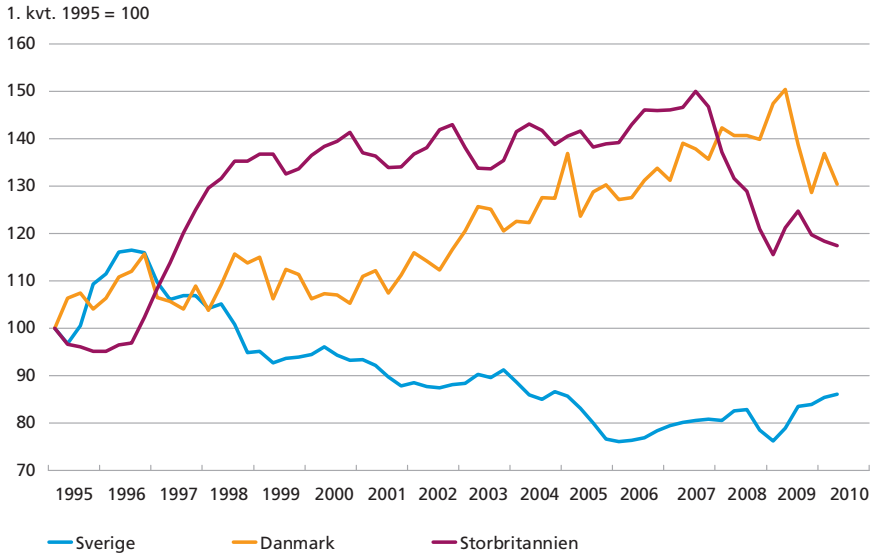
Det skyldes flere ting. For det første er den svenske eksport mere konjunkturfølsom end den danske, da den i højere grad består af investeringsgoder. De udgør næsten halvdelen mod 25 pct. herhjemme. Svensk industri har dermed nydt godt af, at investeringslysten i bl.a. Tyskland og Kina på det seneste er steget.

For det andet har Sverige forbedret sin lønkonkurrenceevne siden midten af 1990'erne, mens den omvendt er blevet udhulet i Danmark, jf. figur 3. Det skyldes først og fremmest, at den gennemsnitlige årlige vækst i produktiviteten har været to en halv gang stærkere i Sverige end herhjemme, jf. figur 4. På trods heraf har lønstigningstakten i Sverige været mindre, og den svenske krone er deprecieret i perioden. Penge- og valutakurspolitikken behandles nedenfor.

Den lavere lønvækst hænger sammen med, at det svenske arbejdsmarked har undgået perioder med den grad af overophedning, som Danmark oplevede i 2005-07. Ledigheden i Sverige har konstant ligget et par procentpoint over den danske målt med internationalt sammenlignelige tal. Forskellen afspejler især, at den svenske ungdomsarbejdsløshed er på 25 pct. og dermed det dobbelte af den danske, jf. figur 5. Forklaringen på den lavere danske ungdomsarbejdsløshed skal bl.a. findes i ungeindsatsen, hvor de unge ikke kan modtage offentlige forsørgelsesydelse, medmindre de er i et uddannelsesforløb. I Sverige gælder ens regler for arbejdsløshedsunderstøttelse for alle. Den seneste vending i konjunktoren har betydet en stagnering i ledigheden og stigende beskæftigelse.

KONKURRENCEEVNE

Figur 3

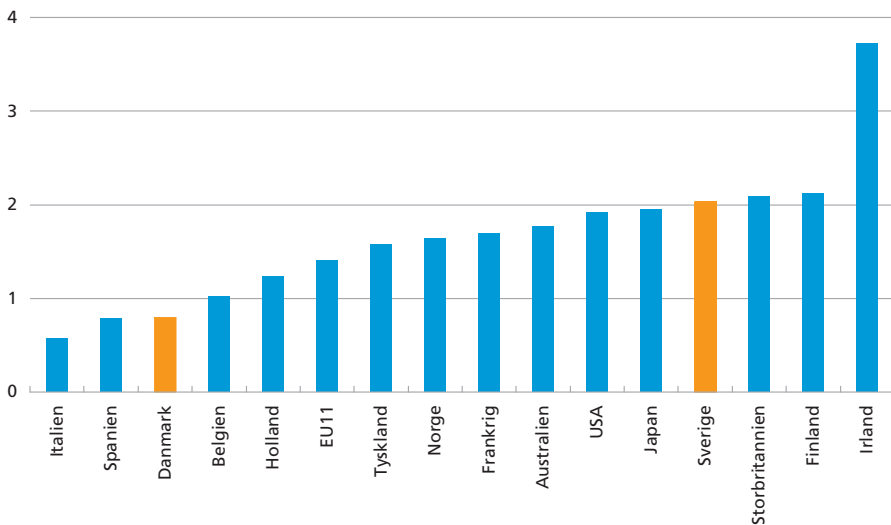


Anm.: Relative enhedslønomkostninger. En stigning i indekset angiver, at konkurrenceevnen svækkes.
Kilde: OECD (2010).

ÅRLIG VÆKST I ARBEJDSKRAFTPRODUKTIVITET 1996-2008

Figur 4

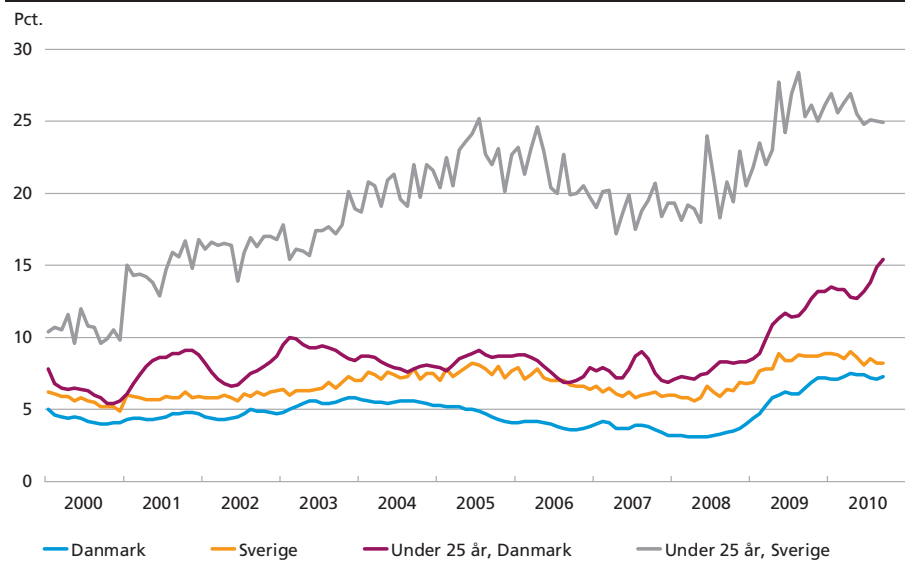
Gennemsnitlig årlig vækst, pct.



Anm.: Hele økonomien.
Kilde: OECD.

LEDIGHED

Figur 5



Anm.: Ledighedstal på internationalt sammenligneligt grundlag.

Kilde: Eurostat.

Privatforbrug og boligmarked

Det svenske privatforbrug er faldet mindre end det danske under krisen, jf. figur 2, og ventes i fremskrivningerne at vokse hurtigere i 2011. Der har under krisen ikke været samme stigning i opsparingskvoten som herhjemme.

De svenske boligpriser er steget lige så meget som de danske siden midten af 1990'erne og frem til 2007, men de er ikke faldet de senere år, jf. figur 6. Det kan være en konsekvens af den meget lave svenske rente samt en omlægning og markant reduktion af ejendomsskatterne i 2006-08. Reduktionen må konjunkturmæssigt siges at være bedre timet end herhjemme, hvor udhulingen af den effektive ejendomsværdibeskatning siden 2002 var med til at puste til ejendomspriserne under højkonjunkturen.

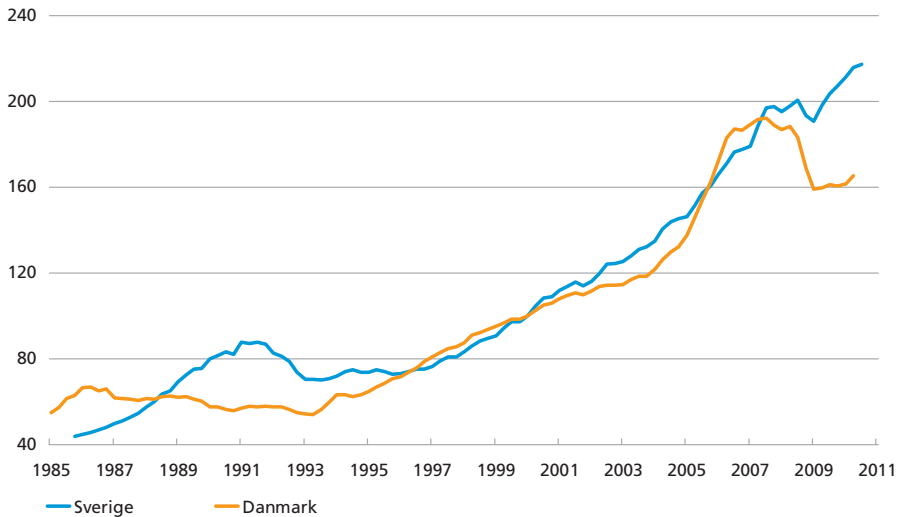
Boliginvesteringerne i Sverige har siden 2000 haft samme profil som de danske, men med den væsentlige forskel, at niveauet i forhold til BNP i Sverige kun var to tredjedele af niveauet herhjemme. Vækstbidraget fra boligmarkedet til den samlede økonomi under højkonjunkturen har dermed været væsentligt mindre i Sverige. Det er samtidig en af forklaringerne på, at det svenske arbejdsmarked har været mindre stramt i perioden.

Udviklingen i udlån fra penge- og realkreditinstitutter har været parallel i Danmark og Sverige både før og under krisen, men de svenske ban-

BOLIGPRISER

Figur 6

Jan. 2000 = 100



Anm.: Kontantpriser på enfamiliehuse.

Kilde: Reuters EcoWin og MONA databank.

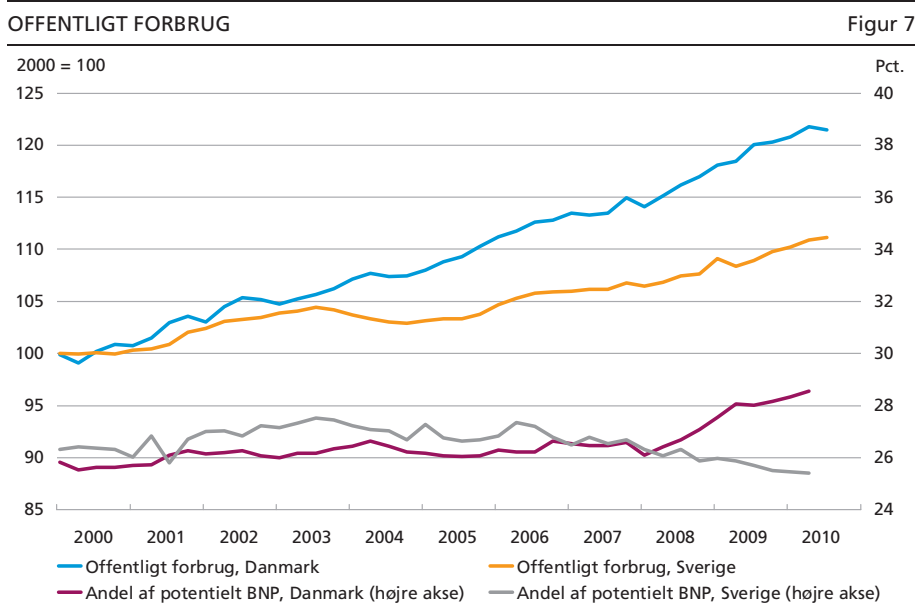
ker har haft betydeligt mindre nedskrivninger de senere år. En stor del af de danske bankers nedskrivninger er netop relateret til engagementer på ejendomsmarkedet.

Finansinspektionen, det svenske finanstilsyn, udsendte i foråret 2010 et "hyrdebrev" til bankerne om, at lån mod pant i fast ejendom kun må ydes op til 75-90 pct. af ejendomsværdien. I Sverige finansieres boligkøb i højere grad gennem bankerne, så dette mål må for Danmark sammenholdes med det samlede udlån til en ejerbolig fra både realkreditinstitut og bank. I 2009 havde 12 pct. af nye låntagere i Sverige en belåning på over 90 pct. af ejendomsværdien. De svenske myndigheder er således noget bekymrede over udlånsvæksten og udviklingen på boligmarkedet generelt.

I Danmark må realkreditlån ikke overstige 80 pct. af ejendomsværdien, men der er ingen lovmæssige begrænsninger på husholdningernes adgang til at optage supplerende lån i pengeinstitutterne.

ØKONOMISK POLITIK**Finanspolitik**

Sverige har været langt dygtigere til at styre det offentlige forbrug i forhold til budgetterne end Danmark. Noget kan skyldes rammebetingelserne for at styre de offentlige udgifter, men det er næppe hele for-



Kilde: OECD (2010) og Danmarks Statistik.

klaringen. Sverige synes også at have haft en stærkere politisk vilje til at holde igen med væksten i det offentlige forbrug, herunder i kommunerne, jf. figur 7.

Den diskretionære lempelse af finanspolitikken i Sverige har været mindre end i Danmark både 2009 og 2010. Samtidig er de automatiske stabilisatorer lidt mindre end herhjemme. Resultatet har været, at den offentlige saldo fra 2008 til 2010 er forværret markant mindre i Sverige – 6 pct. af BNP – mod over 9 pct. i Danmark. Det har betydet, at Sverige som et af de få lande i EU ikke er inde i proceduren for uforholdsmæssigt store budgetunderskud, og at den underliggende budgetbalance er sundere end i Danmark. Ifølge den svenske regerings seneste prognose er finanspolitikken netop holdbar. Danmark står omvendt med et holdbarhedsproblem.

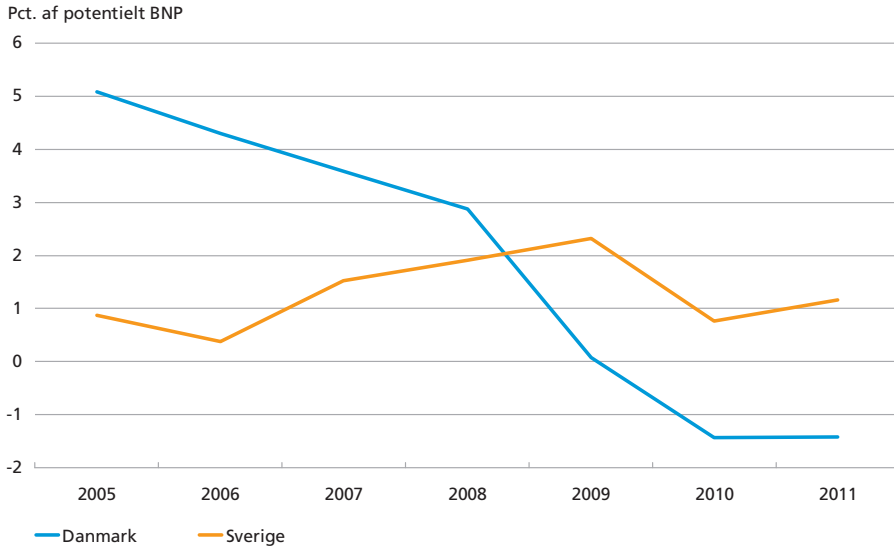
Den strukturelle offentlige saldo – og dermed de offentlige financers sundhedstilstand – har udviklet sig meget forskelligt de seneste fem år med en markant forværring i Danmark, mens den i Sverige har bevæget sig sidelæns, jf. figur 8. Den offentlige gæld, ØMU-gælden, i forhold til BNP er ca. lige stor i de to lande.

Finanspolitiske rammer

Efter den dybe krise i begyndelsen af 1990'erne indførte Sverige i 1997 et nyt system for styring af finans- og udgiftspolitikken. Det har tre elementer: Overskuddet på de offentlige finanser skal udgøre mindst 1 pct.

STRUKTUREL OFFENTLIGE SALDO

Figur 8



Anm.: 2010 og 2011 er OECD- skøn.
Kilde: OECD (2010).

af BNP over et konjunkturforløb. De statslige udgifter er underlagt et 3-årigt udgiftsloft fastlagt af Riksdagen. Der er indlagt en stødpude i budgettet, hvilket er hensigtsmæssigt, da også de konjunkturfølsomme poster er under udgiftsloftet.

Det 3-årige udgiftsloft har sin pendant i de danske mellemfristede mål for væksten i det offentlige forbrug, men med den forskel, at målene i Sverige er blevet overholdt i alle år siden 1997, mens de i Danmark er blevet overskredet i alle år undtagen ét, oftest med betydelig margin.

Det svenske system har vist sig bedre end det danske til at sikre, at en merudgift samtidig modsvares af en tilsvarende besparelse. Systemet er bedre til at hindre, at midlertidigt høje offentlige indtægter leder til permanente løft i de offentlige udgifter, sådan som det delvis har været tilfældet herhjemme i en årrække med ekstraordinært høje indtægter fra olie- og gasproduktionen i Nordsøen og fra pensionsbeskatningen.

Det svenske udgiftsloft er fastsat i løbende priser. Det gør målet direkte sammenligneligt med de budgetter, de forskellige myndigheder arbejder med. Modsat er det danske mål for væksten i det offentlige forbrug fastsat i reale termer og med en overgrænse for de offentlige udgifters andel af BNP. Det betyder, at de danske budgetter først skal igennem nationalregnskabet, før man kan bedømme, om der er overskridelser eller ej.

De svenske kommuner er ikke som staten underlagt eksplicitte udgiftsmål, men økonomien skal være i balance eller udvise overskud. Samtidig

er de langt mere konjunkturfølsomme end de danske. Det har medført et betydeligt fald i beskæftigelsen i de svenske kommuner under krisen, mens beskæftigelsen i de danske kommuner omvendt er steget en del.

De svenske kommuner får hvert år et bloktilskud fra staten. Beløbet ligger som udgangspunkt fast i nominelle termer. Det kræver en aktiv beslutning fra Riksdagen at hæve tilskuddet.

Et andet potentielt vigtigt aspekt er, at Sverige ikke har kommunal ud-ligning i samme grad som Danmark, bl.a. er kommunernes indkomstgrundlag mindre sikret mod skred. Det betyder, at den enkelte kommune har en større interesse i at bevare gode skatteydere i kommunen. Det lægger en begrænsning på ønsket om at hæve de kommunale skatter. Sammen med kravet om budgetbalance har det betydet, at Sverige har haft langt bedre styr på de kommunale udgifter.

Den svenske indretning af finanspolitikken indebærer en principiel risiko for, at de offentlige finanser bliver procykliske. Et bindende udgiftsloft kræver, at øgede udgifter til fx arbejdsløshedsdagpenge skal imødegås af besparelser på andre områder.

Strukturelle tiltag

Sverige har de senere år gennemført en række tiltag med henblik på at forbedre strukturerne i økonomien og øge arbejdsudbuddet, jf. OECD (2008). De har således været i stand til at reducere andelen af personer på overførselsindkomst. Noget er konjunkturelt betinget, men de har også gennemført reformer, som bl.a. har nedbragt sygefraværet markant. Herhjemme er længden på dagpengeperioden for et halvt år siden blevet halveret for nytilkomne ledige. Det vil styrke arbejdsudbuddet på sigt.

På skatteområdet har Sverige hævet bundgrænsen for det øverste indkomstskattetrin, men har stadig en af de stejleste progressioner blandt OECD-landene. Samtidig er beskæftigelsesfradraget blevet forhøjet og virksomhedernes sociale bidrag sænket. Selskabsskatten er sat ned i 2009 fra 28 til 26,3 pct., hvilket er lidt højere end i Danmark. Boligskatten er blevet lagt helt om og sat ned. Det svenske finansministerium, Finansdepartementet, skønner, at skattereformerne vedtaget i perioden 2007-09 vil øge arbejdsudbuddet frem til 2014 med 2,3 pct. Det ville herhjemme svare til 64.000 personer. Finansdepartementet vurderer, at effekten på BNP vil være 2,2 pct.

Også i Danmark er indkomst- og selskabsskatten blevet sat ned i de senere år, men effekterne på arbejdsudbuddet når ikke op på samme niveau som i Sverige.

På arbejdsmarkedet er der tilsvarende sket justeringer. Finansdepartementet anslår, at arbejdsmarkedsreformerne gennemført siden 2006

på sigt vil øge arbejdsudbuddet med 2 pct. Effekten på BNP vurderes til at være 1,5 pct. Det svenske arbejdsmarked er stadig mindre fleksibelt end det danske, bl.a. med strammere regler for at afskedige medarbejdere. Det giver sig udslag i en højere strukturel ledighed og, som nævnt, en høj ungdomsarbejdsløshed.

Sverige nyder også godt af de reformer, der blev gennemført igennem 1990'erne efter krisen. Systemet til styring af finans- og udgiftspolitikken blev indført i 1997, men samtidig blev der i 1994-98 gennemført et omfattende saneringsprogram af de offentlige budgetter svarende til 7 pct. af BNP, ligeligt fordelt mellem øgede indtægter og reducerede udgifter. Niveauerne blev sænket for en lang række offentlige ydelser som arbejdsløshedsdagpenge, sygedagpenge, førtids- og alderspension, børnepenge osv. På indtægtssiden var den øgede opkrævning af skatter bredt fordelt. Saneringsprogrammet medvirkede til, at der fra 1998 igen blev overskud på de offentlige budgetter.

Penge- og valutakurspolitik

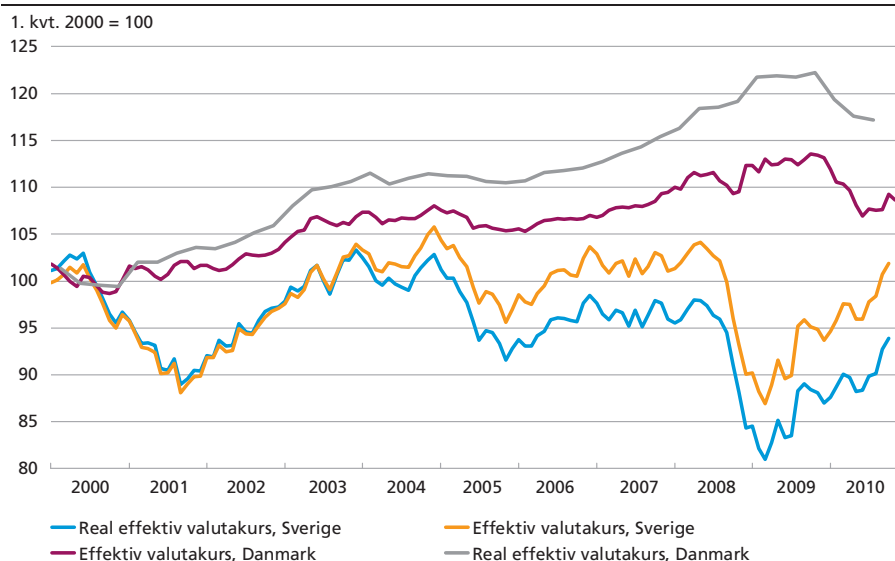
Euroen har været en stabiliserende faktor under den finansielle og økonomiske krise. Før euroen blev etableret i 1999, blev finansielle kriser ofte fulgt af valutauro og tilløb til konkurrerende devalueringer blandt de europæiske lande.

Danmark har med sin fastkurspolitik nydt godt af euroen som et stabilt anker for kronekursen. Fastkurspolitik stiller imidlertid krav til hele den økonomiske politik og ikke blot pengepolitikken. Det paradoksale er, at selv om den svenske krone flyder, har Sverige på lange stræk i højere grad end Danmark ført den politik, der kræves i et fastkursregime – stram finanspolitik og en lønstigningstakt, der ikke er ude af trit med væksten i produktiviteten. De svenske lønninger er siden midten af 1990'erne steget knap 10 pct. mindre end de danske.

Den umiddelbare reaktion på krisen i Sverige var, at de pengepolitiske renter blev kraftigt reduceret. Den svenske krone faldt i værdi, mens den danske effektive kronekurs i første omgang blev styrket, jf. figur 9. Den umiddelbare konsekvens var, at den svenske konkurrenceevne blev forbedret. Denne midlertidige forbedring er dog ikke den væsentligste årsag til, at Sverige kommer stærkere ud af krisen end Danmark. Storbritannien, som fører en penge- og valutakurspolitik, der ligger på linje med den svenske, oplevede en endnu kraftigere umiddelbar depreciation af det britiske pund, uden at det har haft den store positive effekt på eksporten eller økonomien generelt. Storbritannien har i modsætning til Sverige ikke orden på de offentlige finanser og har ikke haft en lang forudgående periode med en forbedring af konkurrenceevnen, jf. figur 3.

EFFEKTIVE VALUTAKURSER

Figur 9



Anm.: De reale effektive kurser er med timeløn som deflator.

Kilde: Reuters EcoWin og Danmarks Nationalbank.

En del tilfælde viser imidlertid også, at et fastkursregime ikke i sig selv er nogen garanti for at undgå at komme i problemer. Det er flere små eurolande eksempler på, bl.a. Irland og Portugal. Disse eksempler tyder på, at det ikke er valutakurspolitikken, der er afgørende for, om et land er kommet godt igennem krisen, men en sund langsigtet økonomisk politik, herunder finanspolitik.

LITTERATUR

Europa-Kommissionen (2010), *European Economic Forecast*, efterår.

IMF (2009), *Staff Report for the 2009 Article IV Consultation on Sweden*, august.

IMF (2010), *World Economic Outlook*, oktober.

OECD (2008), *OECD Economic Surveys, Sweden*, december.

OECD (2010), *Economic Outlook*, nr. 87, maj.

Økonomiske ubalancer i euroområdet

Niels Blomquist og Jakob Ekholdt Christensen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Siden den fælles valuta blev indført i 1999, har euroområdet generelt nydt godt af lav og stabil inflation samt øget samhandel og investeringer på tværs af landene. Euroen har været en væsentlig katalysator for stigende integration af de finansielle markeder, og væksten pr. indbygger har udviklet sig stort set som i USA. Den positive udvikling har dog ikke forhindret stigende interne ubalancer. En række lande har opbygget store uholdbare underskud på betalingsbalancen finansieret af kapitalindstrømning fra overskudslande som Tyskland, Holland, Finland og Østrig.

Ubalancerne i euroområdet, som har haft begrænset opmærksomhed i mange år, er for alvor kommet i fokus i løbet af 2010, hvor flere af underskudslandene har oplevet statsgældskrises. I Grækenlands og Irlands tilfælde har det været nødvendigt med omfattende hjælpeforanstaltninger fra EU-medlemslandene, Den Europæiske Centralbank og Den Internationale Valutafond.

I artiklen undersøger vi drivkræfterne bag ubalancerne i euroområdet. Som udgangspunkt er uligevægte på betalingsbalancerne ikke nødvendigvis et problem, men kan afspejle en naturlig konvergensproces, hvor fattigere lande øger deres indkomspotentiale gennem produktivitsfremmende investeringer, som delvis finansieres ved at låne i udlandet. Vi finder dog, at kapitalindstrømningen ikke i tilstrækkelig grad øgede produktiviteten i euroområdets underskudslande. De oplevede en kraftig stigning i den indenlandske efterspørgsel, til dels drevet af en alt for lempelig finanspolitik. Med ufleksible arbejdsmarkeder førte denne udvikling til omfattende lønstigninger. Resultatet var forringet konkurrenceevne og yderligere stigning i underskuddet på betalingsbalancen. I sidste ende opstod der tvivl om landenes evne til at honorere fremtidige offentlige og private gældsforpligtelser. Det blev ikke kun et problem for underskudslandene, for de finansielle sektorer i overskudslandene havde opbygget store eksponeringer over for underskudslandene.

I artiklen ser vi endvidere på, hvad der kan og bør gøres for at mindske ubalancerne og dermed den risiko, de udgør for økonomien i andre lande, herunder fx Danmark, der har en stor samhandel med euroområ-

det. Underskudslandene står over for en omfattende økonomisk hestekur for at styrke produktiviteten og mindske ubalancerne i deres økonomier. Tilpasningen vil kræve en betydelig depreciering af deres reale valutakurser, som kun kan ske ved at reducere lønninger og priser. I den forbindelse er strukturpolitiske reformer et vigtigt element, fordi de fleste underskudslande har ufleksible arbejds- og produktmarkeder. Medmindre landene formår at gennemføre disse reformer, er der risiko for, at de oplever en lang periode med lav økonomisk vækst og høj arbejdsløshed.

Overskudslandene kan ikke på kort sigt løse problemerne i underskudslandene gennem højere indenlandsk efterspørgsel og lønninger, da samhandlen med underskudslandene er begrænset. Til gengæld kan strukturpolitiske reformer af servicesektorerne og arbejdsmarkederne på sigt være med til at øge investeringspotentiallet i overskudslandene og dermed bidrage til at nedbringe ubalancerne i euroområdet.

Rammeværket for det økonomisk-politiske samarbejde har vist sig utilstrækkeligt til at forhindre uholdbare ubalancer og risici. Det er derfor positivt, at der er taget skridt til markant at styrke rammerne for den økonomisk-politiske overvågning som vedtaget på mødet i Det Europæiske Råd i oktober 2010.

OPBYGNINGEN AF UBALANCER I EUROOMRÅDET

Siden overgangen til den fælles valuta har euroområdet stort set haft balance på betalingsbalancens løbende poster i hovedparten af perioden.¹ Balancen dækker imidlertid over store forskelle landene imellem. Hvor fx Tyskland, Østrig, Luxembourg, Holland og Finland har haft overskud på betalingsbalancens løbende poster, har bl.a. Grækenland, Irland, Italien, Spanien og Portugal (GIISP-landene) modsat haft underskud. Frem til omkring 1999 var forskellene mellem overskuds- og underskudslandene ikke store, men fra 2000 og frem til 2007 voksede ubalancerne, jf. figur 1.

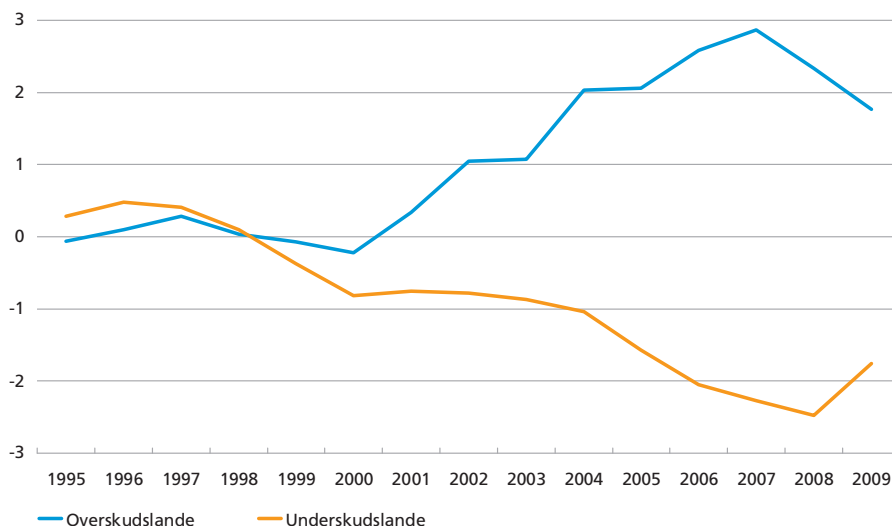
Medlemskabet af ØMU'ens 3. fase betød en fælles pengepolitisk rente for alle eurolande og fjernede valutakurs-usikkerheden inden for euroområdet. Ifølge Sinn (2010) gav det sig udslag i en stor kapitalstrøm fra overskudslandene til GIISP-landene i forventning om højere afkast. Det øgede udbud af kapital pressede markedsrenten ned i GIISP-landene, og det medførte, at den indenlandske private efterspørgsel steg kraftigt. Som vist i tabel 1 oplevede alle GIISP-landene således et betydeligt fald i de private opsparingskvoter, samtidig med at den samlede private inve-

¹ I artiklen studerer vi den økonomiske udvikling i de 12 oprindelige eurolande.

UBALANCER INDEN FOR EUROOMRÅDET

Figur 1

Betalingsbalancens løbende poster, pct. af EU12's BNP



Anm.: Overskudslandene er Finland, Holland, Luxembourg, Tyskland og Østrig. Underskudslandene er Grækenland, Irland, Italien, Spanien og Portugal.

Kilde: Eurostat og Europa-Kommissionens Ameco-database.

steringskvote steg i alle lande på nær Portugal. I Grækenland og Irland blev den strukturelle offentlige budgetsaldo endvidere kraftigt forringet, dvs. finanspolitikken bidrog til, at den indenlandske efterspørgsel steg yderligere. Den stærke efterspørgselsvækst i underskudslandene affødte lønstigninger ude af trit med den underliggende produktivitets-

ÆNDRING I PRIVAT OG OFFENTLIG OPSPARING OG INVESTERING MELLEM 1998 OG 2007

Tabel 1

Pct. af BNP, hvis ikke andet er angivet	Privat opsparing (1)	Offentlig opsparing (2)	Privat investe- ring		Offentlig investe- ring (5)	Opsparings- overskud = Betalingsba- lance (6)	Strukturel offentlig saldo (pct. af poten- tielt BNP)
			Bolig (3)	Øvrige (4)			
<i>Underskudslande</i>							
Grækenland	-5,1	-1,8	-1,1	3,4	-0,2	-8,9	-3,8
Irland	-3,3	-0,3	6,7	-4,2	1,9	-8,1	-3,7
Italien	-3,8	1,6	1,8	0,1	1,0	-4,1	-0,8
Spanien	-7,2	5,9	6,1	0,9	0,7	-9,0	4,1
Portugal	-6,3	-1,0	-2,9	-0,1	-1,7	-2,5	0,7
<i>Overskudslande</i>							
Finland	-1,0	3,3	3,0	-0,8	-0,4	0,5	2,0
Holland	1,6	1,4	0,3	-2,9	0,4	5,2	0,0
Tyskland	3,5	2,0	-2,9	1,0	-0,4	7,8	0,7
Østrig	1,7	1,1	-1,6	0,2	-0,8	5,1	1,0

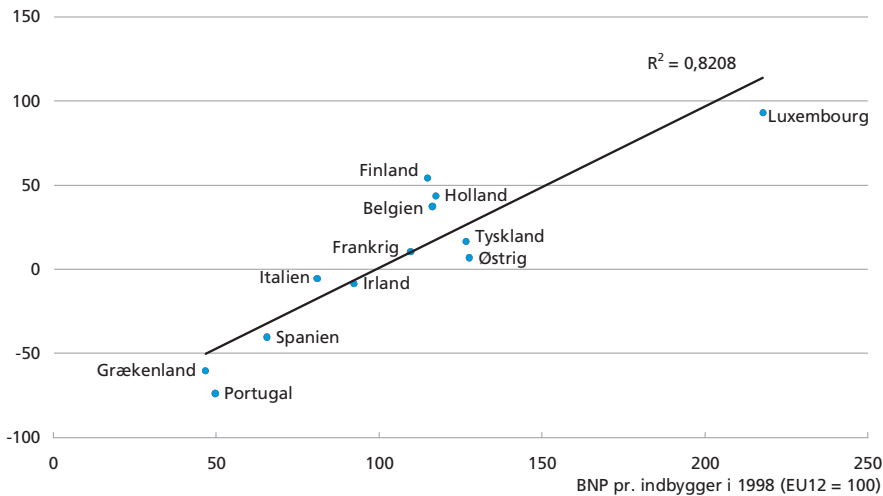
Anm.: Offentlig opsparing er beregnet som offentligt overskud tillagt offentlige investeringer. Betalingsbalancen udregnes som (1) + (2) - (3) - (4) - (5) = (6).

Kilde: Europa-Kommissionens Ameco-database.

BETALINGSBALANCE OG BNP PR. INDBYGGER

Figur 2

Akkumuleret overskud på betalingsbalancen 1998-2007, pct. af BNP



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

vækst. De deraf følgende prisstigninger fik landenes reale effektive valutakurs til at appreciere. Forværringen af konkurrenceevnen øgede underskuddene på betalingsbalancerne. Eksempelvis udgjorde de akkumulerede underskud fra 1999 til 2007 i Portugal, Grækenland og Spanien henholdsvis 76, 72 og 49 pct. af bruttonationalproduktet, BNP, jf. figur 2. I Irland accelererede underskuddet markant fra at have været omkring 0 i perioden 1999-2003 til 5,3 pct. af BNP i 2007. Heroverfor står overskudslandene, der i perioden opbyggede fordringer på udlandet. Det skete gennem løntilbageholdenhed og forbedring af konkurrenceevnen samt høj opsparings tilbøjelighed og reducerede investeringskvo-ter. Fx er opsparingskvoten i Tyskland steget med over 5 procentpoint. Fra 1999 til 2007 akkumulerede Tyskland betalingsbalanceoverskud i forhold til BNP på 24 pct.

HVORFOR BLEV UBALANCERNE I EUROOMRÅDET UHOLDBARE?

Eksterne ubalancer i en monetær union er ikke et valutarisk problem, da den landespecifikke valutakursrisiko er elimineret. Overskudslandene vil, via de finansielle markeder, kunne finansiere underskudslandenes underskud uden indgriben fra en monetær myndighed.¹ Imidlertid kan der være problematiske forhold, der påvirker holdbarheden af de eksterne ubalancer. Fx kan ubalancerne være udtryk for, at kapitalen anvendes

¹ Finansieringen kan også komme fra tredjelande.

uhensigtsmæssigt, og at udviklingen er uholdbar med overophedning af den indenlandske økonomi og for store risici i det finansielle system.

Et underskud på betalingsbalancens løbende poster skal kunne finansieres af en fremtidig forøgelse af nettoeksporten. Det er derfor kun holdbart, hvis investeringsoverskuddet (underskuddet på betalingsbalancen) skaber basis for, at den fremtidige produktion af internationalt handlede varer bliver større.

Økonomisk konvergens og betalingsbalancen

Økonomisk teori og empiri tilsiger, at fattigere lande vil opleve en økonomisk konvergens, så de på sigt får samme velstandsniveau som sammenlignelige lande. Ifølge teorien vil de fattigere lande i konvergensperioden operere med underskud på betalingsbalancen. For det første vil investeringer i disse lande generelt være profitable for investorer fra rigere lande. Det vil betyde en kapitalindstrømning til landene, der er i en udviklingsproces. Dertil kommer, at indbyggerne i de fattigere lande oftest vil forbruge frem for at opspare i denne fase, da de har en forventning om, at den fremtidige indkomst vil stige. Investeringerne vil således typisk overstige opsparingen, og landet vil få underskud på betalingsbalancen. Teorien stemmer overens med den faktiske udvikling i euroområdet. GIISP-landene havde i 1998 et væsentligt lavere BNP pr. indbygger end det øvrige euroområde. Samtidig oplevede de efterfølgende den største samlede forværring af betalingsbalancen, jf. figur 2.

I takt med at produktiviteten i eksportsektoren stiger, vil lønningerne og dermed det generelle prisniveau i hele økonomien stige. En stigning i prisniveauet i forhold til konvergenslandenes samhandelspartnere er ensbetydende med en apreciering af den reale effektive valutakurs. Som det ses af figur 3, er det, hvad GIISP-landene generelt har oplevet. I figuren afsløres også, at bevægelserne i landenes reale effektive valutakurser er blevet mere persistente, efter at den fælles valuta blev indført.

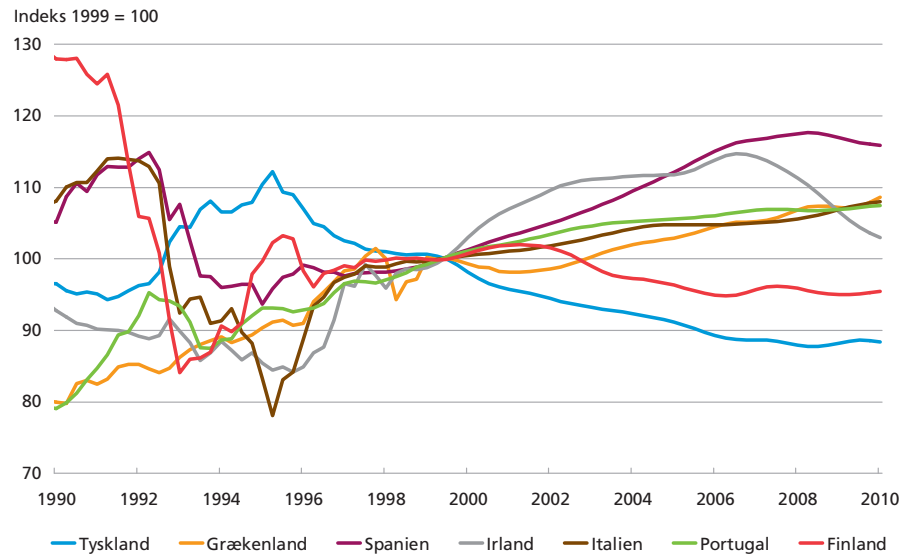
Denne udvikling er således i tråd med, hvad man ville forvente. Udviklingen i GIISP-landenes prisniveau, og dermed i den reale effektive valutakurs, afspejler imidlertid ikke ekstraordinære produktivitetsgevinster i eksportsektoren, men derimod et generelt produktivitetsefterslæb, jf. boks 1.

Uholdbare ubalancer

Som nævnt ovenfor er en forudsætning for holdbare betalingsbalanceunderskud, at kapitalindstrømningen finansierer produktive investeringer. I GIISP-landene førte indstrømningen til en kraftig vækst i udlån til husholdninger og ikke-finansielle virksomheder. I perioden 1998-2007 voksede udlånene, som andel af BNP, med 132 procentpoint i Irland og

REAL EFFEKTIV VALUTAKURS I EUROLANDENE

Figur 3



Anm.: Den reale effektive valutakurs er målt i forhold til de øvrige eurolande. BNP deflatoren er anvendt som prisindeks.
Kilde: Europa-Kommissionen.

90 procentpoint i Spanien. Kapitalstrømmene til GIISP-landene havde ugunstige effekter. I Irland og Spanien blev den udenlandske finansiering primært kanaliseret til boligmarkedet, jf. tabel 1. I Grækenland finansierede den offentlige underskud, og i Portugal medførte den, at der blev opbygget privat udlandsgæld som følge af et højt privatforbrug. Italien, Spanien og Portugal har haft nulvækst eller negativ vækst i totalfaktorproduktiviteten. Boliginvesteringer og et højt privatforbrug vil ikke sikre økonomiens langsigtede vækstpotentiale. Desuden har GIISP-landene oplevet en kraftig stigning i enhedslønomkostningerne i forhold til de øvrige eurolande. Lønningerne er altså steget uden at afspejle en tilsvarende produktivitetsstigning. Det har været medvirkende til at forværre disse landes konkurrenceevne.

Det er således klart, at den private og offentlige overefterspørgsel i GIISP-landene i længden var uholdbar, da den i overvejende grad blot skabte indenlandsk merinflation og dermed en ugunstig appreciering af landenes reale effektive valutakurs. Finanskrisen medførte stigende omkostninger ved at finansiere disse underskud, og det har gjort det nødvendigt for landene at gennemføre tiltag, der styrker produktiviteten og sikrer lav lønvækst.

Ubalancerne i euroområdet var dog ikke kun et problem for underskudslandene. Overskudslandenes finansielle institutioner var i årenes løb blevet mere eksponeret over for GIISP-landene, herunder gennem be-

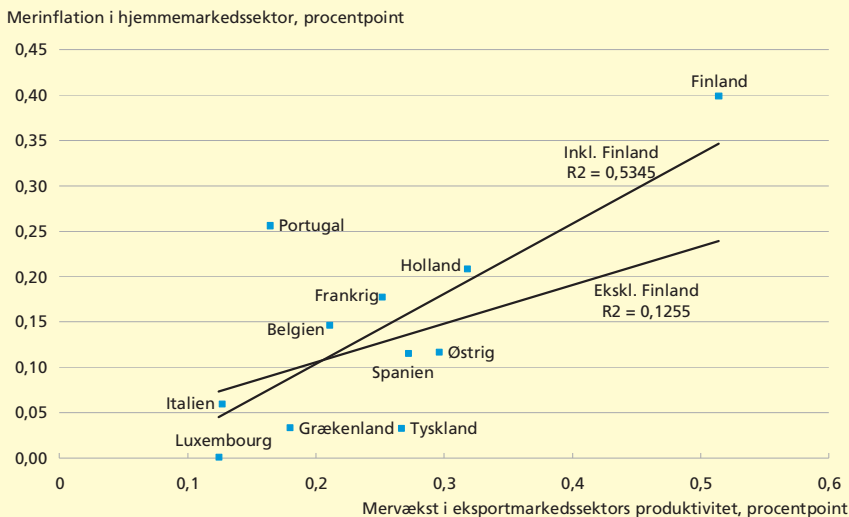
BALASSA-SAMUELSON-EFFEKTER

Boks 1

En forklaring på udviklingen i de reale effektive valutakurser i euroområdet kunne være den såkaldte Balassa-Samuelson-effekt, opkaldt efter Balassa (1964) og Samuelson (1964) og nærmere beskrevet i bl.a. Sinn (2010) og Europa-Kommissionen (2009). Effekten fremkommer i en model med et udviklet og et knap så udviklet land. Økonomierne antages hver især at bestå af to sektorer: én hvor varerne bliver handlet på verdensmarkedet, og én hvor varerne handles på hjemmemarkedet. Arbejdskraften kan bevæge sig frit mellem de indenlandske sektorer. En højere produktivitet i eksportsektoren antages at medføre en højere realløn i sektoren. På grund af arbejdskraftens mobilitet vil lønningerne i hjemmemarkedssektoren dermed også stige, hvilket vil drive priserne på sektorens varer op. Produktivitetsvæksten i eksportsektoren vil altså give sig udslag i merinflation i hjemmemarkedssektoren i forhold til eksportsektoren. Man vil således forvente, at der er en positiv sammenhæng mellem højere produktivitetsvækst i eksportsektoren og merinflation i hjemmemarkedssektoren. Modellen antager også, at potentialet for produktivitetsvækst i eksportsektoren er større i det mindre udviklede land end i det mere udviklede. Det mindre udviklede land vil derfor opleve højere lønstigninger i eksportsektoren og dermed højere inflation i hjemmemarkedssektoren end det mere udviklede land. Det mindre udviklede land vil således opleve, at det generelle prisniveau stiger i forhold til omverdenen, dvs. at den reale valutakurs apprecierer. Apprecieringen er ikke udtryk for en uholdbar udvikling; den afspejler blot en relativ produktivitetsforbedring og dermed velstandsfremgang for det mindre udviklede land.

BALASSA-SAMUELSON-EFFEKTER I EUROOMRÅDET?

Figur 4



Anm.: X-aksen angiver forskellen i produktivitetsvæksten mellem den eksportorienterede sektor og sektoren rettet mod hjemmemarkedet. Y-aksen angiver forskellen mellem prisstigningerne i hjemmemarkedssektoren og i eksportsektoren. Irland er udeladt af estimationen på grund af datamangel. Sektorafrænsningen følger Schmillen (2010).

Kilde: OECD's STAN-database og egne beregninger.

Som det fremgår af figur 4, er der en signifikant, positiv sammenhæng mellem landenes relative produktivits- og prisudvikling, som impliceret af teorien¹. Som det også

FORTSAT	Boks 1
fremgår af figuren, har eksportsektoren generelt oplevet en større produktivtetsfremgang end hjemmemarkedssektoren. Fordelingen af landene er imidlertid ikke på linje med, hvad teorien ville forudsige. Figur 3 viser ganske vist, at de fattigste lande har oplevet den største appreciering af den reale effektive valutakurs. Figur 4 viser imidlertid, at disse lande kun har oplevet en relativt begrænset mervækst i eksportsektorens produktivitet. Apprecieringen i GIISP-landene kan derfor ikke forklares med, at de fattige lande i euroområdet har haft en særligt kraftig produktivitetsvækst i sektoren for internationalt handlede varer.	

¹ Signifikansen af resultaterne er følsomme over for, om Finland inkluderes i estimationen.

tydelige køb af statsobligationer fra disse lande. Navnlig franske, tyske og hollandske banker havde opbygget store fordringer, svarende til henholdsvis 25, 15 og 10 pct. af det samlede udenlandske udlån. Det gjorde dem sårbare over for en forværring af den økonomiske situation i GIISP-landene. Vi diskuterer nedenfor, hvad der kræves af eurolandene for at reducere de eksterne ubalancer.

TILTAG TIL AT NEDBRINGE UBALANCER I EUROOMRÅDET

En del af ubalancerne er allerede blevet nedbragt i kølvandet på den økonomiske krise, der opstod efter Lehman Brothers' kollaps, jf. figur 1. Grækenland og Spanien har siden 2008 reduceret betalingsbalanceunderskuddets andel af BNP med henholdsvis 3 og 4 procentpoint. En del af forklaringen er, at de udenlandske finansieringsmuligheder blev reduceret i kølvandet på Lehman Brothers' konkurs. Reduktionen i de europæiske ubalancer var således primært drevet af konjunkturrelle frem for strukturelle faktorer, på linje med reduktionen i de globale ubalancer, jf. Blomquist og Thamsborg (2010). Underskuddene på betalingsbalancen er stadig store, og det vil kræve reformer at mindske dem yderligere. Overskudslandenes banker har fortsat store tilgodehavender i GIISP-landene. Det er derfor vigtigt for stabiliteten i euroområdet, at ubalancerne nedbringes.

Økonomisk hestekur i underskudslandene

Fælles for underskudslandene er, at de står over for hårde økonomisk-politiske stramninger og omfattende reformer. Tiltagene retter sig dels mod at forbedre de offentlige finanser, men også mod at styrke landenes konkurrenceevne. Det er ikke muligt at devaluere valutakursen i eurosamarbejdet. Landene er i stedet nødt til at følge en såkaldt intern devalueringstrategi, som indebærer, at de indenlandske priser og løn-

ninger reduceres i forhold til deres samhandelspartnere. Derved vil landene opnå en real depreciering, som vil gøre deres varer billigere og være med til at forbedre deres eksterne balance.

Kohlhas og Nielsen (2010) har estimeret omfanget af den interne devaluering, som er påkrævet, hvis de eksterne ubalancer skal nedbringes alene ad denne vej. Deres beregninger viser, at Grækenlands reale effektive valutakurs skal deprecere med 30 pct. for at eliminere dets betalingsbalanceunderskud. I Spanien og Portugal er den krævede depreciering på henholdsvis 27 og 20 pct., mens Irland blot skal opnå en reduktion på 10 pct., da landets eksport er mere følsom over for ændringer i den reale effektive valutakurs. Omfanget af disse tilpasninger er i tråd med 25 historiske justeringer af betalingsbalancerne i industrialiserede lande, jf. Freund (2000). I hovedparten af landene blev tilpasningen imidlertid gennemført ved hjælp af en depreciering af den nominelle valutakurs. Kun et fåtal fulgte en egentlig intern devalueringstrategi, nemlig Canada, Danmark og Singapore i 1980'erne.¹ Da underskudslandene generelt er i en konvergensproces, kan man dog argumentere for, at de ikke skal eliminere deres eksterne ubalancer helt.

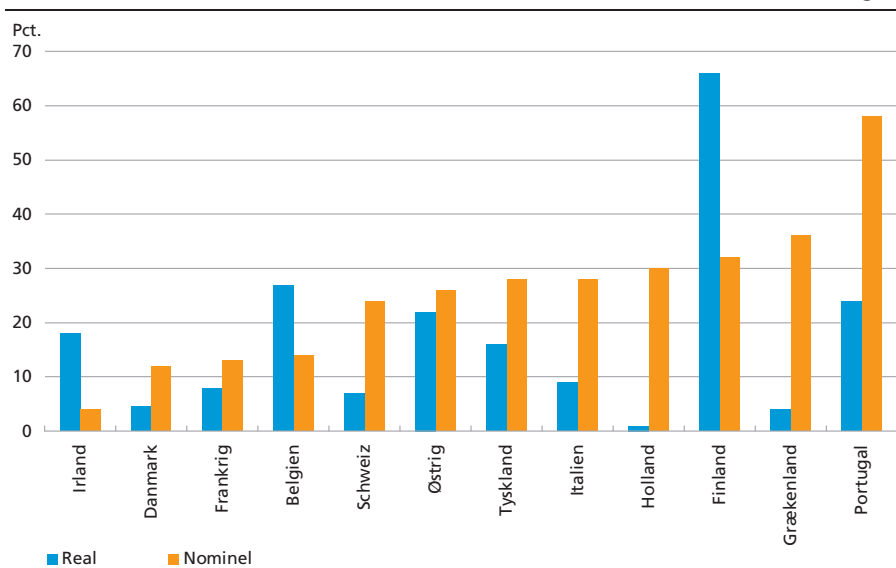
Den igangværende stramning af finanspolitikken vil hjælpe den interne devaluering på vej. I Grækenland finder der stramninger sted inden for rammerne af et økonomisk stabiliseringsprogram støttet af IMF og andre eurolande. Endvidere er Irland nået til enighed om et lignende program. De andre kriseramte lande har også annonceret betydelige stramninger af finanspolitikken. Det vil være med til at dæmpe den indenlandske efterspørgsel. Samtidig har de annonceret en lønnedgang i den offentlige sektor. Svagere indenlandsk efterspørgsel og lønnedgang i den offentlige sektor vil mindske inflationspresset i økonomien og dermed forbedre konkurrenceevnen.

Effekten af lavere offentlige lønninger kan forstærkes, hvis de fører til lavere lønninger i den private sektor. Det afhænger dog af fleksibiliteten i løndannelsen. Her står specielt Grækenland, Italien, Spanien og Portugal over for store udfordringer. Undersøgelser på virksomhedsniveau af Dickens mfl. (2007) peger på, at arbejdsmarkedene i disse lande er præget af betydelige trægheder med hensyn til muligheden for at reducere det nominelle og reale lønniveau, jf. figur 5. Irland har sammen med Danmark et af de mest fleksible arbejdsmarkeder. Det er derfor ikke overraskende, at Irland allerede har formået at tilpasse lønningerne og dermed genvinde en stor del af den tabte konkurrenceevne siden 2008. I de andre GIISP-lande skal arbejdsmarkedene og løndan-

¹ De baltiske lande har for nylig gennemført en omfattende ekstern tilpasning ved hjælp af en intern devaluering. Fælles for dem er deres meget fleksible arbejdsmarkeder, som har gjort en nominal lønreduktion mulig.

ANDEL AF ARBEJDSSTAGERE OMFATTET AF LØNSTIVHEDER

Figur 5



Anm.: Figuren viser andelen af arbejdere, som potentielt er omfattet af nedadrettede reale og nominelle lønstivheder. Lønstivheder er defineret som de tilfælde, hvor arbejdere, der af enten personlige grunde eller ydre omstændigheder står til en nominal eller real lønnedgang, i stedet får fastfrosset deres løn i nominelle eller reale termer.

Kilde: Dickens m.fl. (2007).

nelsen gøres mere fleksible. Både den spanske og den græske regering har vedtaget reformer af deres arbejdsmarkeder hen over sommeren. Portugal planlægger også at gennemføre en arbejdsmarkedsreform.

Desuden kan landene opnå betydelige forbedringer af konkurrenceevnen ved at styrke produktiviteten. Jaumotte og Sodsriwiboon (2010) estimerer, at hvis produktiviteten i Italien, Portugal, og Spanien bringes på niveau med de mest produktive eurolande (Finland og Holland), vil betalingsbalancen i de tre lande blive forbedret med 2-2,5 pct. af BNP, da konkurrenceevnen vil blive signifikant forbedret.

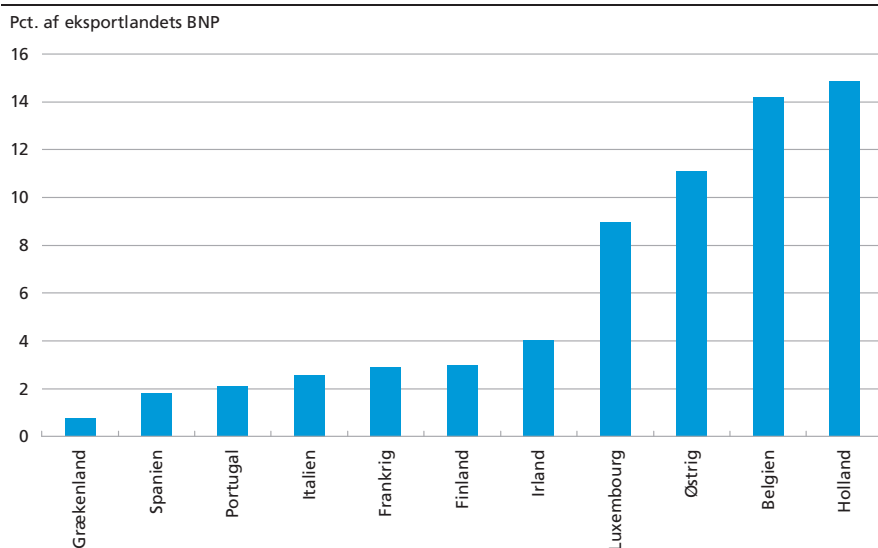
Skal overskudslandene bidrage til at nedbringe ubalancerne?

Fra nogle sider er overskudslandene blevet opfordret til at lette tilpasningsbyrden for underskudslandene ved at øge deres indenlandske efterspørgsel. Dermed vil en del af den nødvendige reale depreciering af underskudslandenes valutakurs ske via højere inflation i overskudslandene, hvilket vil mindske omfanget af den krævede løntilpasning i underskudslandene.¹

¹ Sinn (2010) peger på, at en del af tilpasningsprocessen i euroområdet formentlig vil ske automatisk. Det skyldes, at investorerne i overskudslandene i højere grad vil investere deres opsparing i hjemlandet, da mulighederne for afkast i de kommende år formentligt er bedre her end i underskudslandene, som vil være tyngt af lav økonomisk vækst i en længere årrække.

TYSK IMPORT FRA UDVALGTE EUROLANDE I 2009

Figur 6



Kilde: IMF, *Direction of Trade Statistics*, og *World Economic Outlook*, database.

På kort sigt afhænger effekterne på underskudslandene af samhandlen mellem overskuds- og underskudslande. Som det ses af figur 6, er underskudslandenes eksport til Tyskland ikke særligt stor i forhold til deres BNP. En stigning i den tyske efterspørgsel vil derfor ikke have væsentlig betydning på deres økonomiske aktivitet og reale valutakurs. Tilsvarende finder IMF (2010), at en tysk finanspolitisk lempelse på 1 pct. af BNP forbedrer de sydeuropæiske betalingsbalancer med mindre end 0,1 pct. af BNP.

På længere sigt kan strukturreformer i overskudslandene dog være med til at stimulere deres indenlandske efterspørgsel og dermed mindske ubalancerne inden for euroområdet. Reformerne skal især rettes mod at øge fleksibiliteten på arbejdsmarkedet og styrke vækstgrundlaget i servicesektoren, jf. IMF (2010). Det vil kunne åbne for flere indenlandske investeringsmuligheder og stimulere til øget forbrug af indenlandske serviceydelser. Det gælder ikke mindst i Tyskland og Østrig, som har de mest regulerede servicesektorer i euroområdet.

EU-reformer for at undgå nye uholdbare ubalancer

Kriserne i euroområdet i 2010 har vist, at ubalancerne mellem medlemslandene er vigtige, selv om de har en fælles valuta. Rammeverket for det økonomisk-politiske samarbejde har vist sig utilstrækkeligt til at forhindre uholdbare ubalancer og risici. Det er derfor positivt, at Det Europæiske Råd på sit møde i oktober 2010 lagde op til markant at styrke rammerne for den økonomisk-politiske overvågning som opfølgning

på forberedelsen i Van Rompuys arbejdsgruppe.¹ Herudover er det målsætningen, at den styrkede overvågning inden for rammerne af det nye European Systemic Risk Board vil føre til, at de makroprudentielle risici for den finansielle sektor opfanges og bliver håndteret på et tidligere stadie og mere effektivt. Det påhviler i første række underskudslandene selv at få orden i eget hus, men med de styrkede rammer bliver det vanskeligere at bruge den fælles valuta som en sovepude og dermed udskyde en nødvendig tilpasning.

¹ Se nærmere herom i artiklen "Styrket økonomisk samarbejde og overvågning i EU" s. 61.

LITTERATUR

Balassa, Bela (1964), The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal, *Journal of Political Economy*, nr. 72.

Blomquist, Niels og Susanne Hougaard Thamsborg (2010), Globale ubalancer – en trussel mod opsvinget?, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

Dickens, William T., Lorenz Goette, Erica L. Groshen, Steinar Holden, Julian Messina, Mark E. Schweitzer, Jarkko Turunen og Melanie E. Ward (2007), How Wages Change: Micro Evidence from the International Wage Flexibility Project, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 21, nr. 2.

Europa-Kommissionen (2009), *Quarterly Report on the euro area*, marts.

Freund, Caroline L. (2000), Current Account Adjustment In Industrialized Countries, Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, vol. 692.

Kohlhas, Alexandre N. og Erik F. Nielsen (2010). Goldman Sachs, *European Weekly Analyst*, nr. 10/33.

IMF (2010), Euro Area Policies, Staff Report for the 2010 Article IV Consultation with Member Countries, juli.

Jaumotte, Florence og Piyaporn Sodsriwiboon (2010), Current Account Imbalances in the Southern Euro Area, *IMF Working Paper*, nr. 139.

Samuelson, Paul (1964), Theoretical notes on Trade Problems, *Review of Economics and Statistics*, vol. 23.

Schmillen, Achim (2010), Are Wages Equal Across Sectors of Production?, Osteuropa-Institut Regensburg, *Working Papers*, nr. 285.

Sinn, Hans-Werner (2010), Rescuing Europe, CESifo Forum.

Styrket økonomisk samarbejde og overvågning i EU

Thomas Pihl Gade og Jesper Ulriksen Thuesen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Udviklingen i EU-landenes offentlige budgetunderskud og offentlige gæld har haft stor betydning for den måde, hvorpå den økonomiske og finansielle krise har udspillet sig inden for EU. Det er blevet klart, at de nuværende rammer for det økonomiske samarbejde ikke har været tilstrækkelige. Det gælder især – men ikke kun – de fælles finanspolitiske spilleregler i traktaten og stabilitets- og vækstpagten, SVP. Det Europæiske Råd, DER, nedsatte i marts en særlig arbejdsgruppe under ledelse af formanden for DER, Herman Van Rompuy, til at afdække behovene for at styrke det økonomiske samarbejde i EU, herunder særligt behovet for at opnå en bedre budgetdisciplin. Arbejdsgruppen afrapporterede i oktober til DER, som endosserede dens anbefalinger. Parallelt hermed har Europa-Kommissionen arbejdet med at udforme konkrete forslag til den nødvendige nye regulering. Kommissionen fremsatte den 29. september sine forslag, der er det formelle grundlag for de igangværende forhandlinger om de nye rammer.

Artiklen giver en overordnet beskrivelse af indholdet i Kommissionens forslag og samspillet med anbefalingerne fra arbejdsgruppen. Beskrivelsen fokuserer især på de finanspolitiske spilleregler.

Forhandlingerne er endnu i gang, og der er fortsat åbne spørgsmål med potentielt stor betydning. Der tegner sig dog et billede af et klart forbedret økonomisk samarbejde og en betydelig styrkelse af rammerne for den fiskale disciplin inden for EU.

Især samarbejdet inden for euroområdet bliver styrket, herunder med bedre analyser af makroøkonomiske ubalancer og stramninger af sanktionsregimet i SVP. Man skal dog gøre sig klart, at hverken styrket overvågning eller hårdere sanktioner kan garantere fiskal disciplin. Der vil fortsat være national finanspolitisk autonomi inden for EU, og det vil derfor stadig i sidste ende bero på den politiske vilje, om medlemsstaterne i fremtiden vil overholde det finanspolitiske regelsæt.

Da Danmark ikke deltager i ØMU'ens 3. fase – den fælles valuta – vil kun dele af de styrkede rammer for økonomisk samarbejde gælde for Danmark. Som ERM2-land ville det være en fordel for Danmark at være underlagt det samme regelsæt som eurolandene. Styrkelsen af rammerne for det økonomiske samarbejde i EU vurderes under alle omstændigheder at være en fordel for Danmark. De nye tiltag er et vigtigt skridt i retning af at øge den økonomiske stabilitet i EU – herunder særligt euroområdet – og dermed for nogle af Danmarks største samhandelspartnere.

OVERBLIK OVER KOMMISSIONENS PAKKE AF FORSLAG

Kommissionen fremsatte den 29. september 2010 en pakke af forslag til ny EU-regulering, som skal sikre nye, strammere og mere troværdige regler for den økonomisk-politiske koordinering inden for EU.

Kommissionens forslag er bygget op omkring den eksisterende SVP¹ og sigter mod at styrke pagten ved at 1) udvide og præcisere dens bestemmelser, 2) styrke sanktionsregimet og 3) supplere med krav til medlemsstaternes nationale fiskale rammer. Hertil kommer en række forslag om at styrke den økonomiske koordination ved at indføre et bedre regime for forebyggelse og korrektion af makroøkonomiske ubalancer.

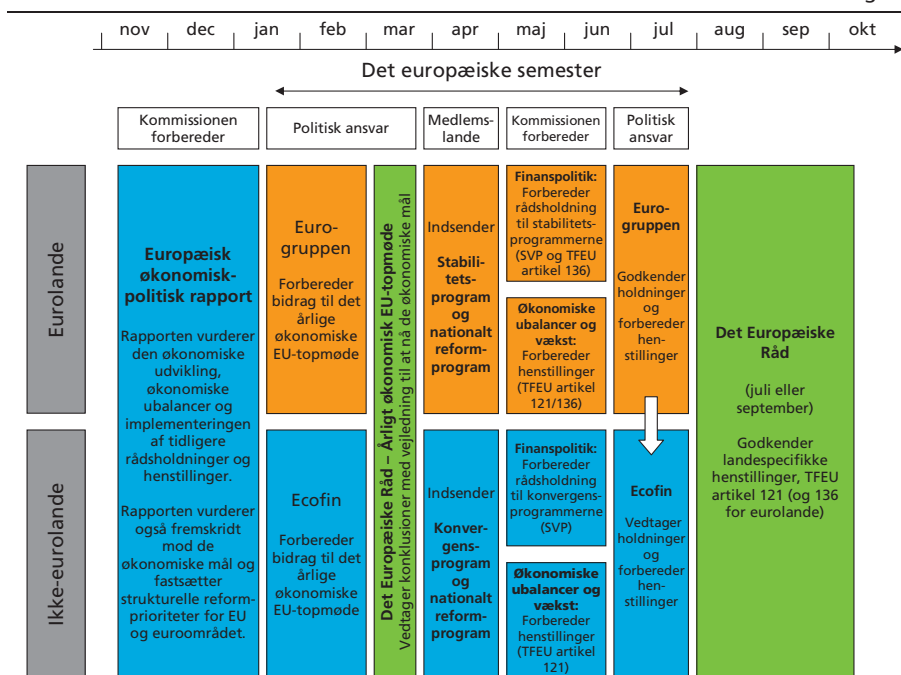
Der er generelt stor overensstemmelse mellem Kommissionens forslag og Van Rompuy-arbejdsgruppens anbefalinger. Hovedsigtet er at genetablere troværdighed omkring den langsigtede holdbarhed af de offentlige finanser. Men der er fortsat en række åbne spørgsmål, som i høj grad vil kunne påvirke troværdigheden og effektiviteten af de nye regler.

I et større perspektiv skal Kommissionens og arbejdsgruppens udspil ses i sammenhæng med Europa 2020-strategien og skabelsen af det såkaldte europæiske semester, som er en samordning af alle de større økonomiske samarbejdsmekanismer, inkl. de overordnede økonomisk-politiske retningslinjer og de nationale reformprogrammer, jf. figur 1.

¹ Overordnet bygges videre på Traktaten om den Europæiske Unions Funktionsmåde, TEUF, artikler om det økonomiske samarbejde, herunder i særdeleshed artiklerne 121 og 126. Herunder tages den nye artikel 136 i brug som hjemmel for særlige bestemmelser rettet mod eurolandene. SVP består af Rådets forordning 1466/97/EF (den såkaldte præventive del), Rådets forordning 1467/97/EF (den såkaldte korrigerende del) og DER's resolution af 17. juni 1997 om SVP. Forordningerne blev ændret i 2005 ved Rådets forordning 1055/2005/EF og Rådets forordning 1056/2005/EF. Disse blev ligeledes komplementeret af Rådets rapport af 20. marts 2005.

DET EUROPÆISKE SEMESTER

Figur 1



Kilde: Europa-Kommissionen.

STYRKELSE AF DEN PRÆVENTIVE OG DEN KORRIGERENDE DEL AF STABILITETS- OG VÆKSTPAGTEN

SVP udgør i sammenhæng med traktaten fortsat kernen i EU's overvågning af medlemsstaternes offentlige finanser. Denne kerne indeholder to primære dele. *Den præventive del* indeholder krav om balance eller overskud på de offentlige budgetter på mellemlangt sigt. *Den korrigerende del* indeholder krav om korrektion af et uforholdsmæssigt stort offentligt budgetunderskud, hvis et sådant er konstateret i en medlemsstat. Kommissionens forslag lægger op til at styrke både den præventive og den korrigerende del af SVP.

De primære ændringsforslag i den præventive del af SVP

Rygraden i den præventive del af SVP ændres principielt ikke. Det basale krav vil fortsat være, at en medlemsstat skal stile efter et offentligt budget i overskud eller balance. Hvis en medlemsstat har behov for tilpasning, skal det ske inden for den kortest mulige årrække og på en sådan måde, at den undervejs lever op til de såkaldte mellemfristede målsætninger, MTO, der varierer fra stat til stat. MTO'erne vil afhænge af, hvor stort tilpasningsbehovet er. Under alle omstændigheder vil den struktu-

relle budgetsaldo under tilpasningen skulle forbedres med minimum 0,5 pct. af bruttonationalproduktet, BNP, årligt.

Kommissionens forslag går bl.a. ud på, at medlemsstaterne skal leve op til såkaldt "prudent fiscal policy making", jf. Europa-Kommissionen (2010e). Det betyder, at væksten i de offentlige udgifter under normale omstændigheder ikke må overstige den skønnede gennemsnitlige årlige BNP-vækst målt på mellemlangt sigt. Stigninger i det offentlige forbrug ud over denne vækstrate skal modsvares af diskretionære stigninger i de offentlige indtægter, og diskretionære fald i de offentlige indtægter skal modsvares af tilsvarende fald i de offentlige udgifter. En medlemsstat, der ikke lever op til sin MTO, vil skulle underlægges endnu strammere krav til begrænsning af væksten i de offentlige udgifter. Forslaget om "prudent fiscal policy making" er forklaret nærmere i boks 1.

KOMMISSIONENS FORSLAG OM "PRUDENT FISCAL POLICY MAKING"

Boks 1

Der skal for hver medlemsstat fastlægges et forsigtigt skøn for den gennemsnitlige årlige BNP-vækst på mellemlangt sigt. Skønnet baseres på 10-årige fremskrivninger, som opdateres løbende. Skønnet anvendes i nedenstående bestemmelser.

Udformningen af en medlemsstats finanspolitik vil skulle efterleve følgende krav:

- For en medlemsstat, som lever op til sin MTO, er grundreglen, at den årlige vækst i de offentlige udgifter ikke må overstige skønnet for den gennemsnitlige årlige BNP-vækst, jf. ovenfor, medmindre merudgifterne modsvares af diskretionære stigninger i de offentlige indtægter.
- For en medlemsstat, som endnu ikke lever op til sin MTO, må den årlige vækst i de offentlige udgifter ikke overstige en fastsat vækstrate, der er mindre end skønnet for den gennemsnitlige årlige BNP-vækst, medmindre merudgifterne modsvares af diskretionære stigninger i de offentlige indtægter. Den "tilladte" vækst i de offentlige udgifter skal fastsættes, så der sikres den fornødne tilpasning hen imod at opfylde medlemsstatens MTO.
- Diskretionære reduktioner af offentlige indtægtsposter skal modsvares af enten reduktioner af udgifter eller diskretionære stigninger i andre offentlige indtægtsposter (eller begge dele).

Et af formålene med reglen om "prudent fiscal policy making" er at sikre, at uventede (ikke budgetterede) offentlige indtægter bliver anvendt til gældsreduktion i stedet for til øgede offentlige udgifter.

Når Rådet vurderer, om kravene er opfyldt, vil det skulle tage højde for, om der er implementeret betydelige strukturelle reformer, der kan være medvirkende til at reducere de langsigtede offentlige udgifter og/eller forøge økonomiens vækspotentiale.

I perioder med betydelige konjunkturtilbageslag, som rammer bredt, kan man tillade, at medlemsstaterne i en begrænset periode afviger fra ovenstående krav.

Hvis en medlemsstat ikke overholder reglerne, vil Kommissionen kunne udstede en advarsel til den. Ved fortsatte overtrædelser vil Rådet, på forslag fra Kommissionen, kunne rette en henstilling til medlemsstaten.

Det nye princip om "prudent fiscal policy making" vil blive brugt som et pejlemærke i vurderingen af, om en medlemsstats stabilitets- eller konvergensprogram lever op til EU's fiskale krav. Reglerne skal som udgangspunkt gælde for alle medlemsstater, uanset om de er inden for eller uden for euroområdet.

For eurolandene vil der ske en yderligere stramning. Her vil en henstilling fra Rådet kunne resultere i sanktioner i form af deponering af et rentebærende beløb på 0,2 pct. af BNP. Der er altså tale om en helt ny sanktion, der kan træde i kraft i SVP's præventive del, dvs. også selv om der (endnu) ikke måtte være konstateret et uforholdsmæssigt stort budgetunderskud i det pågældende euroland. Denne nye sanktion for eurolandene får hjemmel i den nye artikel 136, der blev indført med Lissabontraktaten.

En regel om "prudent fiscal policy making" kan bidrage til at styrke den finanspolitiske disciplin allerede i den præventive del af SVP. Den konkrete udformning af reglen kan blive drøftet under de kommende forhandlinger, men det er under alle omstændigheder positivt, at der sættes fokus på medlemsstaternes evne til at foretage en ansvarlig styring af de offentlige udgifter, og at reglerne omfatter samtlige medlemsstater.

De primære ændringsforslag i den korrigerende del af SVP

Også for den korrigerende del af SVP holder Kommissionen fast på de grundlæggende principper og bygger med de nye forslag ovenpå det eksisterende regelsæt, så reglerne bliver strammere og sanktionerne stærkere.

Den væsentligste ændring vil være, at der i højere grad end tidligere vil blive taget højde for den langsigtede holdbarhed af de offentlige finanser. Det sker især ved at øge fokus på statsgældens størrelse og sammensætning og på samspillet mellem gæld og budgetunderskud. Hvor man tidligere i SVP i praksis ret ensidigt har fokuseret på kravet om balance eller overskud på de offentlige budgetter og grænseværdien på 3 pct. af BNP for det offentlige budgetunderskud, kommer der nu langt større fokus på grænseværdien på 60 pct. af BNP for den offentlige gæld. Vurderinger af gældens betydning vil blive inddraget både i selve beslutningen om, hvorvidt der eksisterer et uforholdsmæssigt stort budgetunderskud – dvs. om underskudsproceduren, *Excessive Deficit Procedure*, EDP, sættes i gang – og i vurderingen af, om en medlemsstat lever op til de henstillinger eller afgørelser¹, som Rådet træffer om nedbrin-

¹ Rådet kan vedtage en henstilling eller en afgørelse. En henstilling er ikke juridisk bindende for en medlemsstat, mens en afgørelse er juridisk bindende i alle sine enkeltheder for den eller de stater, som afgørelsen er henvendt til.

gelse af et uforholdsmæssigt stort budgetunderskud. Kommissionen foreslår, at gældsnedbringelsen som en hovedregel vil blive anset for tilstrækkelig, hvis forskellen mellem gælden (som procent af BNP) og referenceværdien på 60 pct. af BNP – målt over den seneste treårs periode – er reduceret med 1/20 årligt, jf. Europa-Kommissionen (2010c).

Der er også her en høj grad af overensstemmelse mellem Kommissionens forslag og arbejdsgruppens anbefalinger, om end arbejdsgruppen ikke anbefaler et konkret mål for krav til gældsreduktion, men blot henviser til, at en sådan vil skulle fastlægges i senere lovgivning. Arbejdsgruppens mindre præcise anbefalinger afspejler, at en del medlemsstater med høje gældskvoter har været uvillige til at acceptere et numerisk mål, der potentielt vil kunne øge kravene til fiskal konsolidering ud over de MTO'er, som på nuværende tidspunkt er fastlagt, og som i den aktuelle situation allerede kræver store indsatser at efterleve.

Sanktionsregimet styrkes også i den korrigerende del af SVP – men igen kun for eurolandene. Det sker ved at fastholde det eksisterende regime og så lægge nyt ovenpå. Som noget nyt har Kommissionen lagt op til, at et euroland, allerede når et uforholdsmæssigt stort budgetunderskud konstateres, som udgangspunkt vil skulle foretage en ikke-rentebærende deponering på 0,2 pct. af BNP. Deponeringen vil senere kunne inddrages som en egentlig bod, hvis eurolandet ikke efterlever efterfølgende henstillinger fra Rådet om at bringe det uforholdsmæssigt store budgetunderskud til ophør.¹

For både den præventive og den korrigerende del af SVP bliver det præciseret, at der kan forekomme særlige forhold, herunder kraftige konjunkturelle tilbageslag og kriser, og at der skal tages hensyn til sådanne forhold ved vurderingen af, om medlemsstaterne overholder deres forpligtelser.

Økonomiske sanktioner: En helt ny form for afstemningsregler med potentielt store overførsler til følge

Som en særlig specialitet foreslår Kommissionen, at beslutninger om økonomiske sanktioner – både i den præventive og den korrigerende del af SVP – skal tages ved hjælp af en såkaldt "omvendt afstemningsmekanisme", jf. Europa-Kommissionen (2010c og 2010e). Det betyder, at de forslag, som Kommissionen måtte stille om økonomiske sanktioner i

¹ De 0,2 pct. af BNP svarer til den faste del af det beløb, der skal deponeres i den eksisterende EDP-procedure. Denne procedure kan fortsat eskaleres med en variabel del, hvis medlemslandet ikke efterlever pålæg om at nedbringe budgetunderskuddet. Yderligere deponeringer vil i så fald beløbe sig til 1/10 af forskellen mellem budgetunderskuddet målt som procent af BNP og referenceværdien på 3 pct. af BNP. Der kan maksimalt blive tale om at deponere beløb på 0,5 pct. af BNP. Også i den eksisterende procedure kan deponerede beløb blive inddraget som en bod, hvis medlemslandet ikke efter to år har efterlevet Rådets henstillinger om at nedbringe det uforholdsmæssigt store budgetunderskud.

form af rentebærende deponeringer, ikke-rentebærende deponeringer og bøder, vil blive anset for vedtaget, medmindre Rådet inden ti dage forkaster Kommissionens forslag med kvalificeret flertal. Den nye afstemningsmekanisme anbefales ligeledes af arbejdsgruppen.

Forslaget om den nye afstemningsmekanisme er et væsentligt element i både Kommissionens og arbejdsgruppens forslag om at gøre sanktionsregimet mere effektivt ved at gøre det mere automatisk og på den måde styrke forventningerne om, at sanktioner fremover rent faktisk vil blive anvendt. Det skal ses i lyset af, at det nuværende økonomiske sanktionsregime ikke har været anvendt i praksis, ikke engang i tilfældet Grækenland.

I praksis vil størstedelen af den økonomiske gevinst ved, at en medlemsstat fører en holdbar finanspolitik og overholder SVP's regelsæt, være forbundet med lavere renter på den pågældende medlemsstats udstedelser.

Ud over den økonomiske motivation, der direkte vil være indbygget i det nye sanktionsregime, ligger der i fordelingen af eventuelle indtægter fra ikke-rentebærende deponeringer og bøder yderligere en økonomisk motivation for en medlemsstat til at overholde reglerne. Denne motivation vil være større for små medlemsstater end for store. Indtægter fra ikke-rentebærende deponeringer og bøder skal ifølge Kommissionens forslag – og i lighed med de nuværende regler – fordeles mellem de eurolande, som ikke er indlemmet i underskudsproceduren, efter størrelsen på medlemsstaternes bruttonationalindkomst, BNI. Benyttes som eksempel den nuværende situation, hvor Luxembourg og Estland fra 1. januar 2011 er de eneste eurolande, der ikke er indlemmet i underskudsproceduren, og antages det ekstreme, at de resterende eurolande pålægges en bøde på 0,2 pct. af BNP¹, ville Luxembourg og Estland kunne få indtægter på henholdsvis 31 og 43 pct. af deres BNP. Asymmetrien kan illustreres ved at benytte Tyskland og Frankrig i stedet for Luxembourg og Estland. Tyskland og Frankrig ville ved en tilsvarende beregning hver få overført ca. 0,2 pct. af deres BNP.

Indførelsen af en højere grad af automatik – herunder en omvendt afstemningsmekanisme og en forventning om økonomiske sanktioner for eurolande straks ved konstateringen af et uforholdsmæssigt stort budgetunderskud – vil være en styrkelse i retning af at sikre en mere effektiv implementering af SVP.

¹ En ikke-rentebærende deponering vil dog kun blive konverteret til en bøde, hvis Rådet på indstilling fra Kommissionen beslutter, at det pågældende medlemsland ikke har foretaget effektive foranstaltninger for at nedbringe et uforholdsmæssigt stort underskud. Derudover kan bøden ifølge Kommissionens forslag reduceres eller helt bortfalde i tilfælde af ekstraordinære omstændigheder.

Inddragelse af EU's budgetmidler i sanktionsregimet

Som det fremgår ovenfor, kommer udvidelsen af de økonomiske dele af sanktionsregimet i første omgang til udelukkende at omfatte eurolandene. De nye bestemmelser herom er baseret på den nye artikel 136 i Lissabontraktaten, en artikel der kun omfatter eurolandene. Både Kommissionen og arbejdsgruppen tilslutter sig, at det økonomiske sanktionsregime i fremtiden vil kunne udvides til at omfatte forskellige dele af betalingerne fra EU's budget, jf. Europa-Kommissionen (2010b) og Task Force established by the March 2010 European Council (2010). Det vil kunne ske i forbindelse med fremtidige forhandlinger om EU's flerårige budgetrammer, de såkaldte finansielle perspektiver. Hverken Kommissionens forslag eller arbejdsgruppens anbefalinger indeholder dog konkrete forslag på dette område. Det er derfor fortsat uklart, hvilke dele af EU's budget der i givet fald vil kunne inddrages, og under hvilke betingelser det i givet fald kan ske¹. Det står dog klart, at de økonomiske sanktioner kun kan rettes mod eurolandene og derfor ikke umiddelbart kan berøre fx enkeltpersoner eller virksomheder, der modtager EU-støtte – også selv om støtten forvaltes af staterne. Det vil også være en betingelse, at sanktionerne harmoniseres med målsætningen for den EU-politik, fx EU's strukturmidler, hvorfra budgetmidlerne tages.

Overgang til det nye regime

Der vil være en række udfordringer i forbindelse med overgangen til det nye regime. Hverken Kommissionen eller arbejdsgruppen tager konkret stilling til, hvordan de nye regler skal implementeres i den nuværende situation, hvor langt de fleste medlemsstater i forvejen befinder sig i EDP-proceduren. Det er fx et åbent spørgsmål, om man kan indføre reglerne delvis med tilbagevirkende kraft ved fx at pålægge de nye sanktioner, hvis staterne ikke fremover – under de nye kommende regler – efterlever de krav, der er stillet under de nuværende regler.

STØRRE KRAV TIL MEDLEMSSTATERNES NATIONALE FISKALE RAMMER

En vigtig del af især Kommissionens forslag er at få opstillet en række konkrete krav til og minimumsstandarder for medlemsstaternes nationale finanspolitiske rammer, dvs. de vilkår der er for at føre finanspolitik i hver enkelt stat, og de vilkår der er for udenforstående, herunder Kommissionen, for at foretage overvågning, jf. Europa-Kommissionen (2010d).

¹ Ifølge protokol 15 i traktaten vil dette ikke omfatte Storbritannien.

HOVEDLINJERNE I KOMMISSIONENS FORSLAG OM KRAV TIL NATIONALE FISKALE RAMMER

Boks 2

- Numeriske mål og regler, der er i overensstemmelse med EU-reglerne. Der skal være en effektiv overvågning af, om de numeriske regler bliver overholdt – fx foretaget af en uafhængig national institution – og der skal være fastlagt konsekvenser, hvis de ikke overholdes.
- De nationale regler skal indeholde en planlægningshorisont, der strækker sig over flere år, og som er i overensstemmelse med de MTO'er, medlemsstaterne er underlagt efter EU-bestemmelserne.
- Standarder for offentlige regnskabssystemer og kvaliteten heraf gældende for alle dele af den offentlige sektor.
- Standarder for kvaliteten, revisionen og gennemsigtigheden af statistik om fiskale forhold.
- Standarder for kvaliteten af makroøkonomiske og budgetmæssige fremskrivninger. Bl.a. skal der anvendes alternative makroøkonomiske scenarier, og afvigelse fra Kommissionens skøn skal forklares. Der skal endvidere sikres gennemsigtighed i den anvendte metodologi og de anvendte forudsætninger.
- Løbende revurdering af makroøkonomiske og budgetmæssige fremskrivninger.

Kilde: Europa-Kommissionen (2010d).

Mens de øvrige dele af Kommissionens forslag foreslås gennemført ved forordninger (som gælder umiddelbart i alle medlemsstater), vil kravene til de nationale fiskale rammer blive gennemført ved et direktiv (som skal implementeres i national lovgivning). Reglerne vil gælde for alle medlemsstater. Hovedlinjerne i Kommissionens forslag er beskrevet i boks 2.

En del af forslagene omhandler helt basale ting som fx effektive offentlige regnskabssystemer, revision og troværdig statistik. Sådanne krav må ses på baggrund af de erfaringer, man har fået bl.a. fra udviklingen i Grækenland. Andre forslag har et bredere sigte hen imod at forbedre den fiskale disciplin ved konsekvent at indføre nationale regler, der konkret afspejler medlemsstaternes forpligtelser inden for EU. Stærke kræfter – med Tyskland i spidsen – har argumenteret for, at det er nødvendigt at forankre EU-bestemmelserne om fiskal disciplin i nationale lovbestemmelser.

ØGET OVERVÅGNING SAMT FOREBYGGELSE OG KORREKTION AF MAKROØKONOMISKE UBALANCER

Allerede i forbindelse med arbejdsgruppens foreløbige rapportering til DER i juni fastslog DER, at den makroøkonomiske overvågning skulle styrkes, og at der skulle tages særligt højde for den situation, som euroområdet medlemsstater befinder sig i, jf. Det Europæiske Råd (2010b). Hermed signalerede DER, at det nye regelsæt i endnu højere grad end

tidligere vil skulle skelne mellem medlemsstater henholdsvis inden for og uden for euroområdet.

Kommissionens forslag om forebyggelse og korrektion af makroøkonomiske ubalancer, jf. Europa-Kommissionen (2010f og 2010h), er bygget op som en "light" udgave af SVP og gælder samtlige medlemsstater. Den første del af forslaget går ud på, at der i regi af Kommissionen skal etableres en varslingsmekanisme, en såkaldt "alert mechanism". Kommissionen skal på baggrund af et sæt af indikatorer overvåge, om en medlemsstat har for store makroøkonomiske ubalancer. Det konkrete sæt af indikatorer og de vejledende grænseværdier er ikke en del af de foreliggende forslag, men det ligger fast, at indikatorerne ikke kan stå alene, og at der vil skulle foretages konkrete vurderinger ud fra de forskellige medlemsstaters nationale karakteristika. Advarsler, der udsendes fra det kommende *European Systemic Risk Board*¹, vil kunne indgå som en del af grundlaget for vurderingerne. Hvis der konstateres uhensigtsmæssige makroøkonomiske ubalancer, kan Rådet vedtage en henstilling til den pågældende medlemsstat. Hvis der konstateres alvorlige ubalancer med potentielt skadelige effekter for ØMU'en, kan Rådet beslutte, at der foreligger uforholdsmæssigt store ubalancer og pålægge medlemsstaten at rette op inden for en given tidsfrist. Medlemsstaten vil da være i den nye *Excessive Imbalance Procedure*, EIP. I denne procedure kan sanktioner eskaleres ligesom i EDP-proceduren, men sanktioner er ikke så omfattende. Rådet kan vedtage henstillinger med detaljerede pålæg til medlemsstaten om at gennemføre konkrete tiltag til at modgå ubalancerne inden for en given tidsfrist. Rådet kan senere også vælge at offentliggøre sine henstillinger.

Der vil også her være et skærpet sanktionsregime for eurolandene. Hvis Rådet to gange har sat en frist for et eurolands initiativer til at nedbringe de makroøkonomiske ubalancer, og hvis landet fortsat ikke efterlever Rådets henstillinger, skal der pålægges en årlig bod på 0,1 pct. af landets BNP. Indtægter fra sådanne bøder skal fordeles mellem de eurolande, der ikke er i EIP. Hvis reglerne om makroøkonomiske ubalancer ikke overholdes, vil det endvidere blive betragtet som en skærpende omstændighed i forbindelse med vurderingen af uforholdsmæssigt store budgetunderskud under SVP.

For bedre at kunne overvåge korrektionen af uforholdsmæssigt store ubalancer foreslår både Kommissionen og arbejdsgruppen herudover, at Kommissionen kan udføre missioner til de enkelte medlemsstater, når

¹ European Systemic Risk Board, ESRB, blev formelt vedtaget af Rådet den 17. november 2010 efter forhandlinger og godkendelse i Europa-Parlamentet. ESRB får til opgave at overvåge den makrofinansielle stabilitet i EU.

dette vurderes nødvendigt. For eurolande og ERM2-lande foreslås det, at dette sker i samarbejde med ECB.

EN PERMANENT KRISEHÅNTERINGSMEKANISME

I forbindelse med at krisen på de europæiske statsgældsmarkeder eskalerede i den første del af 2010, vedtog EU's finansministre den 9. maj en midlertidig krisehåndteringsmekanisme. Den består primært af European Financial Stability Facility¹, EFSF, for eurolandene og herudover af European Financial Stability Mechanism², EFSM. De to supplerer EU's facilitet til betalingsbalancestøtte for medlemsstaterne uden for euroområdet³.

En del af arbejdsgruppens opgave var at undersøge mulighederne for at etablere en permanent krisehåndteringsmekanisme. Allerede i marts, dvs. før etableringen af EFSF og EFSM, foreslog den tyske finansminister, Schäuble, at etablere en permanent facilitet i form af en europæisk monetær fond, EMF⁴.

Tidligere har der imidlertid langt fra været enighed, om – og i givet fald hvordan – en EMF skal etableres. Der er da også en række udfordringer forbundet hermed. For det første vil en EMF skulle designes på en sådan måde, at den ikke kommer i konflikt med Lissabontraktatens bestemmelser om *no bail-out*.⁵ Det har lige fra begyndelsen af drøftelserne om en fælles valuta været et grundprincip, at en medlemsstat ikke må hæfte for forpligtelser indgået af andre medlemsstater eller deres respektive offentlige myndigheder. Medlemsstater må heller ikke have privilegeret adgang til finansielle institutioner. Klare bestemmelser om dette er traktatfæstede – side om side med forbuddet mod overtræk i de nationale centralbanker.

For det andet er det et åbent spørgsmål, hvordan man skal håndtere problemer med *moral hazard*. Hvis fiskalt trængte medlemsstater får begrundede forventninger om, at en EMF under alle omstændigheder vil bakke op, risikerer man at svække de incitament, som man nu er i færd med at styrke inden for SVP.

For det tredje ligger der en udfordring i at fastlægge betingelserne⁶ for lån i en EMF. Hvis en EMF skal være andet og mere end en lånekasse

¹ Beslutningen om at oprette EFSF blev taget på Ecofin-mødet den 9. maj 2010. EFSF oprettes blandt eurolandene med det formål at yde lån til eurolande med finansieringsvanskeligheder. EFSF kan optage lån, som garanteres af eurolandene, for op til 440 mia. euro. <http://www.efsf.europa.eu/>

² Beslutningen om at oprette af EFSM blev taget på Ecofin-mødet den 9. maj 2010. EFSM oprettes som en EU-mekanisme med det formål at yde lån til EU-medlemsstater med finansieringsvanskeligheder. EFSM kan optage lån, som garanteres over EU-budgettet, for op til 60 mia. euro.

³ Baseret på artikel 143 i TEUF.

⁴ Financial Times, Why Europe's monetary union faces its biggest crisis, 11. marts 2010.

⁵ TEUF artikel 125.

⁶ I låneprogrammer kaldes disse betingelser ofte også for "konditionaliteter".

for medlemsstater med fiskale problemer, skal der til lånene knyttes betingelser, sådan som det sker i regi af Den Internationale Valutafond, IMF. En EMF vil ikke kunne stille krav til et euroland vedrørende penge- og valutakurspolitikken. Allerede her er en stor del af spillerummet væk set i forhold til IMF's låneprogrammer. Under SVP kan Rådet allerede i dag pålægge medlemsstaterne at foretage finanspolitiske stramninger og fastsætte konkrete værdier for størrelsen af de årlige stramninger og de dertil hørende tidsfrister. Som det er set i tilfældet med Grækenland, kan Rådet også stille krav til en medlemsstat om at gennemføre ret specifikke ændringer af det nationale offentlige budget, ligesom der er stillet krav om strukturpolitiske tiltag. Hertil kommer, at når kravene til en medlemsstat i EDP-proceduren bliver nedfældet i en afgørelse truffet af Rådet, er kravene juridisk bindende i alle enkeltheder for den medlemsstat, de er rettet til. Som nævnt vil bestemmelserne i SVP nu blive styrket yderligere. Det er derfor en udfordring at fastlægge, hvilke former for betingelser en EMF selvstændigt vil kunne arbejde med i tilknytning til sin långivning¹.

Resultatet af arbejdsgruppens drøftelser var da også begrænset på dette område. I sin afrapportering til DER i oktober nøjedes arbejdsgruppen med at anbefale, at der på mellemlangt sigt etableres en permanent krisehåndteringsmekanisme for euroområdet, og at man i den forbindelse skal finde løsninger, der ikke skaber moral hazard og samtidig bygger på strenge betingelser for långivningen, jf. Task Force established by the March 2010 European Council (2010). Det nævnes endvidere, at IMF's eventuelle rolle skal afklares, og at man skal undersøge mulighederne for at inddrage private investorer i krisehåndteringen. Inddragelsen vil først komme på tale i forbindelse med udløbet af den midlertidige EFSF i 2013. Herudover konstateres det blot, at yderligere afklaring af de konkrete rammer for en krisehåndteringsmekanisme for euroområdet kræver mere arbejde².

Siden er der imidlertid kommet noget større klarhed. DER fastslog i oktober, at der skal etableres en permanent krisehåndteringsmekanisme, og at det skal ske uden at ændre traktatens bestemmelser om no bail-out. DER vil allerede i december 2010 tage endelig beslutning om hovedlinjerne for en ny krisehåndteringsmekanisme og den begrænsede ændring i traktaten, der skal gøre det muligt at etablere en permanent mekanisme i stedet for den nuværende midlertidige EFSF. Formelt er det formanden for DER og Kommissionen, der her skal lave det forberedende arbejde.

¹ Listen af udfordringer præsenteret her er ikke udtømmende.

² Der er givet flere bud på, hvordan sådan en krisemekanisme kan konstrueres, jf. fx Gianviti mfl. (2010).

Samtidig med offentliggørelsen den 28. november af en pakke med finansiell krisehjælp til Irland offentliggjorde Eurogruppen også en meddelelse, der udstikker mere konkrete rammer for en kommende permanent krisehåndteringsmekanisme, den såkaldte European Stability Mechanism, ESM. Det vil være Eurogruppen, der med enstemmighed skal godkende et ESM-lån. Grundlæggende vil ESM blive bygget over den samme skabelon som EFSF. Lån vil kunne ydes til trængte eurolande efter forhandlinger om låneprogrammer med strenge krav til modtagerlandenes økonomiske genopretningsplaner. Programmerne vil skulle forhandles på plads med Kommissionen og IMF og i samarbejde med ECB. Som baggrund herfor vil de tre institutioner skulle foretage en tilbundsgående analyse af holdbarheden af modtagerlandets offentlige gæld. Som et meget væsentligt element vil private investorer fremover skulle inddrages. Det vil først og fremmest ske ved, at prospekterne for samtlige eurolandes nye statsobligationer udstedt fra og med juni 2013 vil skulle indeholde såkaldte *Collective Action Clauses*, CACs. Hvis et medlemsland ikke kan honorere sine betalingsforpligtelser, vil CACs kunne gøre det betydeligt lettere at indgå aftaler om ændrede betalingsvilkår i form af fx forlænget løbetid, ændret rente eller delvis gældseftergivelse. I CACs kan man fastlægge, at sådanne aftaler kan indgås med et kvalificeret flertal af kreditorerne og samtidig være juridisk bindende for samtlige kreditorer. Der vil blive en fælles standard for de CACs, der kommer til at gælde for eurolandenes statsobligationer. Udstedelser med CACs betyder, at priserne på statspapirerne i højere grad vil komme til at afspejle de pågældende landerisici.

Involveringen af den private sektor understreges i Eurogruppens meddelelse ved, at det kun er lån fra IMF, der vil have højere prioritet end ESM-lån i tilfælde af, at et euroland ikke vil kunne opfylde sine betalingsforpligtelser. Det pointeres, at involveringen af private kreditorer først vil blive aktuel efter midten af 2013.

Ifølge Eurogruppens meddelelse har formanden for DER indiceret, at hans kommende forslag til DER om ændring af Traktaten vil afspejle Eurogruppens forslag om ESM. De nødvendige ændringer af traktaten vil skulle ratificeres senest i midten af 2013, hvor EFSF og EFSM udløber.

PERSPEKTIVERNE FREMOVER

Det er Kommissionens forslag af 29. september 2010, der udgør det formelle grundlag for de kommende forhandlinger om styrket økonomisk overvågning og samarbejde i EU. DER i oktober har fastlagt en målsætning om, at Rådet (Ecofin) og Europa-Parlamentet skal have opnået enighed om det nye regelsæt senest i sommeren 2011.

Kommissionens udkast til ny regulering og arbejdsgruppens anbefalinger efterlader – som beskrevet ovenfor – fortsat en række åbne spørgsmål. Det er imidlertid klart, at forslagene og anbefalingerne vil føre til endnu større forskelle mellem landene inden for og uden for euroområdet med hensyn til samordningen af den økonomiske politik. Det er et led i en naturlig og forventet udvikling, som er accelereret på baggrund af erfaringerne med det hidtidige samarbejde under forløbet af den økonomiske og finansielle krise.

Da Danmark ikke deltager i ØMU'ens 3. fase – den fælles valuta – vil kun dele af de styrkede rammer for økonomisk samarbejde gælde for os. Danmark vil fortsat ikke kunne pålægges økonomiske sanktioner ved overtrædelse af SVP's regler om uforholdsmæssigt store budgetunderskud og gæld, og ej heller ved en eventuel manglende efterlevelse af Rådets henstillinger i forbindelse med proceduren for uforholdsmæssigt store makroøkonomiske ubalancer. Det må også forventes, at det først og fremmest er situationen i eurolandene, der, for så vidt angår de kommende analyser og vurderinger af makroøkonomiske ubalancer, vil tiltrække sig resurser og opmærksomhed. En stor del af det grundlæggende i de nye regler vil dog også gælde for Danmark. Herunder vil Kommissionens forslag om krav til minimumsstandards for medlemsstaternes nationale fiskale rammer skulle implementeres i Danmark, der dog allerede vil kunne leve op til hovedparten af disse standarder. Som ERM2-land kunne det være en fordel for Danmark at være underlagt det samme regelsæt som eurolande. Det kunne bl.a. bidrage til at øge tilliden til den danske fastkurspolitik yderligere. Styrkelsen af rammerne for det økonomiske samarbejde i EU vurderes under alle omstændigheder at være en fordel for Danmark. De nye tiltag er et vigtigt skridt i retning af at øge den økonomiske stabilitet i EU – herunder særligt euroområdet – og dermed for nogle af Danmarks største samhandelspartnere.

Yderligere stramninger – og traktatændringer?

Den 18. oktober 2010 – på dagen for det foreløbigt sidste møde i arbejdsgruppen – udsendte Tyskland og Frankrig en fælles meddelelse, jf. Franco-German declaration (2010). Heri fastslog forbundskansler Merkel og præsident Sarkozy tysk-fransk enighed om, at Lissabontraktaten skal åbnes for at give mulighed dels for en permanent krisehåndteringsmekanisme, dels for at fratage stemmerettigheden for stater, der systematisk bryder de fiskale regler¹. Disse forslag indgår hverken i Kommissio-

¹ I den fransk-tyske meddelelse foreslås det, at arbejdsgruppen inden DER i marts 2011 skal udarbejde konkrete forslag til, hvordan en permanent krisehåndteringsmekanisme kan etableres. Det foreslås endvidere, at medlemslandene skal have ratificeret en revideret traktat inden 2013.

nens forslag af 29. september eller i arbejdsgruppens anbefalinger, der begge har fokus på mulige ændringer inden for den gældende traktat. Den fransk-tyske meddelelse fastslog også enighed om, at eskalering af EDP-proceduren skal vedtages af Rådet (Ecofin) med kvalificeret flertal – altså med en mindre grad af systematik, herunder tilsyneladende uden den omvendte afstemningsregel, som Kommissionen og arbejdsgruppen anbefaler i dele af EDP-proceduren. Endelig indeholdt den fransk-tyske meddelelse en enighed om, at DER bør drøfte situationen for medlemsstater med vedvarende makroøkonomiske ubalancer.

Som det fremgår ovenfor, blev den tysk-franske enighed kun delvis afspejlet i konklusionerne fra DER i oktober: Traktaten blev åbnet med henblik på at etablere en permanent krisehåndteringsmekanisme, men den omvendte afstemningsregel overlevede, jf. Det Europæiske Råd (2010c). Spørgsmålet om at fratage stemmerettigheder står fortsat åbent efter DER i oktober på trods af mange medlemsstaters modstand og på trods af, at det formentlig vil kræve en mere fundamental ændring af traktaten.

Den fransk-tyske meddelelse af 18. oktober er blot det seneste resultat af en række udmeldinger fra de to lande. Især Tyskland har løbende presset på for at gøre de kommende regler tilstrækkeligt stramme. Det har været tysk opfattelse, at dette ville kræve en traktatændring. Allerede tilbage i marts 2010 brød forbundskansler Merkel et hidtidigt tabu, da hun i en tale i den tyske forbundsdag fremhævede, at der var et behov for en traktatændring, så man fik mulighed for at ekskludere medlemsstater fra euroområdet, hvis de gentagne gange brød de fælles fiskale spilleregler. Inden da havde den tyske finansminister, Schäuble, som nævnt ovenfor fremsat forslaget om at etablere en EMF, og at dette skulle kombineres med nye traktatbestemmelser om vilkår for at ekskludere medlemsstater fra euroområdet. I juli offentliggjorde Schäuble sammen med den franske finansminister, Lagarde, et fælles bidrag til Van Rompuy-arbejdsgruppen, jf. Franco-German paper (2010). Her krævede man, at medlemsstater, der bryder de fælles fiskale spilleregler, skal kunne fratages deres stemmeret i Rådet.¹

Der vil således formentlig være stærke kræfter, der fortsat arbejder for som minimum at fastholde stramheden i de ændringsforslag, der allerede er fremsat af Kommissionen og arbejdsgruppen.

¹ Dette ville i givet fald kræve en traktatændring.

AFSLUTTENDE BEMÆRKNINGER: POLITISK VILJE ER OFTE DEN AFGØRENDE FAKTOR

Den politiske vilje til at overholde traktatens og SVP's regelsæt om holdbare offentlige finanser har i flere tilfælde vist sig utilstrækkelig. Med de foreliggende forslag er der lagt op til en klar forbedring af rammeværket.

Om medlemsstaterne i fremtiden vil leve op til deres forpligtelser, vil dog fortsat i høj grad bero på politisk vilje. Det gælder både den politiske vilje i EU til at håndhæve de nyere og strammere regler og den politiske vilje i den enkelte medlemsstat til at efterleve reglerne. På EU-plan vil det fortsat i sidste ende være en politisk beslutning i Rådet (Ecofin), der efter indstilling fra Kommissionen afgør, om en stat overholder reglerne. Det er derfor også en politik beslutning, som afgør, om en medlemsstat skal pålægges en økonomisk sanktion. På nationalt plan vil det også i sidste ende fortsat være et spørgsmål om politisk vilje, om de nødvendige beslutninger træffes, for at staten kan leve op til sine forpligtelser.

LITTERATUR

Det Europæiske Råd (2010a), 25.-26. marts 2010, Konklusioner.

Det Europæiske Råd (2010b), 17. juni 2010, Konklusioner.

Det Europæiske Råd (2010c), 28.-29. oktober 2010, Konklusioner.

Europa-Kommissionen (2010a), Communication from the Commission [...] Reinforcing economic policy coordination, COM(2010) 250, endelig.

Europa-Kommissionen (2010b), Communication from the Commission [...] Enhancing economic policy coordination for stability, growth and jobs – Tools for a stronger EU economic governance, COM(2010) 367/2.

Europa-Kommissionen (2010c), Proposal for a Regulation amending Regulation (EC) No 1467/97 on speeding up and clarifying the implementation of the excessive deficit procedure, COM(2010) 522, endelig.

Europa-Kommissionen (2010d), Proposal for a Council Directive on requirements for budgetary frameworks of the Member States, COM(2010) 523, endelig.

Europa-Kommissionen (2010e), Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the effective enforcement of budgetary surveillance in the euro area, COM(2010) 524, endelig.

Europa-Kommissionen (2010f), Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on enforcement measures to correct excessive macroeconomic imbalances in the euro area, COM(2010) 525, endelig.

Europa-Kommissionen (2010g), Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EC) No 1466/97 on the strengthening of the surveillance of budgetary positions and the surveillance and coordination of economic policies, COM(2010) 526, endelig.

Europa-Kommissionen (2010h), Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prevention and correction of macroeconomic imbalances, COM(2010) 527, endelig.

European Council (2010), The President, Press remarks by Herman Van Rompuy, President of the European Council following the first session of the European Council, 29. oktober.

Franco-German Declaration (2010), Statement for the France-Germany-Russia Summit, Deauville, 18. oktober.

Franco-German Paper (2010), European Economic Governance, a Franco-German paper, 21. juli.

German Government (2010), Key proposals to strengthen the euro area, 19. maj.

Gianviti, Francois mfl. (2010), A European Mechanism for Sovereign Debt Crisis Resolution: A Proposal, *Bruegel Blueprint*, november.

Task Force established by the March 2010 European Council (2010), Strengthening economic governance in the EU, Final report by the Task Force to the European Council, 21. oktober.

Krisen på de europæiske statsgældsmarkeder

*Søren Lejsgaard Autrup, Jacob Wellendorph Ejning og Uffe Mikkelsen,
Kapitalmarkedsafdelingen*

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Finanskrisens efterregning har udløst en statsgældskrise i Europa. For første gang i euroens historie har et euroland været på randen af statsbankerot. Det har været nødvendigt med vidtgående og kontroversielle tiltag af hensyn til den finansielle stabilitet i euroområdet. Artiklen belyser, hvordan den omfattende krise på de europæiske statsgældsmarkeder kunne opstå.

Krisen har ramt de europæiske statsgældsmarkeder med forskellig styrke og af forskellige årsager. Nogle lande havde et tilsyneladende solidt finanspolitisk udgangspunkt, men nedgangen på ejendomsmarkedet trak deres banksystem og realøkonomi med ned. Andre lande havde ikke udnyttet opsvinget forud for finanskrisen til at nedbringe gælden. De var derfor særligt sårbare over for stød til de offentlige finanser.

Den finansielle krise skabte indledningsvis uro på statsgældsmarkederne. Efter en mere stabil periode i 2009 eskalerede uroen i 2010. Forværrede vækstudsigter og stigende renteudgifter førte til en markant revurdering af den finanspolitiske holdbarhed. Der opstod en negativ spiral, hvor fald i staternes og bankernes kreditværdighed forstærkede hinanden.

Etableringen af European Financial Stability Facility, EFSF, og Den Europæiske Centralbanks, ECB's, opkøb af statsobligationer har købt tid, men situationen er fortsat skrøbelig. En langsigtet stabilisering af de europæiske statsgældsmarkeder kræver ambitiøse og vækstfremmende strukturelle reformer i de enkelte lande.

Allerede inden statsgældskrisen stod de europæiske lande over for årtier med stigende udgifter og faldende indtægter som følge af befolkningens aldring. Krisen har fremrykket disse udfordringer.

MØNTUNION OG KONVERGENS I STATSPAPIRRENTER

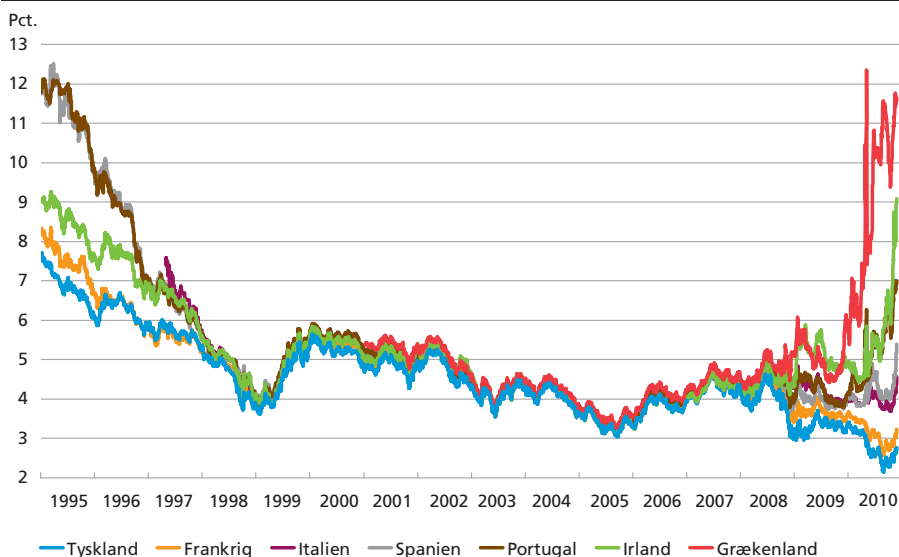
I årene op til og efter, at euroen blev indført, var der en betydelig konvergens i renterne på eurolandenes statspapirer, jf. figur 1. Som det var tilfældet for mange andre finansielle aktiver, medførte lave renter og reduceret makroøkonomisk og finansiell usikkerhed, at risikopræmierne på statspapirer blev markant indsnævret. De enkelte eurolandes statspapirmarkeder var dog efter euroens indførelse fortsat forskellige med hensyn til størrelse, likviditet, udsteders kreditværdighed mv.

Mange lande benyttede ikke det økonomiske opsving inden den finansielle krise til at konsolidere de offentlige finanser. Efter flere års højkonjunktur var det gennemsnitlige gældsniveau i euroområdet 68 pct. af bruttonationalproduktet, BNP, i 2006 – uændret fra 2002. Investorens fokus var i højere grad på, at møntunionen medførte, at valutakursrisici mellem eurolandene blev elimineret, og at den skabte en forventning om lav og stabil inflation fremover. Med lave renter og et positivt syn på den fremtidige økonomiske vækst var der ikke udbredt bekymring om statsgælden.

At landene ikke via højere statsrenter blev påtvunget at konsolidere betød, at euroområdet var meget sårbart over for et eventuelt stød til landenes offentlige finanser. Det stød kom efter krakket i Lehman Brothers i september 2008.

RENTENIVEAUER FOR UDVALGTE EUROLANDES 10-ÅRIGE STATSPAPIRER

Figur 1



Anm.: 10-årige parrenter. Data for Italien og Grækenland er ikke tilgængelige for hele perioden.

Kilde: Bloomberg.

FINANSIEL KRISE OG STIGENDE PRES PÅ STATSPAPIRMARKEDERNE

Nedgangen på det amerikanske boligmarked førte i løbet af sommeren 2007 til stigende usikkerhed på de finansielle markeder. Usikkerheden udløste indledningsvis en flugt mod sikre aktiver, hvilket i en periode begunstigede statspapirmarkedene. Den reducerede risikoappetit betød imidlertid også, at rentespændene over for Tyskland for nogle lande blev udvidet.

Overførsel af risiko fra privat sektor til offentlig sektor

Vedtagelsen af vidtgående redningspakker for de nationale banksystemer førte i efteråret 2008 til, at der blev overført en betydelig risiko fra den private til den offentlige sektor. De eksplicite og implicite garantier af store dele af det finansielle system havde to effekter på landenes kreditrisikopræmier. For det første førte de til et niveauskifte i den præmie, investorerne måtte betale for at forsikre sig mod staters bankerot. For det andet øgede garantierne staternes følsomhed over for potentielle fremtidige forværringer af krisen, jf. Ejning og Lemke (2011).

Den økonomiske krise havde på dette tidspunkt primært ramt nord- og østeuropæiske lande. Fælles for mange af dem var, at ejendomspriserne var steget kraftigt inden krisen, og at væksten i kreditgivning havde været høj. Disse lande blev derfor en overgang betragtet som særligt risikable.

Øget fokus på underskud og gæld

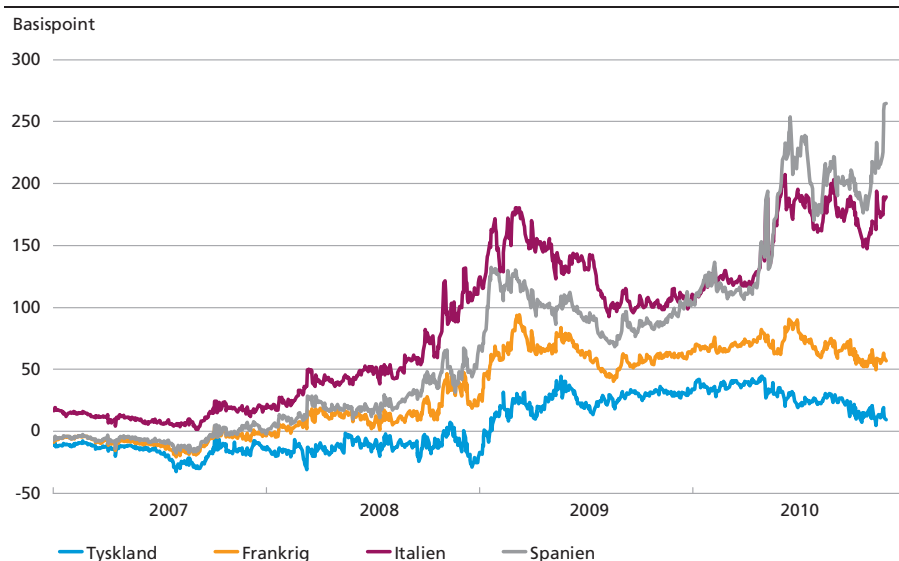
Efter september 2008 rettede fokus sig mod den underliggende holdbarhed af landenes statsfinanser. Schuknecht mfl. (2010) viser, at rentespændene mellem EU-landenes statspapirer inden krisen primært blev drevet af en fælles faktor, der fortolkes som global risikoaversion. Markedet revurderede risikoen på statspapirer, og forskelle i gæld og underskud begyndte at have en betydeligt større effekt på statsrenterne.

Statspapirer ikke længere risikofrie

Centralbankernes aggressive rentenedsættelser udløste i de sidste måneder af 2008 et markant fald i det generelle renteniveau. Investorerne har imidlertid siden begyndelsen af 2009 krævet risikopræmier for at holde selv statspapirer med høj kreditvurdering. Således oplevede også Tyskland – hvis statspapirer hidtil havde været betragtet som risikofrie – i denne periode stigende statsrenter i forhold til swaprenter, jf. figur 2.

10-ÅRIGE SWAPSPÆND FOR UDVALGTE EUROLANDES STATSPAPIRER

Figur 2



Anm.: Spændene er beregnet som forskellen mellem landenes 10-årige nulkuponrenter og den faste rente på Eonia-swaps med samme løbetid.

Kilde: Bloomberg, Nordea Analytics og egne beregninger.

Stigende omfang af udstedelser i et stresset statspapirmarked

Lavere skatteindtægter som følge af recessionen samt højere udgifter til finansielle redningspakker og finanspolitiske stimuli medførte, at landenes finansieringsbehov steg akut fra efteråret 2008. Derudover blev der givet statsgaranti til udstedelser fra mange kommercielle banker. Det gav de statslige udstedelser stigende konkurrence fra ikke-statslige udstedelser med høj kreditvurdering.

På trods af en flugt mod sikre og likvide aktiver var statspapirmarkedene stressede. Spænd mellem bud- og udbudspriser i de sekundære markeder var høje i perioden med stor uro. Det betød, at handlen med statspapirer faldt betydeligt. Det blev sværere for stater at udstede.

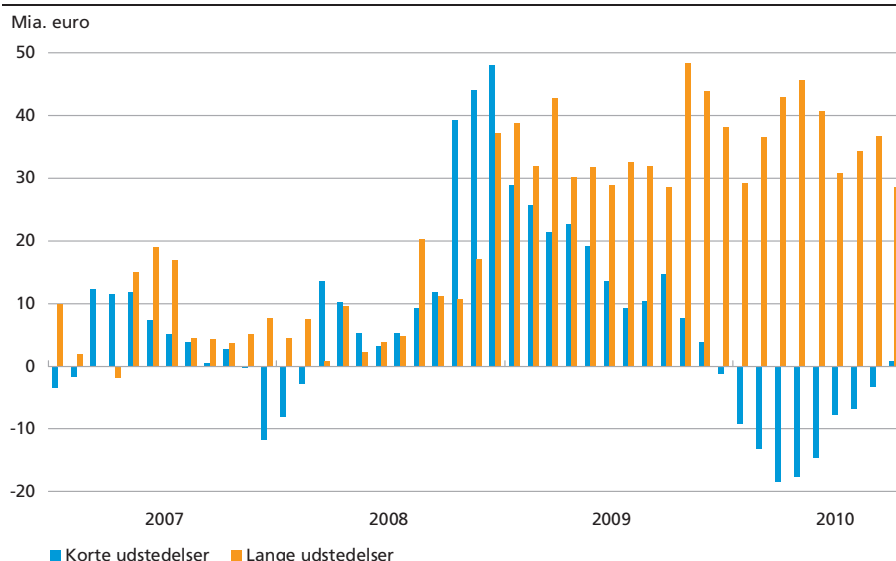
Konsekvensen var, at stater udstedte massivt i korte løbetider fra oktober 2008, jf. figur 3. Det fortsatte året ud og i 2009. Staternes afhængighed af adgang til markedet blev forøget, da refinansieringsbyrden blev større.

Stigende usikkerhed og risiko for kreditrationering

Store udsving i efterspørgslen efter statsobligationer gjorde, at det i begyndelsen af 2009 var vanskeligt at planlægge udstedelser. Investorerne begyndte at fokusere på, om staterne kunne finansiere de større udstedelsesbehov på kort og mellemlangt sigt. Det var ikke længere kun

NETTOUDSTEDELSER AF STATSPAPIRER I EUROOMRÅDET

Figur 3



Anm.: 3 måneders glidende gennemsnit af sæsonkorrigerede nettoudstedelser fra EU16-landene. Korte udstedelser har løbetid til og med et år.

Kilde: ECB.

landenes fundamentale gældsforhold, men også deres refinansieringsrisici, der vakte bekymring blandt investorerne.

EKSPANSIV PENGEPOLITIK OG LAVE STATSPAPIRRENTER

I foråret 2009 indførte verdens centralbanker vidtgående og ekstraordinære pengepolitiske tiltag. Det afspejlede, at mulighederne for at nedsætte de pengepolitiske renter yderligere reelt var udtømte.

Bank of England købte i 2009 næsten hele årets nettoudstedelser af statsobligationer, mens den amerikanske centralbank, Federal Reserve, hovedsageligt købte realkreditobligationer, men også statsobligationer. I modsætning hertil reagerede ECB primært med at øge omfang og løbetid af de pengepolitiske udlån.¹

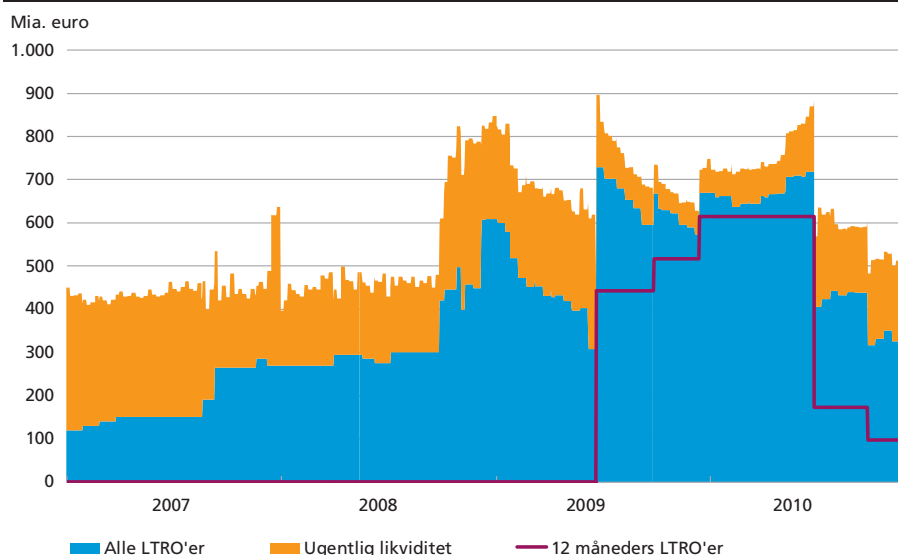
ECB udvider sine likviditetsfaciliteter

Med virkning fra juni 2009 udvidede ECB sine likviditetsfaciliteter ved at give bankerne mulighed for at låne ubegrænset i op til 12 måneder til 1 pct. i fast rente. Der var særdeles stor efterspørgsel efter disse lån,

¹ ECB købte desuden covered bonds for 60 mia. euro begyndende i juli 2009.

ECB'S LIKVIDITETSTILDELINGER, 2007-10

Figur 4



Anm.: Longer-term refinancing operation, LTRO, er Eurosystemets udlån med løbetid over en uge.
Kilde: ECB.

og det medførte, at hovedparten af ECB's likviditetstildeling i 2. halvår 2009 og 1. halvår 2010 bestod af lån med forholdsvis lang løbetid, jf. figur 4.

Langfristet likviditet og lavere korte statspapirrenter

Efter at ECB's lånefaciliteter var blevet udvidet, blev de europæiske statspapirmarkeder betydeligt stabiliseret. Risikoappetitten vendte tilbage på de finansielle markeder, og de korte rentespænd på statspapirer faldt kraftigt i foråret 2009, jf. figur 5.

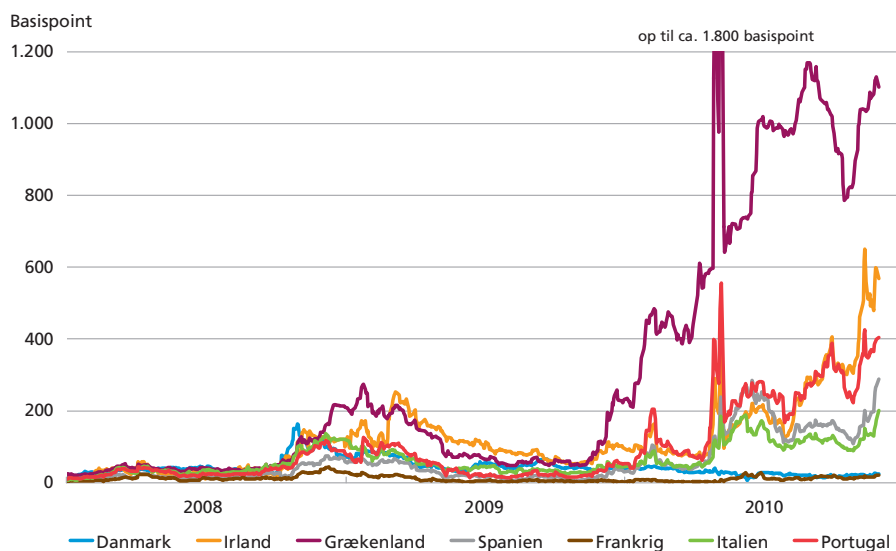
ECB's nye lånefaciliteter gav bankerne mulighed for ubegrænsede lånefinansierede køb af fx statspapirer. Den faste rente på lånene eliminerede finansieringsrisikoen ved at investere i korte statspapirer, og operationerne med 12 måneders løbetid muliggjorde en betydeligt længere investeringshorisont. ECB (2009) viser, at bankerne i euroområdet øgede deres beholdninger af statsobligationer væsentligt i denne periode.

Det græske 2-årige rentespænd til Tyskland var i sommeren 2009 indsnævret til 50 basispoint, og det spanske var under 10 basispoint.

Med ECB's udvidede lånefaciliteter blev staternes refinansieringsrisici reduceret. At staternes rentespænd blev indsnævret i den efterfølgende periode, var primært en konsekvens af adgangen til ubegrænset likviditet og fornyet risikoappetit på de finansielle markeder.

2-ÅRIGE STATSRENTESPÆND TIL TYSKLAND

Figur 5



Anm.: 2-årige parrenter.

Kilde: Bloomberg.

STATSGÆLD SKRISEN

Efter længere tids bedring opstod der i efteråret 2009 ny uro på de europæiske statspapirmarkeder. En udløsende faktor var, at den nytiltrådte græske regering i oktober 2009 måtte foretage en kraftig oprevidering af det græske budgetunderskud. Det førte i de følgende måneder til en gradvis udvidelse af det græske rentespænd og en række nedgraderinger af landets kreditværdighed, jf. boks 1.

Frygt for græsk statsbankerot

Vurderingen af den finanspolitiske holdbarhed i Grækenland og en række andre lande skiftede hurtigt på grund af kombinationen af hastigt voksende underskud og nedreviderede forventninger til væksten. Den resulterende stigning i de forventede fremtidige gældskvoter førte til stigende statsrenter. Via en selvforstærkende effekt på underskuddene blev risikoen for en ukontrollabel gældsdynamik øget, og investorerne begyndte at anse en græsk statsbankerot for en reel risiko.

End ikke ECB's udvidede likviditetstiltag og den fortsatte mulighed for at stille græske statsobligationer som sikkerhed i ECB kunne længere forhindre, at de græske renter steg. I takt med at udvidelsen af det græske rentespænd accelererede i begyndelsen af 2010, var der stadig tegn på afsmittende effekter i andre eurolande. Da Grækenlands

KREDITVURDERING AF STATER GENNEM KRISEN

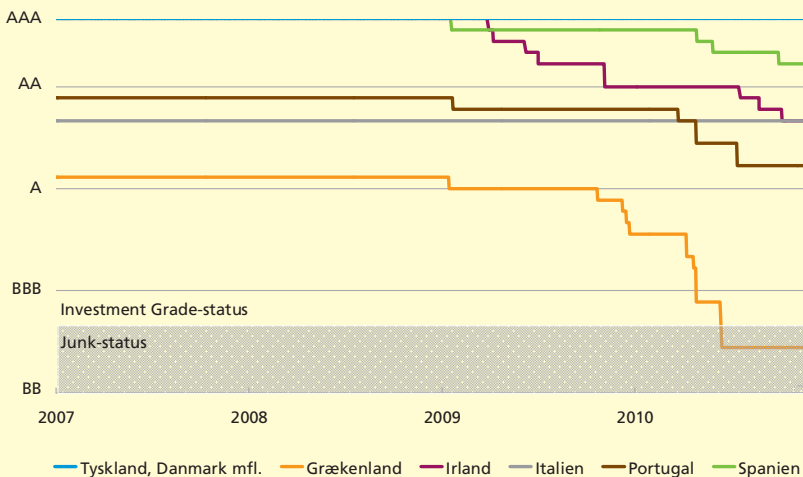
Boks 1

Gennem krisen har kreditvurderingsbureauerne adskillige gange nedjusteret deres vurderinger af GIISP-landene (Grækenland, Irland, Italien, Spanien og Portugal), jf. figur 6. Den første runde kom i begyndelsen af 2009. Kun Grækenland har mistet "Investment Grade"-status. Da det skete i 1. halvår 2010, steg renten betydeligt. Af alle eurolande, der er blevet nedjusteret, var det kun Irland og Spanien, der havde den højest opnåelige kreditvurdering, før krisen begyndte. Det viser, at markedet havde information om, at kreditværdigheden for lande som Portugal og Grækenland var lavere allerede før krisen.

UDVIKLING I STATERS KREDITVURDERINGER GENNEM KRISEN

Figur 6

Gennemsnit af tre kreditvurderinger



Anm.: Gennemsnit af Moody's, Fitch og Standard & Poor's. Standard & Poor's skala er anvendt.

Kilde: Moody's, Fitch og Standard & Poor's.

IMF (2010b) fokuserer på kreditvurderingsbureauernes rolle gennem statsgældskrisen. IMF finder, at kreditvurderinger spiller en vigtig rolle ved at udbrede information om udstedere og derigennem give udstedere adgang til kreditmarkederne. Kreditvurderinger af stater har forudsigelseskraft med hensyn til at rangordne kreditrisiko på stater, men kan ikke tolkes som et kvantitativt estimat af fx sandsynlighed for statsbankerot.

Kreditvurderinger ligger bl.a. til grund for krav til sikkerhedsstillelse og indgår i mange investorers investeringsmandat. Det betyder, at ændringer i kreditvurdering i sig selv kan have en kurspåvirkende effekt. I den forbindelse har kriseramte lande kritiseret kreditvurderingsbureauerne for at nedgradere lande, der oplever svære markedsvilkår.

økonomi udgør blot 2,6 pct. af euroområdet BNP, skyldtes afsmittningen ikke realøkonomiske mekanismer.

Den afspejlede i stedet primært usikkerhed om, hvordan EU ville håndtere en situation, hvor Grækenland ikke længere kunne udstede statspapirer. Hvis ikke EU kom Grækenland til undsætning, ville det mindske sandsynligheden for, at andre lande senere ville kunne få hjælp. Investo-

rernes skiftende opfattelser af sandsynligheden for en redning havde derfor afsmittende effekter på andre landes rentespænd.

Der var to hovedrisici ved en øjeblikkelig græsk statsbankerot. For det første var der udbredt frygt for, at en misligholdelse af Grækenlands forpligtelser øjeblikkeligt ville afskære en række andre eurolande fra de internationale kapitalmarkeder. Konsekvenserne heraf var uoverskuelige. For det andet var der risiko for, at nogle europæiske banker, hvis kapitalgrundlag i forvejen var svækket af finanskrisen, havde betydelige beholdninger af GIISP-landenes¹ statspapirer. Nye store tab blot halvanet år efter Lehman Brothers' kollaps frygtedes at kunne føre til, at det finansielle system på ny blev destabiliseret.

Redningspakker fra EU-landene og Den Internationale Valutafond, IMF

Forskellige syn på afvejningen mellem akutte risici og hensynet til møntunionens underliggende principper udløste i en længere periode modstridende meldinger fra eurolandenes regeringer. Der opstod i denne fase tvivl blandt markedsdeltagerne om sammenhængskraften i selve eurosamarbejdet, og det bidrog til, at rentespændene blev udvidet yderligere, og at euroen blev svækket betydeligt. Den eskalerende markedsuro førte i april 2010 til, at EU sammen med IMF enedes om en omfattende finansiell hjælpepakke for Grækenland.

Annoncering af hjælpepakken for Grækenland var dog ikke tilstrækkeligt til at dæmpe markedsuroen, og i begyndelsen af maj spredte den sig uden for Europa og bidrog bl.a. til betydelige globale aktiekursfald. I lyset heraf enedes repræsentanter for EU-landenes regeringer og IMF i weekenden 8.-9. maj om vidtgående finansielle garantier.²

Derudover tog ECB den 10. maj det kontroversielle skridt at intervenere med direkte opkøb af statspapirer fra lande med høje rentespænd. De ugentlige opkøb var betydelige i de første uger, jf. figur 7. Siden begyndelsen af juli er ECB's opkøb dog aftaget kraftigt.

Annonceringen af redningspakken for euroområdet og ECB's opkøb af statspapirer havde indledningsvis en markant dæmpende effekt på både de korte og de lange renter i de mest udsatte eurolande. Stresstesten af de europæiske banker i juli 2010 havde også en vis beroligende effekt på markederne.

Irland blev næste land, der måtte have hjælp

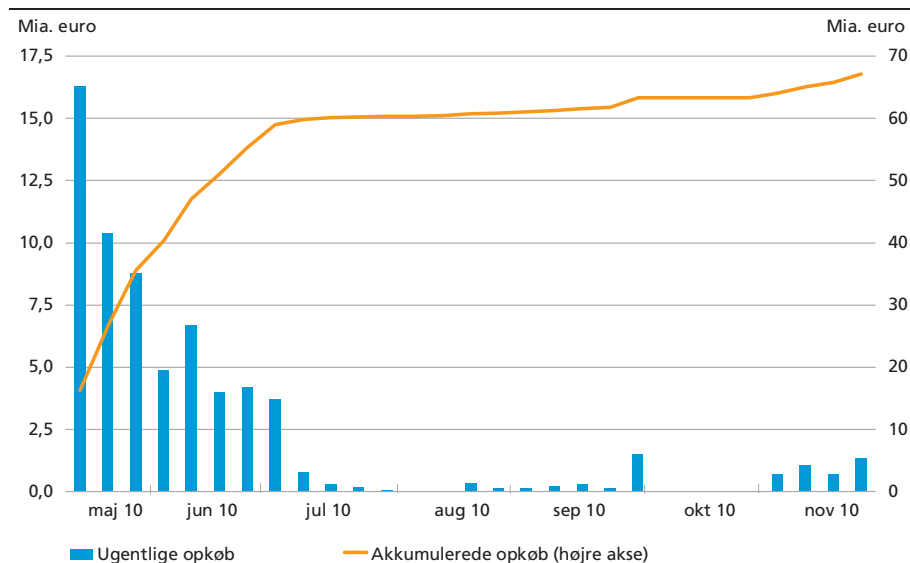
Siden august 2010 har rentespændene for bl.a. GIISP-landene udvidet sig igen. Uroen på det irske statsgældsmarked eskalerede, da det irske fi-

¹ GIISP-landene er Grækenland, Irland, Italien, Spanien og Portugal.

² For en nærmere beskrivelse af tiltagene fra EU og IMF, se Danmarks Nationalbank (2010).

EUROSYSTEMETS OPKØB AF STATSOBLIGATIONER

Figur 7



Kilde: ECB.

nansministerium 30. september offentliggjorde, at budgetunderskuddet for 2010 ville blive omkring 32 pct. af BNP på grund af udgifter til kriseramte irske banker. Bankerne var afskåret fra at låne i markedet og var afhængige af likviditet fra ECB. Det stod klart, at Irland endnu engang havde behov for at indskyde kapital i den finansielle sektor.

Presset på Irland for at indlede forhandlinger med EU og IMF var stort på grund af afsmittende effekter på andre lande. I november blev Irland enig med EU og IMF om en lånepakke på 85 mia. euro, hvoraf den irske stat indskyder 17,5 mia. euro fra pensionsreserver og en opbygget kontantbeholdning. Det har dermed allerede vist sig nødvendigt at tage EFSF i brug. Eksistensen af faciliteten var således ikke i sig selv nok til at berolige investorerne.

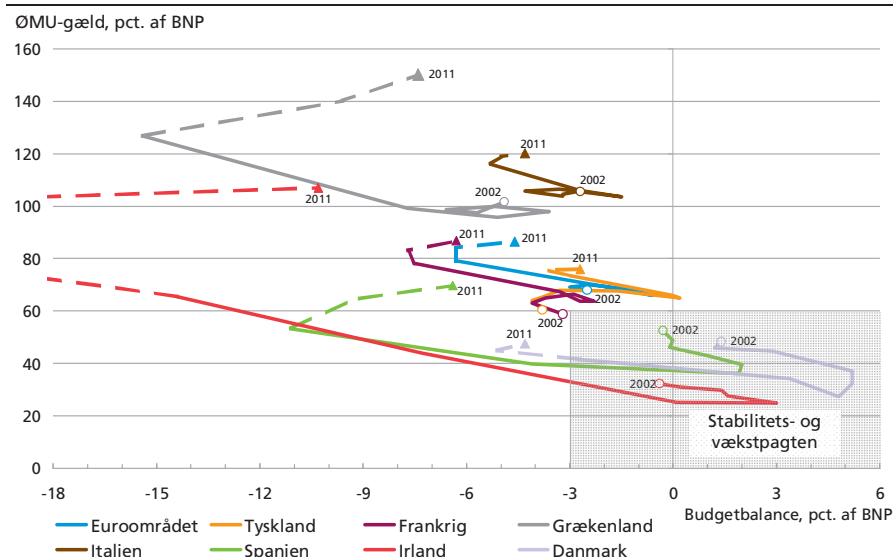
Redningen af Irland har ikke stabiliseret de europæiske statsgældsmarkeder væsentligt. Der er udbredt bekymring for, at Irland ikke bliver det sidste land i euroområdet, som må have hjælp udefra.

KRISENS ÅRSAGER OG MULIGE UDVEJE

Den finansielle krise og den efterfølgende recession har forværret mange europæiske landes statsfinanser markant, jf. figur 8. Landene er blevet ramt med forskellig styrke og af forskellige årsager, jf. boks 2. Nogle havde et tilsyneladende solidt finanspolitisk udgangspunkt, men især ejendomsmarkedernes kollaps trak bankerne og realøkonomien ned.

GÆLD OG UNDERSKUD FOR UDVALGTE LANDE, 2002-11

Figur 8



Anm.: Tal for 2010-11 er prognoser og er illustreret som den stiplede del af graferne. Prognosen for Irlands underskud for 2010 er 32 pct. af BNP.

Kilde: Europa-Kommissionens efterårsprognose, november 2010.

Andre lande havde ikke udnyttet højkonjunktoren inden den finansielle krise til at nedbringe gælden og var derfor særligt sårbare over for stød til deres offentlige finanser.

Stigende statsrenter har i nogle lande virket selvforstærkende via effekten på underskuddene. Desuden har fald i staters og bankers kreditværdighed forstærket hinanden. De eskalerende rentespænd i euroområdet i 2010 har understreget, hvor pludseligt disse mekanismer kan afskære et lands adgang til kapitalmarkederne.

Akutte problemer og store kortsigtede finansieringsbehov

De europæiske lande står over for fortsat høje underskud i årene fremover. Store forfald skal refinansieres, da staterne i højere grad end tidligere har brugt kort og mellemlang finansiering. Den fortsatte afhængighed af adgang til markedet er derfor en betydelig risikofaktor. Ydermere skal bankerne refinansiere store forfald i de kommende år, herunder statsgaranterede udstedelser. Hvis markedsforholdene forværres, kan det blive en udfordring for markedet at absorbere de stigende samlede udstedelser.

EU's finansielle stabiliseringspakker og ECB's opkøb af statspapirer har hidtil afværget landenes akutte refinansieringsproblemer. De kortsigtede redningstiltag har dog alene købt de kriseramte lande tid til at gennemføre finanspolitiske stramminger og strukturelle reformer.

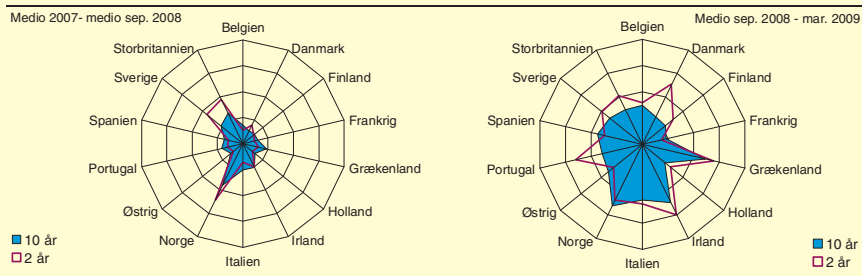
SAMVARIATION I DE EUROPÆISKE STATSPAPIRRENTER

Boks 2

Før Lehman Brothers' konkurs var der tæt samvariation i renterne på statsgældsmarkederne i euroområdet, jf. figur 9 (venstre).¹ I perioden efter øgedes afstandene, jf. figur 9 (højre). En gruppe eurolande, inkl. Frankrig, Holland, Østrig og Spanien, havde fortsat relativt lav afstand til Tyskland. Vurderingen af den systemiske risiko i den finansielle sektor fik afgørende betydning for udviklingen i statspapirmarkederne. Bl.a. Irland og nogle nordiske lande havde store banksektorer og vedtog tidligt omfattende statsgarantier. På den baggrund blev afstanden til Tyskland større – særligt for korte statsobligationer. Nødvendigheden af at forsvare den danske krone havde i denne periode også stor betydning for det danske statspapirmarked.

SAMVARIATION I EUROPÆISKE STATSOBLIGATIONSMARKEDER, 2007-09

Figur 9

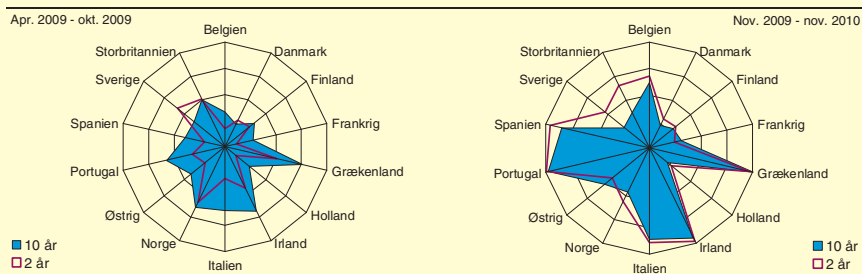


I perioden efter vendepunktet på de finansielle markeder omkring april 2009 var afstandene mellem europæiske statspapirmarkeder fortsat høje, jf. figur 10 (venstre). Afstanden til Tyskland for korte statsobligationer faldt dog betydeligt i forhold til perioden med akut finansiell uro. Investorernes bekymringer blev gradvist forskudt mod Sydeuropa, og Norden blev i stigende grad betragtet som sikker havn.

Fra slutningen af 2009 var statspapirmarkedet i euroområdet ikke længere homogent, jf. figur 10 (højre). Renterne i GIISP-landene og i Belgien udviklede sig ligefrem modsatrettet af de tyske renter. Norden blev generelt begunstiget af et udgangspunkt med lav gæld som følge af konsolideringer før krisen. Risikoopfattelsen af Norden var forbedret betydeligt, og området blev i lighed med Tyskland betragtet som sikkert. Danmark blev – trods egen valuta – det statspapirmarked, der samvarierede tættest med det tyske.

SAMVARIATION I EUROPÆISKE STATSOBLIGATIONSMARKEDER, 2009-10

Figur 10



¹ En lav afstand til centrum angiver en høj positiv korrelation mellem det pågældende lands og Tysklands renteændringer. Der er anvendt ugentlige renteændringer beregnet ud fra løbetidskorrigerede parrenter. Tyskland bruges som sammenligning, da tyske statspapirer normalt anses for at være de mest likvide og sikre i Europa.

Hvordan undgås nye statsgældskriser?

Stabilitets- og vækstpagten blev ikke overholdt i tiden op til krisen, hvor en række lande systematisk førte uansvarlig finanspolitik. For at tilskynde dem til at overholde pagtens bestemmelser i fremtiden er det nødvendigt at skærpe den med mere automatiserede og troværdige sanktionsmekanismer. Europa-Kommissionen fremlagde i oktober forslag til nye finanspolitiske spilleregler, jf. artiklen s. 61.

Foruden troværdige politiske sanktioner er det afgørende, at markedsdisciplinen over for lande, som fører uholdbar finanspolitik, skærpes. Forhøjede statsrenter vil øge presset for at konsolidere, inden gældsætningen kommer ud af kontrol. De lave rentespænd før krisen vidner om, at investorerne ikke anså en statsbankerot i et euroland for en reel risiko. Hvis markedsdisciplinen skal virke fremover, må denne opfattelse ændres.

De finansielle hjælpepakker har hidtil forhindret, at private investorer har måttet lide tab på eurolandes statsobligationer. Især Tyskland har imidlertid argumenteret for, at private investorer skal involveres ved eventuelle fremtidige omstruktureringer af eurolandes statsgæld.

I forbindelse med at hjælpepakken til Irland blev offentliggjort den 28. november, offentliggjorde eurolandenes økonomi- og finansministre forslag om, at alle udstedelser af statsobligationer i euroområdet fra juni 2013 skal indeholde såkaldte Collective Action Clauses. De skal sikre, at et kvalificeret flertal af kreditorerne kan forhandle en omstrukturering af gælden på vegne af alle kreditorer. Formålet er, at eventuelle fremtidige omstruktureringer kan foregå hurtigere og med større gennemslagskraft. Derved reduceres de systemiske risici, og inddragelsen af private investorer bliver et reelt alternativ til yderligere finansiel hjælp fra de øvrige medlemslande. Forslaget omfatter kun obligationer udstedt fra juni 2013. De høje rentespænd viser dog, at investorerne fortsat anser tab på eksisterende lån for sandsynlige.

Langsigtede udfordringer består – og er blevet fremrykket

Krisen har fremrykket udfordringen med at sikre den finanspolitiske holdbarhed på længere sigt. Allerede inden statsgældskrisen stod landene over for årtier med stigende udgifter og faldende indtægter som følge af den demografiske udvikling, jf. Danmarks Nationalbank (2010). De seneste års kraftige budgetforværringer har medført, at denne udfordring er blevet væsentligt større.

Eneste mulighed for langsigtet stabilisering af de europæiske statsgældsmarkeder synes derfor at være ambitiøse og væksthjælpende strukturelle reformer i de enkelte lande.

LITTERATUR

Attinasi, Maria-Grazia, Christina Checherita og Christiane Nickel (2009), What explains the surge in euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-09?, *ECB Working Paper*, nr. 1131.

Cecchetti, Stephen G., M. S. Mohanty og Fabrizio Zampolli (2010), The future of public debt: prospects and implications, *BIS Working Paper*, nr. 300.

Christensen, Jakob Ekholdt og Rasmus Tommerup (2010), Finanspolitiske udfordringer i industrilandene, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

Danmarks Nationalbank (2010), *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

Ejsing, Jacob og Wolfgang Lemke (2011), The Janus-headed salvation: Sovereign and bank credit risk premia during 2008-09, *Economic Letters*, vol. 110, nr. 1.

ECB (2009), Månedsoversigt, september.

Gilmore, Claire G., Brian M. Lucey og Marian W. Boscia (2010), Co-movements in government bond markets: A minimum spanning tree analysis, *Physica A*, vol. 389, nr. 21.

IMF (2010a), *Global Financial Stability Report*, april.

IMF (2010b), *Global Financial Stability Report*, oktober.

Schuknecht, Ludger, Jürgen von Hagen og Guido Wolswijk (2010), Government bond risk premiums in the EU revisited: the impact of the financial crisis, *ECB Working Paper*, nr. 1152.

Sgherri, Silvia og Edda Zoli (2009), Euro area sovereign risk during the crisis, *IMF Working Paper*, nr. 222.

Basel III: Makroprudentiel regulering ved hjælp af modcykliske kapitalbuffere

Mads Peter Pilkjær Harmsen, Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Den finansielle krise viste, at det finansielle system ikke var tilstrækkeligt kapitaliseret til at imødegå en periode med høje tab. Det skyldes bl.a., at reguleringen af banksektoren ikke i det nødvendige omfang tog højde for systemiske risici. Det vil sige risikoen for begivenheder, der hindrer det finansielle system i at fungere som effektiv formidler af kapital og finansielle tjenesteydelser i en grad, så det i væsentligt omfang påvirker økonomisk vækst og velfærd. Erfaringen fra krisen har vist, at regulering baseret på at sikre robustheden i de enkelte kreditinstitutter – den mikroprudentielle regulering – ikke er tilstrækkelig. Fremover vil reguleringen tillige blive baseret på risiciene i det finansielle system som helhed, også kaldet makroprudentiel regulering.

De kommende kapitaldækningsregler, Basel III, indeholder skærpede regler med henblik på at sikre, at det finansielle system bliver mere robust i fremtiden. Bl.a. øges kapitalkravet, kvaliteten af kernekapital og basiskapital forbedres, og der indføres lovpligtige buffere over kapitalkravet. Derudover arbejdes der med at introducere et ekstrakrav til kapital for systemisk vigtige institutter.

Målet med makroprudentiel regulering er at begrænse systemiske risici, da perioder med finansiell ustabilitet er forbundet med store samfundsmæssige omkostninger. Et af disse tiltag er introduktionen af en modcyklisk kapitalbuffer, der primært skal sikre, at kreditinstitutterne holder kapital til at modstå en periode, hvor de samtidig rammes af høje tab. Bufferen skal bygges op i gode tider, hvor systemiske risici øges, og nedbringes i dårlige tider. Det er sandsynligt, at selve opbygningsfasen i gode tider vil lægge en dæmper på udlånsvæksten, og bufferen derfor vil reducere opbygningen af systemiske risici.

Et pejlemærke for virkningen af de nye kapitalkrav og bufferen er, om de ville have medført, at den danske banksektor havde været bedre kapitaliseret ved indgangen til den finansielle krise. Udviklingen i det aggregerede udlån i forhold til bruttonationalproduktet, BNP, der i Baselkomiteens forslag skal danne udgangspunkt for at fastsætte den

modcykliske kapitalbuffer, har i Danmark været en god indikator for både den nordiske bankkrise i slutningen af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne og den finansielle krise. Analysen viser, at hvis de nye regler havde været fuldt implementeret, havde banksektoren været bedre kapitaliseret og stødpuderne til at absorbere tab højere ved indgangen til krisen.

BASEL III¹

De kommende Basel III-regler har til formål at styrke det finansielle systems modstandskraft over for perioder med økonomisk og finansiell stress og derigennem understøtte økonomisk vækst og stabilitet. Det sker bl.a. gennem en kombination af højere kapitalkrav, strammere definitioner af kapital, bedre dækning af risici (bl.a. likviditetsrisici og risici i handelsbeholdningen), loft over kreditinstitutternes gearing og introduktion af kapitalbuffere. Kravet til egenkapitalen hæves fra 2 pct. af de risikovægtede aktiver til 4,5 pct., kravet til kernekapitalen hæves fra 4 til 6 pct., mens kravet til basiskapital holdes uændret på 8 pct. af de risikovægtede aktiver, jf. figur 1.

Introduktionen af en kapitalbuffer over kapitalkravet er et nyt tiltag. Den består af et fast element – kapitalbevaringsbufferen – og et variabelt element – den modcykliske kapitalbuffer. Kapitalbevaringsbufferen er fastsat til 2,5 pct. af de risikovægtede aktiver, og den modcykliske buffer fastsættes i intervallet mellem 0 og 2,5 pct. Dermed vil den samlede buffer være på 2,5 pct. i normale tider og blive bygget op til 5 pct. i tider med overnormal udlånsvækst.

Målet med kapitalbufferen er at sikre, at kreditinstitutterne holder kapital ud over kapitalkravet, der kan absorbere tab i perioder med stress. Hvis et institut ikke overholder kapitalbufferen, vil den blive underlagt restriktioner på udlodningen af indtjening. Det er i modsætning til kapitalkravet, der til enhver tid skal overholdes, hvis instituttet skal fortsætte driften.

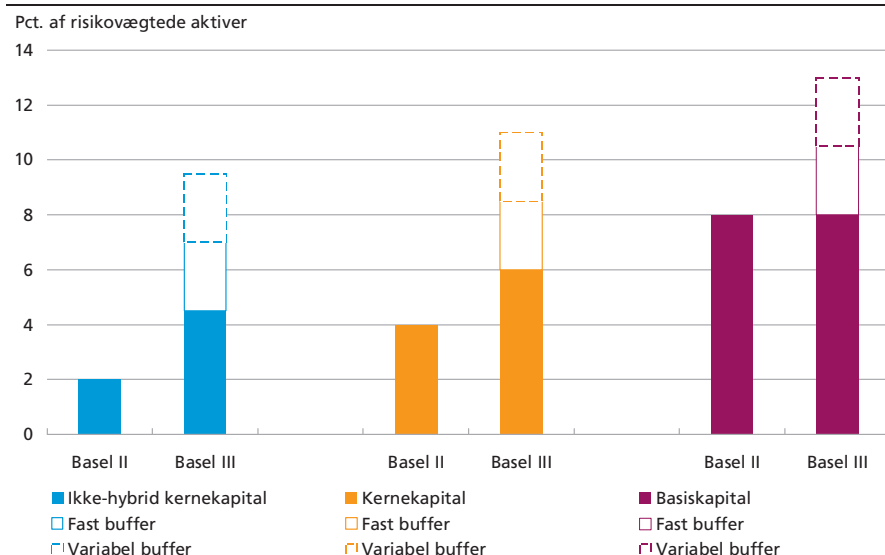
Basel III indføres over perioden 2013-23. De højere kapitalkrav indføres fra 2013 til 2015, mens kapitalbufferen indføres fra 2016 til 2018. Hvis der i perioden er overnormal udlånsvækst, kan kapitalbufferen indføres hurtigere. De nye snævrere definitioner af kernekapital og basiskapital indføres frem til 2023.²

¹ Den præcise udformning af lovgivningen kendes ikke i skrivende stund. Beskrivelsen af Basel III-reglerne og den modcykliske kapitalbuffer er baseret på Baselkomiteens tanker beskrevet i Basel Committee on Banking Supervision (2010a og b).

² Der må fx ikke være forfaldsdato på kernekapital og incitamenter til at indfri den. Samtidig skal kernekapital være fuldt fleksibel i forhold til dividendebetaling, der vil blive betragtet som udlodning af indtjening under kapitalbufferen. Se også Basel Committee on Banking Supervision (2009).

KRAV TIL KAPITALEN UNDER BASEL II OG BASEL III

Figur 1



Anm.: Ikke-hybrid kernekapital er indeholdt i definitionen af kernekapital, og kernekapital er indeholdt i definitionen af basiskapital. Beregningen af kernekapital indeholder således egenkapitalen, og egenkapital og kernekapital er indeholdt i basiskapitalen. Det er på nuværende tidspunkt ikke fastlagt, om kapitalbufferen vil blive implementeret for alle typer af ansvarlig kapital (illustreret) eller kun for kapital af højeste kvalitet, dvs. egenkapital.

Kilde: Basel Committee on Banking Supervision (2010b).

Fastsættelse og frigivelse af den modcykliske kapitalbuffer

Den modcykliske kapitalbuffer skal opbygges, når der bygges systemiske risici op i det finansielle system. Gabet mellem det aggregerede udlån til den private sektor i forhold til BNP og trendniveauet vil spille en central rolle i fastsættelsen af bufferen.¹ I Danmark har dette gab udvist stor variation over tid, og toppunkterne i dets størrelse faldt i perioderne op til den nordiske bankkrise i slutningen af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne og op til den nuværende krise, jf. figur 2.

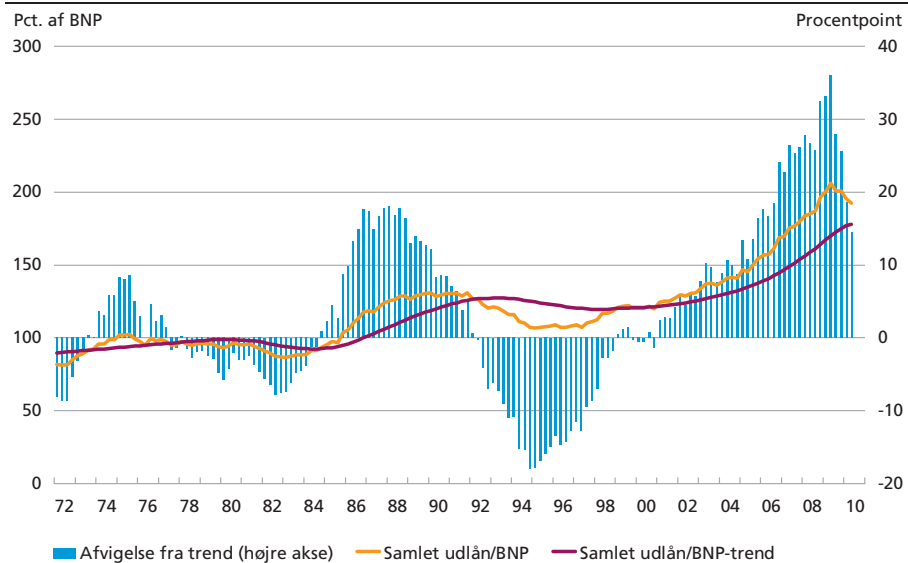
Den modcykliske buffer indføres, når gabet mellem udlån/BNP og trenden heri når et vist niveau. Derved øges den samlede kapitalbuffer i takt med gabets størrelse, indtil det når et vist niveau, hvor den modcykliske buffer når sit højeste på 2,5 pct. af de risikovægtede aktiver.² Ifølge Basel Committee on Banking Supervision (2010a) er det dog ikke tilstrækkeligt alene at fokusere på forholdet mellem udlån og BNP for at

¹ Detken og Smets (2004) viser, at perioder, hvor de samlede udlån i forhold til BNP overstiger et vist niveau, ofte efterfølges af en finansiell opbremsning og konjunkturedgang. Borio og Lowe (2004) viser endvidere, at udviklingen i det samlede udlån i forhold til BNP er den bedste indikator på finansiell ustabilitet. Pedersen og Sørensen (2009) undersøger udviklingen i aktivpriser, gældsætning, finanspolitik og kreditgivning i Danmark i perioden op til den finansielle krise.

² I Baselkomiteens forslag begynder opbygningen af den modcykliske kapitalbuffer, når gabet mellem udlån/BNP og trendniveauet bliver højere end 2 pct., og bufferen når sit maksimale niveau, når gabet når 10 pct.

SAMLET UDLÅN I FORHOLD TIL BNP I DANMARK

Figur 2



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

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

sikre, at bufferen opbygges rettidigt i alle tilfælde, og andre indikatorer skal derfor bidrage til at fastsætte den.

Den modcykliske kapitalbuffer skal frigives, når de systemiske risici igen reduceres, enten fordi de materialiserer sig, eller fordi væksten i udlån i forhold til BNP falder tilbage til trendniveauet uden en krise. Bufferen kan frigives på én gang eller gradvis.

Sanktioner når bufferkravet ikke overholdes

Kapitalbufferen kommer oven i mindstekravet til kapital og et eventuelt yderligere kapitalkrav under den såkaldte søjle 2, der fastsætter det individuelle solvensbehov. Et institut, der opfylder kapitalbufferen, vil have en vis margin ned til kapitalkravet. Bufferen forventes derfor at reducere risikoen for, at instituttet går fra at være "going concern" til at være "gone concern".

Hvis et institut ikke overholder de krav, der fastsættes af kapitalbufferen, bliver det pålagt restriktioner på udlodning af overskud i form af bonus, udbetaling af dividende, aktietilbagekøb mv. Restriktionerne strammes, jo nærmere på kapitalkravet instituttets kapitalnøgletal er, jf. tabel 1. Eksempelvis skal 40 pct. af instituttets indtjening tilbageholdes, når instituttet ligger inden for de øverste 25 pct. af bufferzonen, mens hele indtjeningen skal tilbageholdes, når den befinder sig i den nederste

**MULIG KALIBRERING AF GRÆNSEVÆRDIER FOR SANKTIONER VED
MANGLENDE OVERHOLDELSE AF BUFFERKRAVET**

Tabel 1

Andel hvormed et instituts kapital overstiger kapitalkravet i procent af den samlede krævede kapitalbuffer	Minimumskapitalbevaringsrate (i pct. af indtjening)
0 -25 pct.	100 pct.
25 -50 pct.	80 pct.
50 -75 pct.	60 pct.
75 -100 pct.	40 pct.
Mere end 100 pct.	0 pct.

Anm.: Minimumskapitalbevaringsraten angiver, hvor stor en del af overskuddet, der skal tilbageholdes med henblik på opbygning af kapitalbufferen. Tallene er illustrative og repræsenterer ikke en foreslået kalibrering.

Kilde: Basel Committee on Banking Supervision (2010a).

fjerdedel af bufferzonen. Først når instituttets kapital overstiger bufferkravet, er instituttet fri for udlodningsrestriktioner.

Fra det tidspunkt, hvor et institut ikke lever op til de krav, kapitalbufferen sætter for det, har det 12 måneder til at genoprette kapitalen, før restriktionerne træder i kraft. Denne periode og den gradvis stigende hårdhed af sanktionerne er med til at understrege, at bufferen ikke er et ekstra kapitalkrav, der altid skal være overholdt.

Den modcykliske kapitalbuffer i det enkelte kreditinstitut

Både kapitalkravet og kapitalbufferen gælder for alle kreditinstitutter i systemet. For dem, der kun har aktiviteter i Danmark, vil den modcykliske kapitalbuffer have samme størrelse og være fastsat af de danske myndigheder på baggrund af de systemiske risici i Danmark. For internationalt aktive kreditinstitutter – det gælder både danske med aktiviteter i udlandet og udenlandske med aktiviteter i Danmark – vil bufferen være en sammenvejning af bufferne fastsat i de lande, hvor instituttet har aktiviteter. Det vil sige, at kredit, der gives til låntagere i Danmark, skal vægtes med den buffer, der er fastsat i Danmark, uanset långivers hjemland.

Kapital, der holdes til at dække kapitalbufferen, kan ikke samtidig bruges til at dække de krav, der måtte fastsættes under søjle 2. Hvis høj udlånsvækst i et enkelt institut vurderes at indikere, at det har slækket på kreditpolitikken og påtager sig højere risici, kan Finanstilsynet fastsætte et højere individuelt solvensbehov under søjle 2. Hvis den modcykliske kapitalbuffer samtidig er indført af hensyn til opbygning af systemiske risici, skal instituttet overholde begge krav.

INDIKATORER FOR SYSTEMISKE RISICI I DANMARK

Udgangspunktet for at fastsætte den modcykliske kapitalbuffer er gabet mellem udlån/BNP og trendniveauet for denne brøk. Samtidig er det

nødvendigt at supplere med en række andre indikatorer for at sikre, at bufferen implementeres rettidigt. Sættet af indikatorer skal kunne indikere opbygning og materialisering af systemiske risici (i appendiks er udviklingen i en række supplerende indikatorer illustreret).

Opbygning og materialisering af systemiske risici i form af høje og samtidige kredittab vil typisk relatere sig til korrektionen af en eller anden form for ubalance i aktivværdier (fx på ejendomsmarkedet). Når ubalancerne på et tidspunkt begynder at udlignes, er der risiko for, at kreditinstitutterne får behov for at nedgeare, og kreditlejden vender og derved skaber selvforstærkende tilbageløbseffekter, se fx Geanakoplos (1997) og Kiyotaki og Moore (1997). Det er naturligt at styre den modcykliske buffer ud fra indikatorer, der måler disse ubalancer.

Det er centralt for effektiviteten af bufferen, at fastlæggelsen tager højde for udviklingen i hele det finansielle system og ikke begrænser sig til kreditinstitutternes udlån. Opbygningen af risici kan finde sted mange steder og sprede sig til resten af det finansielle system, fx igennem brandsalg af aktiver, og derved begrænse systemets udlånskapacitet.

Udlån/BNP i forhold til trendniveau

Udgangspunktet for at fastsætte den modcykliske kapitalbuffer er udviklingen i gabet mellem det aggregerede udlån i forhold til BNP og trendudviklingen i denne kvote. I dansk sammenhæng har det været en god indikator for opbygningen af systemiske risici, jf. figur 3. Både op til den nordiske bankkrise i slutningen af 1980'erne og finanskrisen i anden halvdel af 2000'erne – som er de tidspunkter i perioden, hvor det kunne have været relevant at opbygge bufferen – ville den være blevet indført og have nået det maksimale niveau før krisen. Da udlån i forhold til BNP først når ned i nærheden af trendudviklingen relativt sent i kriseforløbene, ville gabet mellem disse have været mindre velegnet som styringsinstrument for at frigive den modcykliske buffer. Det understreger behovet for, at andre indikatorer indgår i fastsættelsen af bufferen.

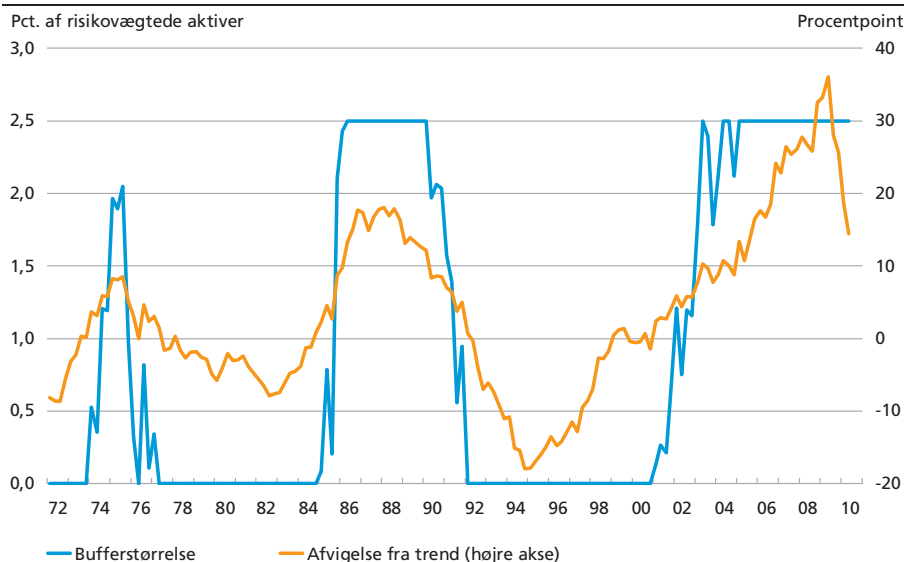
Andre makrobaserede indikatorer

Udviklingen i udlån i forhold til BNP kan opdeles i bidragene fra henholdsvis husholdninger og ikke-finansielle virksomheder. Det kan give et indtryk af bagvedliggende årsager til udviklingen. En anden tilgang til at vurdere opbygningen af systemiske risici er at se på, om kreditinstitutterne har kapital til at modstå en korrektion af aktivpriserne, og om en sådan korrektion er sandsynlig. Opbygningen af en boble i aktivpriserne kan derfor indikere behov for at opbygge den modcykliske kapitalbuffer.

I perioden op til den nuværende krise lå priserne på både aktier, boliger og erhvervsjendomme væsentligt over trendniveauet. For alle ak-

GAB MELLEM AGGREGERET UDLÅN TIL DEN PRIVATE SEKTOR I FORHOLD TIL BNP OG TRENDUDVIKLING OG STØRRELSE AF DEN MODCYKLISKE KAPITALBUFFER

Figur 3



Anm.: Størrelsen af den modcykliske kapitalbuffer er beregnet som $0,3125 (= 2,5 / 8)$ gange afvigelsen fra trendniveauet, når afvigelsen ligger mellem 2 og 10. Når afvigelsen er mindre end 2, er den modcykliske buffer 0, og når afvigelsen er større end 10, er den på 2,5.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

tivklasserne er den største afstand mellem udviklingen og trendniveauet lige før eller i begyndelsen af krisen, jf. figur 5 i appendiks. Det indikerer, at aktivprisernes afvigelse er relevante supplerende indikatorer i forhold til at fastsætte den modcykliske buffer.

Indikatorer fra kreditinstitutternes resultater og balance

Reduktion af rentemarginalerne og hastig udvidelse af balancerne kan indikere overdreven optimisme i kreditinstitutternes kreditpolitik og dermed opbygningen af systemiske risici. Modsat kan stigninger i institutternes nedskrivninger og rentemarginal samt reduktion af balancerne indikere behov for at frigive bufferen. Udviklingen i institutternes gearing kan give en indikation af, hvor robust banksektoren er over for korrektion af aktivpriser. Jo højere gearing, jo mere sårbar over for tab vil sektoren være. Tilsvarende vil sektoren være mere afhængig af markedsfinansiering, jo større indlånsunderskud den har.¹

¹ For det enkelte institut kan et relativt stort indlånsunderskud betyde sårbarhed over for fortsat adgang til at låne på de finansielle markeder, men det kan imidlertid også være udtryk for, at instituttet diversificerer sammensætningen af sin finansiering ved at benytte sig af langsigtet og stabil finansiering på de finansielle markeder. Om det reducerer risikoen for likviditetsproblemer, afhænger af de specifikke karakteristika ved finansieringen. Danmarks Nationalbank (2010) diskuterer pengeinstitutternes likviditet nærmere.

I perioden op til den finansielle krise faldt institutternes rentemarginaler, og den samlede balance steg markant, jf. figur 6 i appendiks. Samtidig steg gearingen, og indlånsunderskuddet steg. I 2. halvår 2008 begyndte rentemarginalerne og særligt nedskrivningerne at stige markant, og balancen begyndte at falde. I forhold til den nuværende krise har indikatorerne været gode forvarsler om både opbygning og materialisering af systemiske risici.

Markedsbaserede indikatorer

Udviklingen i kreditinstitutternes markedsværdi og prisen på kreditbeskyttelse giver information om, hvordan markedsdeltagerne vurderer risiciene i sektoren. Prisfastsættelsen – fx "kurs/indre værdi" – udtrykker markedets forventning til institutternes indtjening, herunder nedskrivninger og tab. Et udtryk for institutternes konkurssandsynligheder kan beregnes på baggrund af deres kapitalforhold og variationen i, hvordan markedet prisfastsætter deres aktiver. Bankaktiernes afkast og fælles varians (samvariation) kan ses som et udtryk for, hvor meget af udviklingen markedet tilskriver forholdene i de enkelte institutter, og hvor meget der tilskrives forholdene i det finansielle system som helhed.

Alle de markedsbaserede indikatorer giver udslag i begyndelsen af krisen og/eller i 2. halvår 2008, jf. figur 7 i appendiks. De er derfor bedst egnede som indikatorer på materialiseringen af systemiske risici.

Indikatorer fra udlånsundersøgelsen

Nationalbankens udlånsundersøgelse er en indikator for, om kreditinstitutterne har ændret kravene til kreditkvalitet. Undersøgelsen bygger på institutternes kreditcheferes kvalitative vurdering af udviklingen i kreditpolitikken. Fald i institutternes udlånsrenter, krav til sikkerhedsstillelse og stigning i institutternes risikovillighed kan indikere opbygning af systemiske risici, og vice versa. Udlånsundersøgelsen har eksisteret siden 4. kvartal 2008 og indeholder derfor ikke udviklingen i perioden op til krisen.¹

Indikatorerne fra undersøgelsen viser en stor stigning i vurderingen af risikoen og et fald i risikovilligheden i 4. kvartal 2008. Samtidig steg udlånsrenterne og kravene til sikkerhedsstillelse. Under den nuværende krise har indikatorerne således været gode indikatorer på behovet for at frigive bufferen.

¹ Lignende undersøgelser fra andre lande har dog vist, at udviklingen i kreditpolitikken er tæt korreleret med bl.a. udlån, forbrug og investeringer, jf. Jensen og Sass (2009).

Diskretion i fastsættelsen af bufferen

Vurderingen af, hvilke indikatorer der signalerer opbygningen af systemiske risici, er baseret på udviklingen de seneste 40 år. Samtidig er det et åbent spørgsmål, hvor relevant det er at bruge historiske sammenhænge til at forudsige fremtidige. Strukturen i økonomien og i det finansielle system udvikler sig over tid. Det gør det svært at identificere uholdbare ubalancer på det tidspunkt, hvor de opbygges, og skelne dem fra strukturelle ændringer i økonomien. Det er derfor svært at forestille sig en indikator, der vil virke i alle tilfælde, og en vis diskretion i fastsættelsen af den modcykliske kapitalbuffer vil være nødvendig. Den kan derfor ikke stå alene, men er et supplement til kapitalkravene og den faste buffer.

DEN MODCYKLISKE KAPITALBUFFER OG KRISEN

Man kan i sagens natur ikke vide med sikkerhed, hvordan den finansielle krise havde udviklet sig – og om den overhovedet var opstået – hvis de kommende regler havde været gældende tidligere. Alligevel kan det bidrage til vurderingen af Basel III-forslaget at kaste et blik på pengeinstitutternes historiske kapitalforhold og sammenholde dem med de nye regler. Der er her ikke taget højde for, at kravene til kernekapitalens kvalitet bliver strammet. Der er heller ikke taget hensyn til eventuelle søjle 2-krav, som kan betyde, at enkelte institutter ville skulle holde mere kapital. Tallene kan derfor bedst ses som en nedre grænse for, hvor meget yderligere kapital institutterne skulle have holdt, hvis de kommende regler havde været gældende i årene forud for finanskrisen. Det er samtidig vigtigt at holde sig for øje, at de adfærdsåndringer, som ændringerne i kapitaldækningsreglerne vil resultere i, ikke er indregnet.

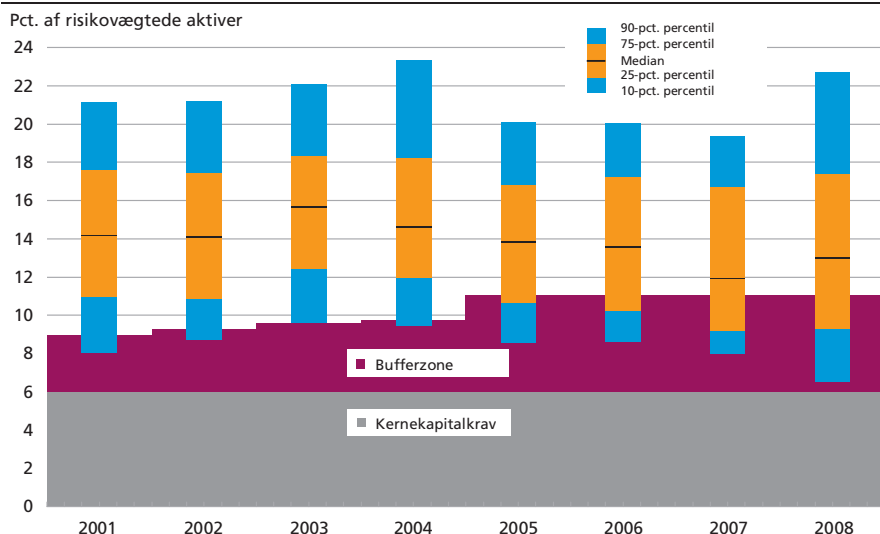
I perioden op til krisen ville en større del af den danske banksektor ikke have opfyldt kravet til kapitalbufferen, jf. figur 4. Fra 2005, hvor bufferen når sin maksimale størrelse, gælder det mere end hvert fjerde pengeinstitut i gruppe 1-3.¹ Ultimo 2007 ville 41 af de 104 institutter have haft behov for yderligere kernekapital for at ligge over bufferen.

Særligt de store og mellemstore pengeinstitutter skulle have holdt mere kapital, end de gjorde i perioden op til krisen. Således havde fire ud af fem institutter i Finanstilsynets gruppe 1 en kernekapitalprocent, der ville have ligget inden for bufferzonen ultimo 2007.² Tilsvarende lå

¹ Grupperingen af pengeinstitutterne er baseret på deres arbejdende kapital. Gruppe 1-3 dækker pengeinstitutterne med en arbejdende kapital på mere end 250 mio. kr. Grupperingen er derfor dynamisk. Her bruges inddelingen ultimo 2007 for alle perioderne (uanset at nogle pengeinstitutter har skiftet gruppering over perioden).

² De fem pengeinstitutter i gruppe 1 ultimo 2007 var Danske Bank, Nordea Bank Danmark, Jyske Bank, Sydbank og FIH Erhvervsbank. Se desuden note 1 til tabel 2 vedrørende overgang fra Basel I til Basel II ultimo 2007.

DANSKE PENGEINSTITUTTERS KERNEKAPITAL I FORHOLD TIL BUFFEREN OP TIL KRISEN

Figur 4
(Revideret)

Anm.: Bankernes kernekapitalprocent er på koncernniveau. Opbygningen af bufferen antages at følge gabet mellem faktisk udlån i forhold til BNP og trenden heri i Danmark, jf. figur 3. Bufferen når sit maksimale niveau i 2005. Der er ikke taget højde for, at nogle pengeinstitutter har udenlandske eksponeringer, hvor bufferkravet ville have været et andet. Der er heller ikke taget hensyn til, at institutternes risikovægtede aktiver dækker andet end krediteksponeringer. Endvidere er der ikke taget højde for, at de nye regler strammer kravene til hvilken kapital, der kan regnes med som kernekapital.

Kilde: Regnskaber og egne beregninger.

kernekapitalprocenten for ni ud af ti institutter i gruppe 2 inden for bufferzonen.

Hvis de store og mellemstore pengeinstitutter som helhed skulle have levet op til de kommende regler, ville det have krævet 41 mia. kr. i ekstra kapital. Det svarer til 25 pct. mere kernekapital. Alternativt skulle sektorens risikovægtede aktiver ikke have været bygget så højt op. Det kunne i givet fald have betydet, at risiciene ikke var blevet helt så høje i perioden op til krisen.

De fem institutter i gruppe 1 skulle samlet have holdt mere end 32 mia. kr. kernekapital yderligere for alle at ligge over bufferzonen, og de ti institutter i gruppe 2 skulle samlet have holdt knap 9 mia. kr. mere, hvis de nye regler havde været indført ultimo 2007, jf. tabel 2.

Et andet interessant spørgsmål er, hvor store tab bufferen kan absorbere, før institutternes kapital ikke længere lever op til lovens minimumskrav. For de fem institutter i gruppe 1 ville bufferzonen have dækket svarende til et "her-og-nu"-tab på knap 78 mia. kr., mens det for de ti gruppe 2-institutter ville have dækket godt 17 mia. kr. Halvdelen af bufferen kan tilskrives den modcykliske kapitalbuffer, der er antaget at

DANSKE PENGEINSTITUTTERS FRIVILLIGE KERNEKAPITALBUFFER,
KONTRAFAKTISKE KAPITALBUFFERE OG ØGET KAPITALBEHOV SOM FØLGE AF Tabel 2
BASEL III, ULTIMO 2007/PRIMO 2008¹ (revideret)

Mio. kr.	Stødpude i forhold til kernekapitalkrav på 4 pct. ²	Modcyklisk kapitalbuffer – 2,5 pct. af RWA ³	Samlet kapitalbuffer – 5 pct. af RWA ⁴	Kapitalmangel til opfyldelse af ny (kerne-) kapitalbuffer ⁵
Gruppe 1				
Danske Bank	45.181	23.862	47.724	21.633
FIH Erhvervsbank	4.032	2.291	4.581	2.382
Jyske Bank	5.599	2.982	5.964	2.751
Nordea Bank Danmark	15.269	8.122	16.244	7.472
Sydbank	4.727	1.583	3.165	-
Gruppe 2				
Alm. Brand Bank	1.129	523	1.045	334
Amagerbanken	1.200	714	1.428	800
Arbejdernes Landsbank	1.598	493	986	-
Fionia Bank	1.073	671	1.341	805
Forstædernes Bank	1.136	789	1.578	1.073
Nykredit Bank	2.573	1.994	3.988	3.010
Roskilde Bank	1.280	1.067	2.134	1.707
Spar Nord Bank	2.357	1.091	2.183	698
Sparbank	1.103	431	862	103
Vestjysk Bank	723	548	1.096	811

Anm.: Beregningerne af stødpuder, den modcykliske kapitalbuffer, kapitalbufferen og pengeinstitutternes kapitalmangel er på koncernniveau. Der er ikke taget højde for, at nogle institutter har udenlandske eksponeringer, hvor bufferkravet ville have været et andet, ligesom der ikke er taget højde for, at institutternes risikovægtede aktiver dækker andet end krediteksponeringer. Tilsvarende er der i beregningen af den frivillige kapitalbuffer ikke taget hensyn til institutternes selskabsrelationer. Nordea Bank Danmark, Alm. Brand Bank og Nykredit Bank er således datterselskaber i henholdsvis Nordea Bank, Alm. Brand og Nykredit. Relationen kan have betydning for institutternes valg af kapitalstruktur.

Kilde: Regnskaber og egne beregninger.

¹ Pr. 1. januar 2008 overgik de danske pengeinstitutter til at opgøre de risikovægtede poster efter Basel II. Overgangen havde størst betydning for de fem IRB-institutter Danske Bank, Jyske Bank, Nordea Bank Danmark, Sydbank og Nykredit Bank. For disse institutter er beregningerne i tabellen baseret på de risikovægtede poster pr. 1. januar 2008 opgjort efter Basel II (uden hensyntagen til overgangsordningen). For øvrige institutter er anvendt de risikovægtede poster pr. 31. december 2007 opgjort efter de dagældende regler (Basel I).

² Institutternes "stødpude i forhold til kernekapitalkrav på 4 pct." er beregnet som forskellen mellem instituttets kernekapital og 4 pct. af instituttets risikovægtede aktiver (svarende til det eksisterende minimumskrav til institutternes kernekapital).

³ "Modcyklisk kapitalbuffer – 2,5 pct. af RWA" er beregnet som 2,5 pct. af hvert instituts risikovægtede aktiver ultimo 2007/primio 2008 svarende til den modcykliske kapitalbuffer, hvis denne havde været fuldt opbygget.

⁴ "Samlet kapitalbuffer – 5 pct. af RWA" er beregnet som 5 pct. af hvert instituts risikovægtede aktiver ultimo 2007/primio 2008 svarende til den samlede kapitalbuffer, hvis den faste del af bufferen havde været fuldt indfaset og den modcykliske kapitalbuffer fuldt opbygget.

⁵ "Kapitalmangel til opfyldelse af ny (kerne-)kapitalbuffer" er beregnet som forskellen mellem 11 pct. af instituttets risikovægtede aktiver – svarende til 6 pct.-kernekapitalkravet og den faste del af kapitalbufferen havde været fuldt indfaset, og at den modcykliske kapitalbuffer havde været fuldt opbygget – og den kernekapital instituttet faktisk holdt ultimo 2007/primio 2008.

have nået sit maksimale niveau på det tidspunkt. Til sammenligning har de fem institutter i gruppe 1 i perioden 2008-09 samlet nedskrevet knap 52 mia. kr. Pengeinstitutterne har samtidig haft indtægter til at absorbere tab, idet deres samlede resultat for perioden er 13 mia. kr.

For fire af de fem største pengeinstitutter ville den lovpligtige kapitalbuffer have oversteget den stødpude i forhold til kernekapitalkravet, som institutterne faktisk holdt, jf. tabel 2. For dem havde kapitalbufferen

repræsenteret en forøgelse af instituttets stødpuder. Hovedparten af de mindre institutter holdt frivilligt en stødpude, der oversteg bufferen.¹

Kravet om bedre kvalitet af kreditinstitutternes ansvarlige kapital og introduktionen af kapitalbufferen sikrer ikke nødvendigvis, at institutter ikke bliver nødlidende og pådrager kreditorer tab. Det er ikke målet med bufferen. Målet er at sikre, at det finansielle system som helhed kan modstå en periode med store nedskrivninger, og at afviklingen af enkelte institutter ikke medfører stress i resten af systemet som følge af frygt for, om systemet som helhed er tilstrækkeligt kapitaliseret til at absorbere tabene. Det er i den optik sandsynligt, at kapitalbufferen ville have mindsket de negative konsekvenser for det øvrige finansielle system, når et institut som fx Roskilde Bank afvikles og pådrager kreditorer tab.

SYSTEMISKE RISICI, BASEL III OG MAKROPRUDENTIEL REGULERING

Basel III-reglerne adresserer systemiske risici dels ved makroprudentiel regulering, der er fast over tid, dels ved makroprudentielle instrumenter, der varierer over tid. Den faste regulering af de systemiske risici er bl.a. krav om bedre kvalitet af kapitalen, en fast kapitalbuffer, krav til kreditinstitutternes gearing, krav om øget brug af centrale modparter og et eventuelt ekstrakrav til kapital for systemiske institutter. Makroprudentiel regulering, der varierer over tid, er et nyt fænomen, og erfaringerne er begrænsede. Effekterne af disse instrumenter bør overvåges og undersøges nærmere, efterhånden som erfaringerne med deres anvendelse høstes. En risikofaktor er, at kapitalbufferen fortrænger den frivillige stødpude, som institutterne tidligere har holdt, og at banksektorens samlede stødpuder ikke forbedres væsentligt.²

For at den modcykliske kapitalbuffer bliver et effektivt makroprudentielt instrument, kræver det, at den bliver implementeret korrekt. En erfaring fra krisen er, at det er svært at identificere og vurdere risici for det finansielle system. Samtidig vil der utvivlsomt opstå politisk pres for ikke at bygge bufferen op i gode tider. Den bør derfor fastsættes af en politisk uafhængig myndighed.

For at bufferen kommer til at fungere, kræver det, at markedet betragter den som en buffer og ikke som et højere kapitalkrav.³ Når et kreditinstitut går ned, sker det ofte med bemærkelsesværdigt store tab,

¹ Formodentligt kan det tilskrives, at de mindre pengeinstitutter har ringere mulighed for at udstede hybride kapitalinstrumenter.

² Det vil i princippet kunne imødegås ved at øge størrelsen af bufferen.

³ Udfordringen er, at sanktionerne for ikke at overholde kapitalbufferen skal være tilstrækkeligt hårde til, at kreditinstitutterne overholder dem, og deres stødpuder øges. Samtidig skal de være tilpas bløde til, at de ikke bliver betragtet som bindende af markedet, så bufferen reelt kan absorbere tab.

jf. fx James (1991), selv om instituttet var tæt på at overholde kapitalkravet. De store tab giver ikke blot tab til instituttets aktionærer, men også til dets kreditorer. Samtidig kan tabene skabe usikkerhed om institutterne i markedet. Hvis bufferen bliver betragtet som et kapitalkrav, vil et institut miste sin likviditetsadgang, allerede når den nærmer sig bufferzonen, og dens samlede stødpuder vil være mindre end forventet. Kapitalbufferen vil i det tilfælde give en falsk følelse af tryghed.

Den modcykliske kapitalbuffer vil gælde for kreditinstitutter, mens mange andre finansielle virksomheder ikke vil blive omfattet af den. Det drejer sig fx om pensionskasser, hedgefonde, mv. En frygt kan være, at bufferen vil være med til at skubbe aktiviteten over i de dele af det finansielle system, der ikke er omfattet af den. Det er derfor vigtigt, at hele det finansielle system overvåges og indarbejdes i den makroprudentielle regulering.

AFSLUTTENDE BEMÆRKNINGER

Ideelt set skal implementeringen af den modcykliske kapitalbuffer være så ensartet som muligt på tværs af landegrænser, da det vil sikre mest mulig gennemsigtighed omkring fastsættelsen af den. Men det er vanskeligt at opstille en indikator, der over tid og på tværs af landegrænser pålideligt har forudsagt finansielle kriser, se fx Drehman mfl. (2010) og Basel Committee on Banking Supervision (2010a). Nogen diskretion vil derfor være nødvendig i forhold til både den nationale fastsættelse og frigivelse af bufferen.

LITTERATUR

Baldvinsson, Cato, Torben Bender, Kim Busck-Nielsen og Flemming Nytoft Rasmussen (2005), *Dansk bankvæsen*, 5. udgave, Forlaget Thomson.

Basel Committee on Banking Supervision (2009), *Strengthening the resilience of the banking sector*, Consultative Document.

Basel Committee on Banking Supervision (2010a), *Countercyclical Capital Buffer Proposal*, Consultative Document.

Basel Committee on Banking Supervision (2010b), *Group of Governors and Heads of supervision announces higher global minimum capital standards*, pressemeddelelse.

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

Danmarks Nationalbank (2010), *Stresstest 2. halvår*.

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

Drehmann, Mathias, Claudio Borio, Leonardo Gambacorta, Gabriel Jiménez og Carlos Trucharte (2010), Countercyclical capital buffers: exploring the options, *BIS Working Papers*, nr. 317.

Geneakoplos, John (1997), Promises promises, i W. Brian Arthur, Steven N. Durlauf og David A. Lane (red.), *The economy as an evolving complex system II*, Addison-Wesley.

James, Christopher (1991), The losses realized in bank failures, *Journal of Finance*, vol. 46, nr. 4.

Jensen, Carina Mosegaard og Tania Al-Zagheer Sass (2009), Nationalbankens udlånsundersøgelse – Ny statistik over ændringer i penge- og realkreditinstitutternes kreditpolitik, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

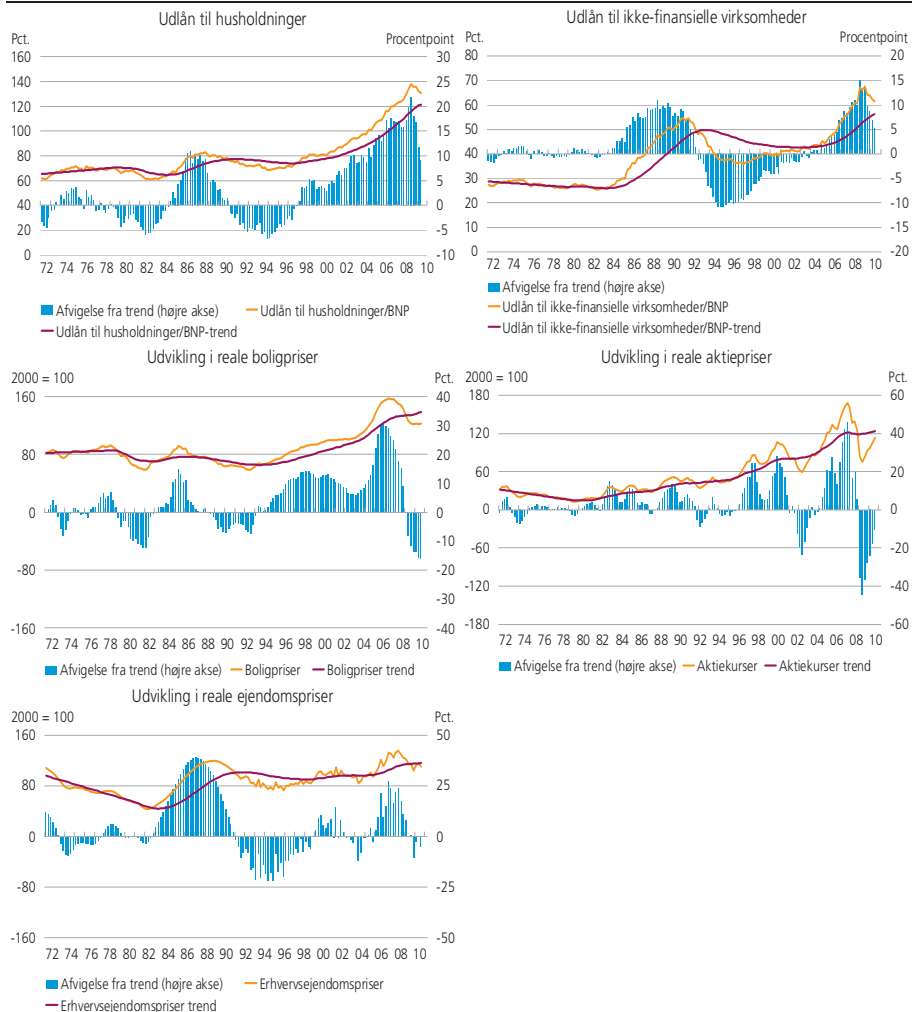
Kiyotaki, Nobuhiro og John Moore (1997), Credit Cycles, *Journal of Political Economy*, vol. 105, nr. 2.

Pedersen, Erik Haller og Søren Vester Sørensen (2009), Konjunktur, aktivpriser og kreditgivning, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

APPENDIKS

ANDRE MAKROBASEREDE INDIKATORER

Figur 5



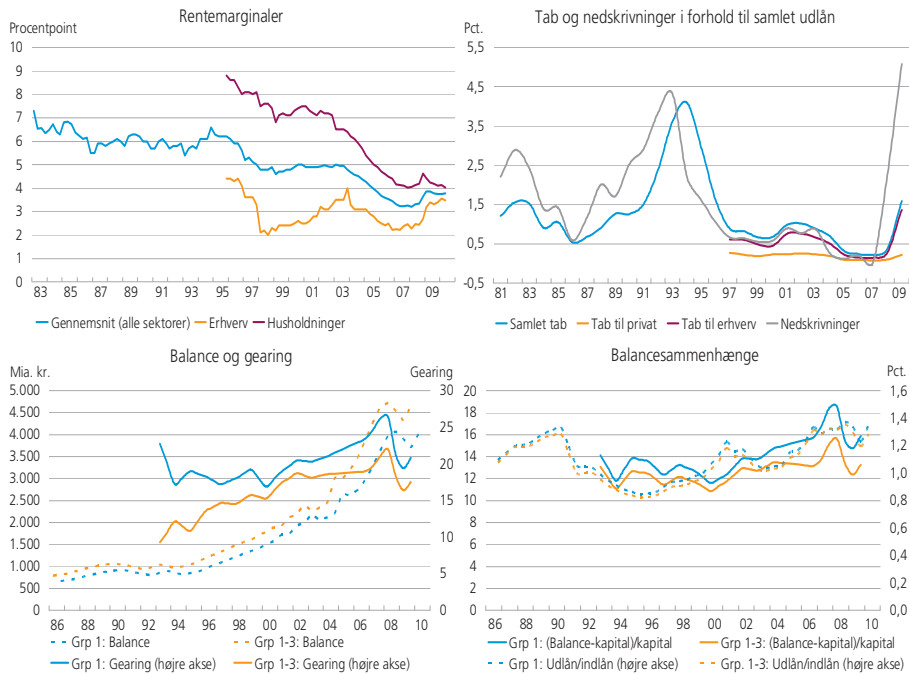
Anm.: Kvartalstal for udlån fra penge- og realkreditinstitutter sat i forhold til BNP. Trend er beregnet rekursivt ved hjælp af et Hodrick-Prescott-filter med en høj udglætningsparameter ($\lambda = 400.000$), jf. Detken og Smets (2004). De første 32 kvartaler anvendes til at initialisere trenden, derefter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

Kvartalstal for prisindeks. Trend er beregnet rekursivt ved hjælp af et Hodrick-Prescott-filter med en høj udglætningsparameter ($\lambda = 400.000$). De første 32 kvartaler anvendes til at initialisere trenden, derefter beregnes den rekursivt ved at tilføje ét kvartal ad gangen.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

BALANCEBASEREDE INDIKATORER

Figur 6

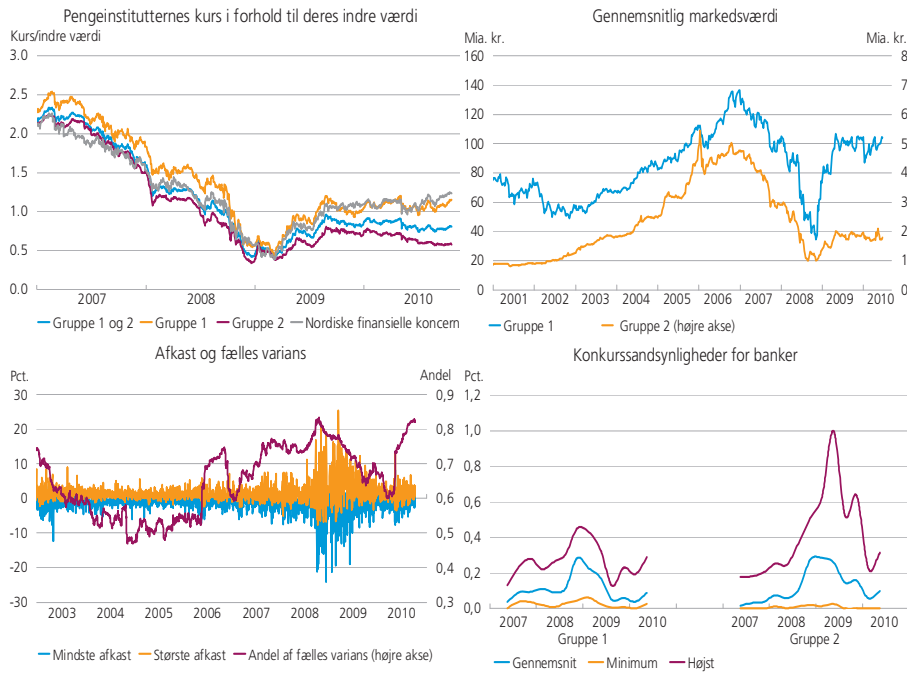


Anm.: De to øverste figurer er baseret på kvartals- og månedstal og de to nederste på halvårstal, hvor halvåret før 2000 er bestemt ved hjælp af lineær interpolation. Gearing er beregnet som den samlede balance i forhold til kernekapitalen.

Kilde: Regnskaber, Finanstilsynet, MFI-statistik, Baldvinsson mfl. (2005) og egne beregninger.

MARKEDSBASEREDE INDIKATORER

Figur 7



Anm.: Pengeinstitutters konkurssandsynlighed er beregnet ved hjælp af formlen

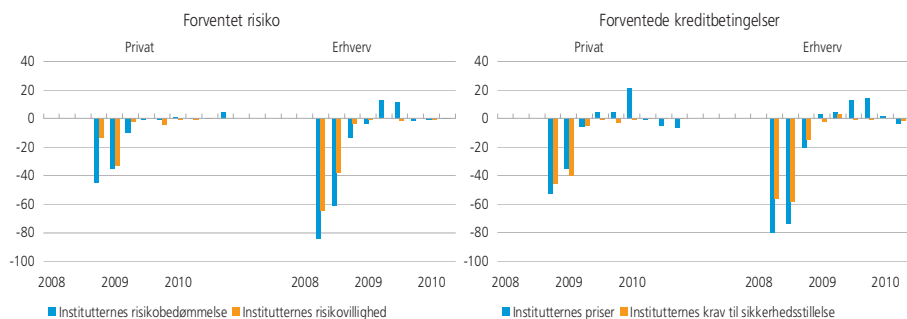
$$PD = \Phi \left(\frac{\ln(\text{indivuel solvens}) - \ln(\text{solvens}) - E(y_g) + \frac{1}{2} \sigma_e^2}{\sigma_e} \right)$$

hvor $E(y_g)$ er trenden i markeds kapitalisering, σ_e^2 er variansen på aktiekursen over de sidste tre måneder, og ρ udtrykker hvert pengeinstituts vægtede følsomhed over for sektorer – dvs. approksimativt korrelationen med markedsfaktoren – set fra udlånsporteføljen. $\Phi(\cdot)$ er den kumulative standardnormalfordeling.

Kilde: Bloomberg, regnskaber og egne beregninger.

INDIKATORER FRA UDLÅNSUNDERSØGELSEN

Figur 8



Anm.: Udlånsundersøgelsen er en interviewbaseret undersøgelse, der baserer sig på svar givet fra en bred vifte af repræsentanter fra den danske finansielle sektor. Tallene for 4. kvartal 2010 baserer sig på den betingede forventning for 4. kvartal givet af institutterne i 3. kvartal 2010.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Valutamarkedet 2010

Maria Sinding-Olsen, StatistiskAfdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Hvert tredje år indsamler Bank for International Settlements, BIS, statistik over omsætningen på valutamarkedene i samarbejde med verdens centralbanker. Den seneste undersøgelse viser, at der på det danske valutamarked i gennemsnit blev handlet valuta for 120 mia. dollar hver bankdag i april 2010, og at omsætningen globalt var 3.981 mia. dollar. Det er den højeste omsætning, siden BIS i 1989 begyndte undersøgelsen. Den mest handlede valuta er dollar efterfulgt af euro. Euroens markedsandel er steget i alle årene siden indførelsen. Fra 2004 til 2007 blev valutahandlen i Danmark fordoblet, og den samlede globale handel steg også markant. De seneste tre år, 2007-10, er omsætningen steget, men dog mere moderat, henholdsvis 24 pct. i Danmark og 20 pct. på verdensplan. I Danmark er størstedelen af stigningen relateret til handler uden likviditetsudveksling. Omsætningen i Danmark steg med 10 pct. i den 3-årige periode, når der ses bort fra handler uden likviditetsudveksling.

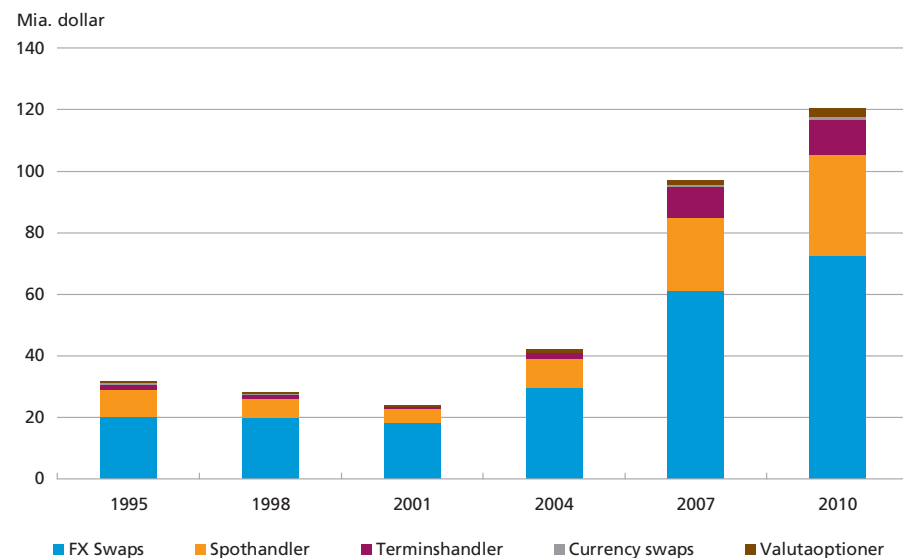
Udviklingen i omsætningen i det globale valutamarked kan bl.a. forklares med, at der er kommet flere deltagere, både finansielle og ikke-finansielle kunder. De teknologiske fremskridt har gjort valutahandel lettere tilgængelig og køb og salg af valuta inden for samme dag (High Frequency Trading) mere udbredt.

Valuta bliver i højere grad set som en selvstændig aktivklasse for institutionelle investorer, og hedgefondenes aktivitet i valutamarkedet er, især globalt, forøget i perioden.

Den samlede omsætning i Danmark på 120 mia. dollar svarer til, at det danske valutamarked med handel i alle valutaer udgør 2,4 pct. af det globale marked og er det niendestørste. I hele undersøgelsens historie har Danmark ligget relativt højt i forhold til økonomiens størrelse. Det beror på en lang tradition for valutahandel i Danmark, og at flere af de nordiske koncernbanker har centraliseret handlen i Danmark.

OMSÆTNING PÅ DET DANSKE VALUTAMARKED PR. BANKDAG I APRIL FORDELT PÅ INSTRUMENTER

Figur 1



Kilde: Danmarks Nationalbank.

UDVIKLINGEN PÅ VALUTAMARKEDET

Omsætningen på valutamarkedet er opdelt i spothandler og fire afledte valutainstrumenter, jf. boks 1 og figur 1. FX swaps udgør 60 pct. af omsætningen og er dermed det dominerende instrument. Omsætningen i FX swaps i Danmark var 11 pct. højere i 2010 end i 2007, mens den globalt blot steg med 3 pct. efter lidt mere end en fordobling fra 2004 til 2007. I 2010 var 62 pct. af omsætningen i FX swaps i Danmark med løbetid under syv dage, mod 76 pct. i 2007.

FX swaps benyttes bl.a. til daglig likviditetsstyring og til at afdække valutakursrisiko. Væksten i omsætningen på det danske marked siden 2001 relaterer sig derfor bl.a. til pengeinstitutternes likviditetsstyring. Samtidig har finanskrisen synliggjort et behov hos investorer for at afdække flere risici, herunder modpartsrisiko. FX swaps kan ses som et lån i én valuta med sikkerhed i en anden valuta. De er derfor i stigende grad blevet benyttet som sikret likviditet under finanskrisen.

Med en daglig omsætning på 33 mia. dollar udgør spothandler den næststørste del af valutamarkedet i Danmark. De har bidraget meget til væksten i valutamarkedet i de seneste tre år, både på verdensplan og i Danmark. Det skal ses i lyset af, at undersøgelserne i 2007 og 2010 også inkluderer handler, hvor der ikke udveksles likviditet på opgørelsesdagen. I den type handler bliver kun forskellen mellem kursen på handels-

OPLYSNINGER OM DEN INTERNATIONALE UNDERSØGELSE

Boks 1

Den internationale undersøgelse har i 2010 omfattet de største markedsaktører i 53 lande. Den danske del har omfattet seks pengeinstitutter, der skønnes at have over 95 pct. af omsætningen af de valuta- og derivatprodukter, som er omfattet af undersøgelsen.

Valutahandlen henføres til det land, som handelsbordet er placeret i. Sammenligning mellem de enkelte landes undersøgelser kan derfor påvirkes af, at koncerninterne aktiviteter flyttes.

Undersøgelsen omfatter alene handler, der er indgået og afviklet direkte mellem to parter (såkaldte OTC-kontrakter) og omfatter således ikke handler på børsen. Alle indberettede handler er indgået af pengeinstitutternes enheder i Danmark og inkluderer koncerninterne handler indgået på markedsmæssige vilkår.

Alle tal for Danmark er korrigeret for, at handler mellem to danske rapporterende institutter er indberettet to gange, én fra hver modpart. Alle tal for det samlede globale marked er korrigeret for, at handler med både indenlandske og udenlandske rapporterende institutter er indberettet to gange, én gang for hver modpart, medmindre andet er angivet. Omsætningen bliver opgjort som den nominelle eller notio-nelle værdi af alle handler og kontrakter på alle bankdage i april 2010.

Resultaterne er angivet i milliarder dollar for at sikre sammenlignelighed mellem de nationale undersøgelser. Det betyder, at valutakursen på indberetningstidspunktet har betydning for den samlede omsætning. Således vil to ens kontrakter i kroner mod yen i 2007 og 2010 indgå forskelligt i undersøgelsen afhængigt af gældende valutakurser. Derfor fås et mere korrekt billede af udviklingen, hvis man korrigerer for udviklingen i valutakurserne. Fra 2007-10 har den generelle kursudvikling imidlertid ikke haft den store indflydelse på omsætningen.

Omsætningen er for alle kontrakter fordelt på valuta og modpart og for terminshandler og FX swaps desuden på oprindelig løbetid. Omsætningen fordeles på de tre modpartskategorier "andre rapporterende institutioner", "andre finansielle institutioner" og "ikke-finansielle kunder". For hver kategori skelnes desuden mellem, om modparten er beliggende i Danmark eller udlandet.

I modsætning til tidligere undersøgelser indgår der i 2007 og 2010 også valutahandler (spothandler, terminshandler og currency swaps), hvori der ikke er udveksling af likviditet på opgørelsesdagen. I stedet for reel udveksling af likviditet udveksles kun differencen mellem kursen på handelsdagen og kursen på valørdagen. SAXO Banks handler falder ind under denne kategori, og banken har derfor leveret data til undersøgelsen i 2010 og til revision af undersøgelsen i 2007. I 2004 og tilbage er handlerne ikke inkluderet. I 2010 var SAXO Banks daglige omsætning på valutamarkedet 23 mia. dollar mod 9 mia. dollar i 2007.

Som supplerende information til undersøgelsen har markedsdeltagerne samlet set angivet, at omsætningen i april 2010 var "normal".

Følgende instrumenter er anvendt i undersøgelsen af valutamarkedet:

- Spothandel: Valutahandel med afvikling senest to bankdage efter aftalens indgåelse.
- Terminshandel: Valutahandel med afvikling senere end to bankdage efter aftalens indgåelse.
- FX swap: Forretning, som kombinerer en spothandel med en modgående terminshandel.

FORTSAT	Boks 1
• Currency swap: En forretning, som indebærer et løbende bytte af rentebetalinger og hovedstole i forskellige valutaer. • Valutaoption: En forretning, som giver den ene part ret, men ikke pligt, til at købe eller sælge et valutabeløb på et fremtidigt tidspunkt til en aftalt kurs. Resultaterne af den globale undersøgelse findes på BIS' hjemmeside, http://www.bis.org/publ/rpfx10.htm. Her er også yderligere information om kilder og metoder (Statistical notes).	

dagen og valørdagen udvekslet. Omsætningen i denne type handler er årsag til, at spothandlerne i Danmark er steget, mens omsætningen i spothandler med likviditetsudveksling på valørdagen faldt fra 2007 til 2010. Handlerne kan både benyttes som afdækning af valutapositioner og til at spekulere i udviklingen i valutakurser. Det er billigere for kunder at handle uden likviditetsudveksling, da afviklingsomkostningerne er lavere, og det stiller lavere krav til likviditetsbeholdningen.

Endelig indgår terminsforretninger, currency swaps og valutaoptioner i undersøgelsen. Omsætningen i terminsforretninger er steget med 10 pct., mens currency swaps og valutaoptioner har oplevet den relativt største fremgang. Omsætningen i disse er dog stadig meget begrænset i forhold FX swaps, spothandler og terminsforretninger.

GEOGRAFISK PLACERING AF VALUTAMARKEDET

Det største valutamarked er i Storbritannien, hvor der i april 2010 blev omsat for 1.854 mia. dollar pr. bankdag, jf. tabel 1. Storbritanniens andel af valutahandlen er vokset i de seneste år og udgør nu 37 pct. af det globale marked. Det skyldes bl.a., at store internationale banker ofte vælger at placere deres valutahandelsbord i London. Det danske marked har historisk set været stort i forhold til den danske økonomis størrelse og er det stadig. Fra 2001 til 2010 steg omsætningen i Danmark mere end globalt, jf. figur 2.

Omsætningen på det danske marked er også større end i de andre nordiske lande. Årsagen er bl.a., at de nordiske bankers valutahandel er centraliseret i Danmark, hvilket til dels beror på en større tradition for valutahandel herhjemme. Derudover er det danske kapitalmarked veludviklet, især med et stort og likvidt realkreditmarked, der har international interesse. Det kan også bidrage til det danske valutamarkeds forholdsvis store betydning.

OMSÆTNING PR. BANKDAG I APRIL PÅ DE 20 STØRSTE MARKEDER

Tabel 1

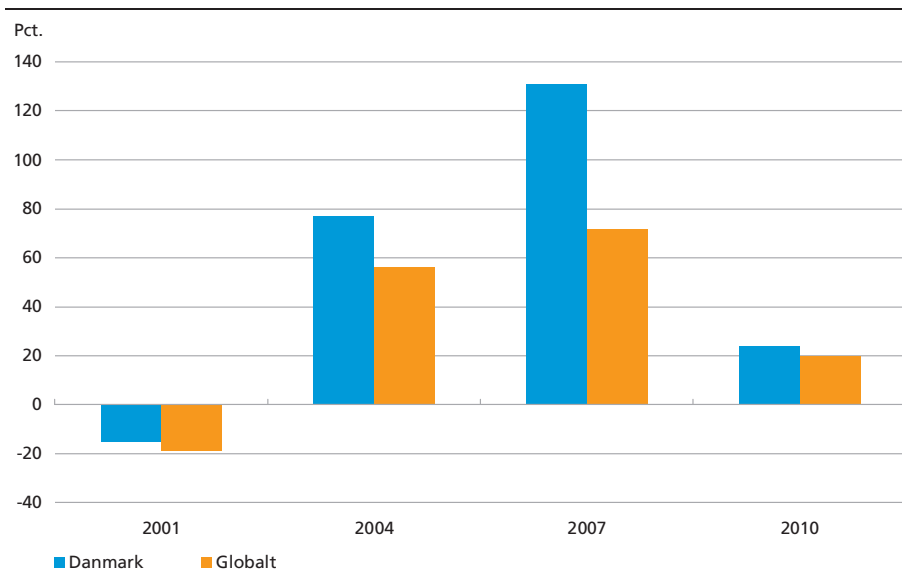
	1998		2004		2010	
	Mia. dollar	Andel i pct.	Mia. dollar	Andel i pct.	Mia. dollar	Andel i pct.
Storbritannien	685	32,6	835	32,0	1.854	36,7
USA	383	18,3	499	19,1	904	17,9
Euroområdet			339	13	472	9,0
Heraf:						
Frankrig	77	3,7	67	2,6	152	3,0
Tyskland	100	4,7	120	4,6	109	2,1
Luxembourg	23	1,1	15	0,6	33	0,7
Belgien	27	1,3	21	0,8	33	0,6
Finland	4	0,2	2	0,1	31	0,6
Spanien	20	1,0	14	0,5	29	0,6
Italien	29	1,4	24	0,9	29	0,6
Japan	146	7,0	207	8,0	312	6,2
Singapore	145	6,9	134	5,1	266	5,3
Schweiz	92	4,4	85	3,3	263	5,2
Hong Kong SAR	80	3,8	106	4,1	238	4,7
Australien	48	2,3	107	4,1	192	3,8
Danmark	28	1,3	42	1,6	120	2,4
Canada	38	1,8	59	2,3	62	1,2
Sverige	16	0,8	32	1,2	45	0,9
Korea	4	0,2	21	0,8	44	0,9
Rusland	7	0,3	30	1,1	42	0,8
Indien	2	0,1	7	0,3	27	0,5

Anm: Omsætningen er i alle lande korrigeret for indenlandsk dobbelttælling af handler mellem to rapporterende institutter, men ikke for dobbelttælling af handler mellem to rapporterende institutter fra to forskellige lande, jf. boks 1.

Kilde: BIS (2010).

3-ÅRIGE VÆKSTRATER I DEN SAMLEDE OMSÆTNING PÅ VALUTAMARKEDET I DANMARK OG GLOBALT

Figur 2



Kilde: BIS (2010).

VALUTAFORDELING AF HANDLER I DANMARK OG GLOBALT

Tabel 2

	Danmark				Globalt	
	2007		2010		2007	2010
	Mia. dollar	Pct.	Mia. dollar	Pct.	Pct.	Pct.
Dollar	72,1	74	85,8	71	86	85
Euro	45,9	47	68,1	57	37	39
Svenske kroner	16,5	17	21,3	18	3	2
Danske kroner	24,1	25	20,8	17	1	1
Schweizerfranc	9,5	10	16	13	7	6
Britiske pund	5,8	6	8,9	7	15	13
Norske kroner	10,1	10	7,4	6	1	1
Yen	5,3	5	6,6	6	17	19
Øvrige	4,6	5	4,5	5	33	34

Anm.: Da valutaerne indgår i par, vil fx danske kroner mod dollar tælle med i både "Danske kroner" og "Dollar". Derfor summer omsætningen fordelt på valuta til 200 pct. Valutaerne er sorteret efter andele i Danmark i 2010.

Kilde: BIS (2010).

OMSÆTNINGEN FORDELT PÅ VALUTAER

Der er flest handler i dollar og euro, både i Danmark og på verdensplan, jf. tabel 2. Euro har vundet markedsandele i alle årene siden dens introduktion.

Danmarks geografiske placering og økonomiske relationer spiller en rolle for, hvilke valutaer der primært bliver omsat. Danske kroner udgør naturligt en stor andel af omsætningen, men også euroens andel er større i Danmark end globalt. Likviditeten i de forskellige valutainstrumenter er større i euro end i danske kroner. På grund af fastkurspolitikken over for euro kan en FX swap i dollar/euro, der er meget likvid, bruges til afdækning af valutakursrisiko i stedet for en dollar/kroner, der er mindre likvid. Det forøger omsætningen i euro i Danmark.

Endelig er andelen af handler med svenske og norske kroner væsentligt større i Danmark end globalt.

BIDRAG TIL UDVIKLINGEN PÅ VALUTAMARKEDET

Flere faktorer bidrager til at forklare den stigende valutaomsætning. I de seneste år har især teknologiske fremskridt og fortsat globalisering påvirket den.

Teknologiske fremskridt spiller en væsentlig rolle

Det bliver stadig lettere for banker, virksomheder og private at handle valuta. Den kortere vej til markedet via fx online-handelsplatforme og højfrekvent handel bidrager til, at der bliver handlet mere valuta, både

af mindre og større aktører. De danske markedsdeltagere fremhæver, at især investeringer i it-platforme med bredere adgang for både engros- og detaildeltagere bidrager til udviklingen på det danske marked.

BIS angiver, at det globale marked er påvirket af, at især hedgefonde i stigende grad benytter højfrekvent handel, som forøger omsætningen. Højfrekvent handel er baseret på avancerede computeralgoritmer, som udnytter arbitragemuligheder i valutakurserne. Handlerne bliver eksekveret på baggrund af foruddefinerede modeller og har med den høje frekvens væsentlig indflydelse på den samlede omsætning på det globale valutamarked.

Flere handler bliver nu afviklet gennem CLS (Continuous Linked Settlements), jf. figur 3. Systemet anvendes primært af banker og investeringsforeninger til at afvikle forskellige typer af valutahandler, herunder spothandler, terminsforretninger og FX swaps. Systemet mindsker modpartsrisikoen ved afviklingen, da de to ben i valutahandlen afvikles samtidigt. Den større sikkerhed gør det generelt mere attraktivt for banker og investeringsforeninger at handle på valutamarkedet. Antallet af indirekte deltagere¹ i systemet er steget markant og er nu oppe på mere end 9.000, mod ca. 2.000 i 2007, jf. figur 3.

Udviklingen i kurser påvirker omsætningen

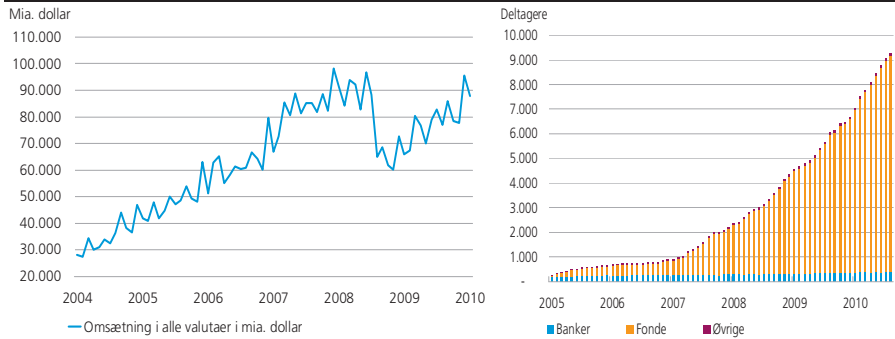
Markedsdeltagerne angiver, at der er en positiv sammenhæng mellem volatiliteten i valutakurser og omsætningen på valutamarkedet. Det mest omsatte valutarpar i den globale undersøgelse er dollar/euro. De daglige udsving i valutakursen var højere i februar-april 2010 end i februar-april i 2007, jf. figur 4. Den øgede volatilitet kan have haft positiv indflydelse på omsætningen i 2010-undersøgelsen i forhold til 2007, da øget volatilitet giver mulighed for større afkast.

Markedsdeltagere anfører derudover, at udviklingen på aktie- og kapitalmarkederne påvirker omsætningen i valutamarkedet. Stabilt stigende aktie- og obligationsmarkeder kan lede til øget valutahandel, da flere investorer tiltrækkes, samtidig med at de eksisterende får flere midler at handle for. Stigende kurser kan derudover medføre, at institutionelle investorer oftere skal rebalancere valutaeksponeringen over for et benchmark.

¹ Indirekte deltagere er deltagere, som både indberetter og afvikler deres valutahandel via de direkte deltagere. De direkte deltagere er typisk de store internationale banker.

**BRUTTOVÆRDIEN AF GLOBALE VALUTAHANDLER AFVIKLET VIA CLS –
OG ANTALLET AF INDIREKTE DELTAGERE**

Figur 3



Anm.: Figuren viser omsætningen pr. måned og ikke pr. bankdag. Ved opgørelsen af bruttoværdien af de afviklede handler tæller FX spot og terminsforretninger dobbelt og FX swaps tæller firedobbelt, da hvert ben i en forretning medfører hver sin betalingsinstruks. Data for november 2004 og februar 2005 er justeret for to ekstreme observationer. Bruttoværdien af de afviklede handler i CLS kan ikke sammenlignes direkte med omsætningstallene fra BIS' undersøgelsen, idet der bl.a. kan være forskel i den geografiske opgørelse og typen af instrumenter.

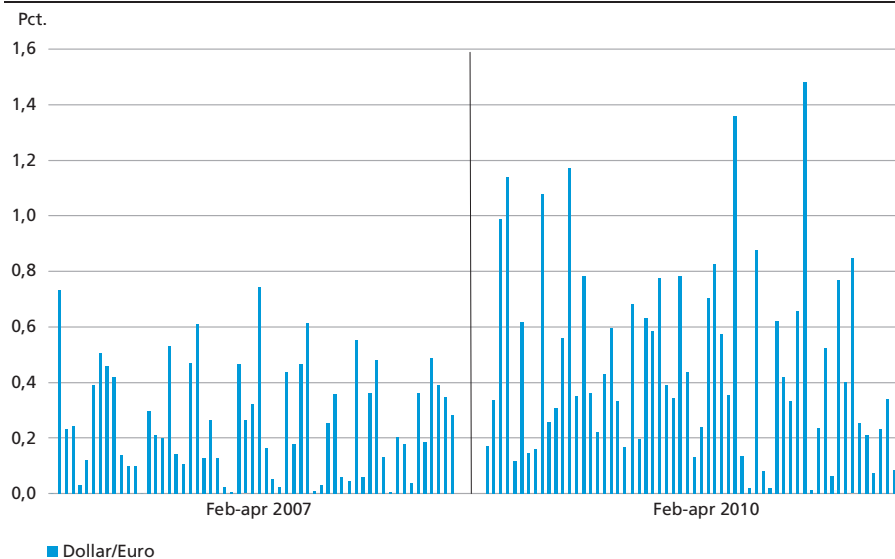
Kilde: CLS Bank International.

Valutaomsætningens sammenhæng med internationalisering

Grænseoverskridende handel med aktiver giver naturligvis omsætning i valutamarkedet. Danmarks samlede aktiver og passiver over for udlandet er steget væsentligt siden undersøgelsen i 2007, jf. figur 5. Aktiverne over for udlandet udgjorde 3.503 mia. kr. ved udgangen af 1. kvartal

NUMERISK DAG TIL DAG-ÆNDRING I DOLLAR/EURO-KURSEN

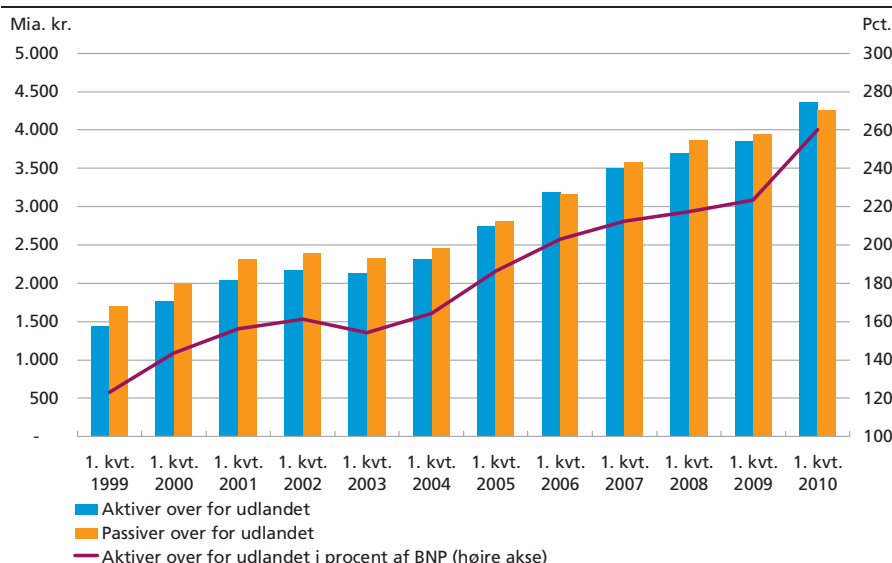
Figur 4



Kilde: Danmarks Nationalbank.

DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER OVER FOR UDLANDET

Figur 5



Anm.: BNP er angivet som årlig BNP. Data er vist pr. ultimo 1. kvartal hvert år.

Kilde: Danmarks Nationalbank og Danmarks Statistik.

2007, mens de ved udgangen af 1. kvartal 2010 var 4.361 mia. kr.¹. På aktivsiden, som primært er i fremmed valuta, er især direkte investeringer og danskernes beholdning af udenlandske obligationer steget. Begge komponenter kan bidrage lidt til at øge omsætningen i valutamarkedet. Bidraget kan både komme fra et initialt behov for valuta via spothandler ved erhvervelse af aktivet/passivet, men også efterfølgende som løbende afdækning af valutakursrisikoen. Afdækning af aktiver og passiver i fremmed valuta leder til mere end én valutahandel. Fx kan en investor indgå en FX swap med en bank, som herefter indgår en modsatrettet swap med en anden bank, som igen har en modpart med et modsatrettet behov for afdækning.

Stigningen i aktiver og passiver over for udlandet viser, at der fortsat finder en øget internationalisering sted, som kan øge omsætningen i valutamarkedet.

Omkring 40 pct. af Danmarks aktiver og passiver over for udlandet består i danskeres porteføljeinvesteringer i udlandet og udlændinges porteføljeinvesteringer i Danmark. Grænseoverskridende handel med værdipapirer giver omsætning i valutamarkedet.

I april 2010 var omsætningen på det danske værdipapirmarked 2.830 mia. kr., eller 157 mia. kr. pr. bankdag. Udlandet stod for 23 pct. af handlen svarende til 36 mia. kr. pr. bankdag.² Udlændinges handel med

¹ Kilde: Danmarks Nationalbank.

² Kilde: VP Securities A/S.

danske værdipapirer og danskeres handel med udenlandske værdipapirer giver et væsentligt bidrag til omsætningen på valutamarkedet.

Grænseoverskridende handel med værdipapirer spiller altså en stor rolle for omsætningen på valutamarkedet, mens handel med varer og tjenester kun påvirker omsætningen lidt. I april 2010 blev der i Danmark importeret varer og tjenester for 35,7 mia. kr. og eksporteret for 42 mia. kr.¹ Den daglige omsætning på valutamarkedet var som nævnt 120 mia. dollar, altså mange gange større end udenrigshandlen.

LITTERATUR

Bank for International Settlements (2010), *Triennial Central Bank Survey: Foreign exchange and derivatives market activity in April 2010 – Preliminary results*.

Danmarks Nationalbank (2010), Undersøgelse af omsætningen på det danske valuta- og derivatmarked i april 2010, *Finansiel statistik*, Særlig opgørelse, 1. september.

Egstrup, Rune og Birgitte Damm Fischer (2007), Valuta- og derivatmarkederne i 2007, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Galati, Gabrielle og Alexandra Heath (2007), What drives the growth in FX activity? Interpreting the 2007 triennial survey, *Bank for International Settlements Quarterly Review*, December 2007.

¹ Kilde: Danmarks Statistik.

IMF's kvote- og styrelsesreform 2010

Helene Kronholm Bohn-Jespersen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Efter politisk enighed på mødet blandt G20-gruppens centralbankchefer og finansministre 22.-23. oktober 2010 vedtog Den Internationale Valutafonds, IMF's, bestyrelse den 5. november 2010 en kvote- og styrelsesreform.¹ Det er den mest grundlæggende reform af IMF, siden institutionen blev oprettet efter 2. Verdenskrig. Formålet er at øge fondens legitimitet og effektivitet samt modernisere fonden, så den bedre afspejler verdensøkonomiens behov og sammensætning.

Reformen medfører langt større indflydelse for de toneangivende vækstøkonomier, mens især mindre lande vil miste terræn. Reformen træder i kraft, når den er godkendt af IMF's repræsentantskab. Der sigtes på at have den på plads i forbindelse med IMF's og Verdensbankens årsmøder i Egypten i 2012.

HOVEDELEMENTER I REFORMEN²

Hovedelementerne i reformen vedrører kvoternes størrelse og fordeling samt bestyrelsens størrelse og sammensætning.

Størrelsen af IMF's samlede kvotemidler

IMF's lån til medlemslande i vanskeligheder finansieres hovedsageligt af fondens kvotemidler, som indbetales af medlemslandenes valutareserver. Reformen vil medføre en fordobling af IMF's samlede kvotemidler til i alt 476,8 mia. SDR (svarende til ca. 4.050 mia. kr.), hvilket også inkluderer kvoteforhøjelserne fra kvote- og stemmereformen fra 2008³. Fordoblingen af kvoterne skal være med til at fastholde IMF som en kvote-baseret institution og dermed mindske afhængigheden af lånte resurser.

¹ G20-kommunikéer findes på www.imf.org/external/np/g20/. IMF's pressemeddelelse med bestyrelsens vedtagelse af reformen kan ses på www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2010/NEW110510B.htm

² Det samlede forslag godkendt af bestyrelsen 5. november 2010 er beskrevet i IMF-papiret "IMF Quota and Governance Reform Elements of an Agreement" af 31. oktober 2010.

³ 2008-reformen inkluderer en ny formel for beregning af kvoterne, en anden runde af ad hoc kvoteforøgelse (efter første runde vedtaget i Singapore 2006) baseret på den nye kvoteformel, en tredobling af basisstemmerne, der vil øge små landes – ikke mindst lavindkomstlandenes – stemmeandel, og at de to afrikanske bestyrelsesmedlemmer hver kan udpege en ekstra stedfortrædende eksekutivdirektør.

Hvert medlemsland er tildelt en kvote baseret på landets relative position i verdensøkonomien, åbenhed, variabilitet af eksportindtægter og valutareservernes størrelse.¹ Kvoten er bestemmende for landets finansielle forpligtelser over for IMF, dets stemmeandel, og dets adgang til IMF-finansiering.

I forbindelse med kvoteforhøjelsen vil størrelsen af det bilaterale lånearrangement New Arrangements to Borrow, NAB, blive vurderet senest i november 2011 med henblik på en tilsvarende reduktion. NAB er et lånearrangement mellem IMF og en gruppe af medlemmer, herunder Nationalbanken, som har givet tilsagn om at stille yderligere låneresurser til rådighed for IMF.² Som følge af den finansielle og økonomiske krise er der truffet aftale om at udvide NAB fra 34 mia. SDR til 367,5 mia. SDR. Udvidelsen ventes at træde i kraft i løbet af 1. halvår 2011. Når kvote- og styrelsesreformen træder i kraft, vil udvidelsen af NAB-ordningen altså delvis skulle reverseres.

Fordelingen af kvoterne

Reformen vil medføre et kvoteskift på 6,2 procentpoint fra overrepræsenterede til underrepræsenterede medlemslande samt et skift til underrepræsenterede vækstøkonomier og lavindkomstlande på 5,7 procentpoint.³ Fordelingen af kvoteforhøjelsen sker for 60 pct.'s vedkommende på baggrund af IMF's kvoteformel fra 2008, mens den resterende del fordeles efter en lang række ad hoc-indikatorer. Ad hoc-tildelingerne bygger bl.a. på en beregning af, hvilke medlemslande der er underrepræsenteret målt ud fra en blandet BNP-variabel bestående af 60 pct. af bruttonationalproduktet, BNP, i markedspriser og 40 pct. af det købekraftsjusterede BNP. Disse lande vil være berettiget til en ad hoc-forhøjelse af kvoten, dog med visse forbehold. Som yderligere bidrag til omfordelingen af kvoterne vil alle såkaldte avancerede økonomier frivilligt afstå 1,35 pct. (1,37 pct. for G20's avancerede medlemmer) af deres kvote.

For den nordisk-baltiske valgkreds, som Danmark er en del af, vil reformen samlet set betyde en mindre nedgang i kvoteandelen, se tabel 1. Valgkredsen vil efter reformen have en samlet kvoteandel på 3,23 pct. mod de nuværende 3,42 pct. af IMF's samlede kvote. En del af reduktionen kan tilskrives, at den danske kvoteandel reduceres til 0,72 pct. fra 0,76 pct. Danmark vil sammen med de tre øvrige store nordiske lande gå

¹ En nærmere beskrivelse af kvotesystemet inkl. 2008-reformen findes i Helene Kronholm Bohn-Jespersen, IMF under forandring, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2008.

² Se www.imf.org/external/np/exr/facts/gabnab.htm for en uddybelse af NAB. En nærmere beskrivelse af Danmarks forpligtelser over for IMF findes i Thomas Krabbe Jensen og Søren Vester Sørensen, Nationalbankens finansielle mellemværender med Den Internationale Valutafond, IMF, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2009.

³ Tallene er fra IMF's nye kvotetabeller, som kan findes på www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2010/NEW110510B.htm

KVOTEFORDELING I NORDISK-BALTISK VALGKREDS

Tabel 1

Pct.	Beregnet kvote	Kvot 15. nov. 2010	Kvot efter 2010-reformen
Sverige	0,94	1,10	0,93
Danmark	0,73	0,76	0,72
Norge	0,81	0,77	0,79
Finland	0,51	0,58	0,51
Litauen	0,11	0,07	0,09
Letland	0,09	0,06	0,07
Island	0,10	0,05	0,07
Estland	0,07	0,03	0,05
Total	3,37	3,42	3,23

Anm.: De beregnede kvoter angiver kvoterne ifølge IMF's kvoteformel fra 2008. Kvoterne efter 2010-reformen omfatter ad hoc-forhøjelser til 54 medlemslande, der endnu ikke er effektueret.

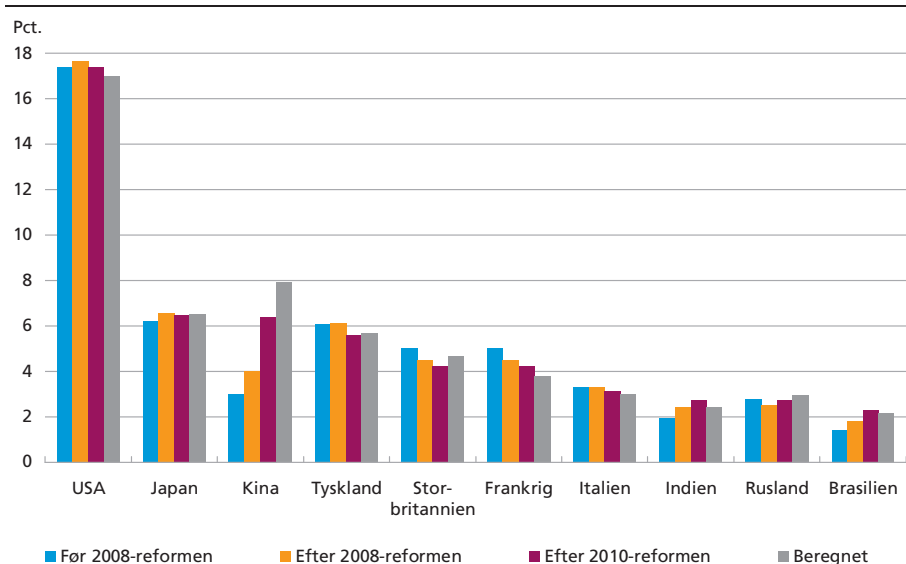
Kilde: IMF.

fra at være lidt overrepræsenteret til at være en anelse underrepræsenteret i forhold til kvoteformlen fra 2008. De baltiske lande vil alle få en forøgelse af deres kvoteandel, men dog forholdsvis langt mindre end de store vækstøkonomier.

De ti største aktionærer i IMF vil efter reformen være USA, Japan, Kina, Tyskland, Storbritannien, Frankrig, Italien, Indien, Rusland og Brasilien, jf. figur 1. BRIK-landene (Brasilien, Rusland, Indien og Kina) vil såle-

DE TI STØRSTE MEDLEMSLANDES KVOTEUDVIKLING

Figur 1



Anm.: De beregnede kvoter angiver kvoterne ifølge IMF's kvoteformel fra 2008. Kvoterne efter 2010-reformen omfatter ad hoc-forhøjelser til 54 medlemslande, der endnu ikke er effektueret.

Kilde: IMF.

des alle tilhøre denne gruppe. BRIK-landene er blandt de medlemslande, der har opnået markante kvoteforhøjelser siden 2008.

IMF's lavindkomstmedlemmer beskyttes mod, at deres individuelle stemmeandele, som de blev tildelt i medfør af 2008-reformen, reduceres. Det gælder for medlemslande, som er berettiget til lån fra IMF's Poverty Reduction and Growth Trust, PRGT, og hvis indkomst pr. indbygger er under International Development Association's nedre grænse på 1.135 dollar i 2008 (det dobbelte beløb gælder for "små" lande). Definitionen dækker over 49 medlemslande og Zimbabwe, som ikke på nuværende tidspunkt er berettiget til lån fra PRGT.

Det skal være en løbende proces at tilpasse fordelingen af IMF's kvoter, så fordelingen til enhver tid afspejler ændringer i verdensøkonomien. IMF's kvoteformel skal gennemgå en omfattende revision inden januar 2013, og den næste almene kvotegennemgang vil blive fremrykket ca. to år til januar 2014.

Bestyrelsens størrelse

Bestyrelsen vil ikke blive reduceret som resultat af reformen, selv om bl.a. USA tidligere har udtrykt ønske om en mindre bestyrelse. Bestyrelsen blev i 1992 udvidet til 24 medlemmer mod tidligere 20 for at imødekomme tilgangen af nye medlemslande, herunder fra det tidligere Sovjetunionen. Udvidelsen er dog ikke indskrevet i IMF's vedtægter (Articles of Agreement) og er dermed ikke permanent. IMF's repræsentantskab har derfor siden 1992 skullet godkende, at bestyrelsen forsat skulle være udvidet til 24 medlemmer, i forbindelse med de ordinære valg af bestyrelsen, som normalt har fundet sted hvert andet år pr. 1. november. Den nuværende reform indeholder en politisk, men ikke juridisk bindende forpligtelse blandt medlemmerne til i fremtiden at bevare bestyrelsens størrelse på 24. Bestyrelsens sammensætning vil desuden blive revurderet hvert ottende år, efter at kvotereformen er trådt i kraft.

Valgkredse bestående af syv eller flere lande vil have mulighed for at udnævne en ekstra stedfortrædende eksekutivdirektør ved det førstkommande bestyrelsesvalg efter reformens godkendelse. Det vil også gælde for den nordisk-baltiske valgkreds.

Bestyrelsens sammensætning

IMF's vedtægter ændres, så alle bestyrelsesmedlemmer skal vælges. Hidtil har de fem største medlemslande haft ret til at udpege hvert deres bestyrelsesmedlem.

Reformen indebærer endvidere, at de rigeste eller såkaldte avancerede europæiske lande skal reducere deres samlede repræsentation i bestyrelsen med to medlemmer, som skal gå til gruppen af vækstøkonomi-

er og udviklingslande. Det er et resultat af pres fra USA, støttet af vækstøkonomierne, der længe har ment, at de mere velstående europæiske lande har haft for mange repræsentanter i bestyrelsen. Konsolideringen af den europæiske repræsentation skal senest være på plads ved det første valg af bestyrelsen, efter at kvotereformen er trådt i kraft. Seneste ordinære bestyrelsesvalg fandt sted i november 2010.

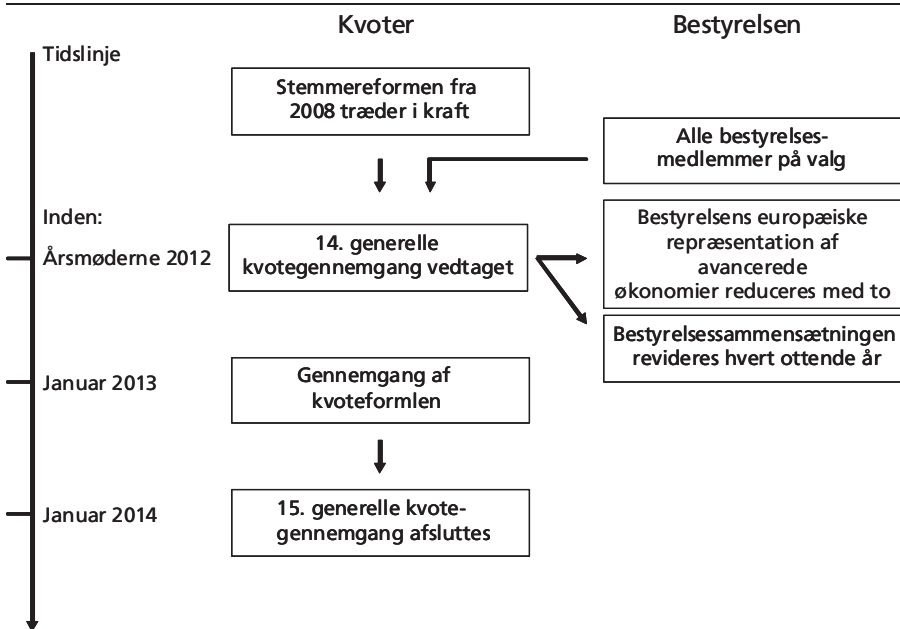
IMPLEMENTERING

IMF-bestyrelsens godkendelse af kvote- og styrelsesreformen er første skridt i ratificeringsprocessen, jf. figur 2. Reformen vil først træde i kraft, når den er blevet godkendt af IMF's repræsentantskab, der består af 187 guvernører udpeget af hvert sit medlemsland, og efterfølgende accepteret af medlemslandene. Nationalbankdirektør Nils Bernstein er Danmarks medlem af repræsentantskabet.

Bestyrelsen indstiller reformen til IMF's repræsentantskab, som efterfølgende stemmer om godkendelsen. Afstemningsfristen er sat til 15. december 2010. Reformen kræver et flertal på 85 pct. af stemmerne. Efterfølgende skal IMF's medlemslande tilkendegive, om de kan acceptere ændringerne i vedtægterne. Dette kræver, at 85 pct. af stemmerne og tre femtedele af medlemmerne stemmer for ændringerne. Ændrin-

FORLØB FOR KVOTE- OG STYRELSESREFORMEN

Figur 2



Anm.: Pilene indikerer interne afhængigheder.

Kilde: IMF.

gerne vil i en række lande skulle godkendes af parlamenterne. Godkendelsesprocessen kan derfor tage tid.

Den seneste kvote- og stemmereform fra 2008 er endnu ikke godkendt i alle lande. Den 30. november 2010 havde 98 medlemmer, herunder Danmark, afgivet deres stemme til fordel for den. Det svarer til 82,8 pct. af de samlede stemmer. For at 2008-reformen kan træde i kraft, skal 85 pct. af stemmerne samt tre femtedele af medlemmerne (113) stemme for forslaget. Ratificeringen af 2010-reformen er betinget af, at 2008-reformen godkendes.

Nationalbankdirektør Nils Bernsteins tale ved Finansrådets årsmøde 6. december 2010

Verdensøkonomien er langsomt på vej ud af krisen. Den globale fremgang er uensartet med stærk vækst i de asiatiske vækstøkonomier og dele af Sydamerika og langsommere i de gamle industrilande. Det er fortsat usikkert, i hvilket omfang den private efterspørgsel i USA og Europa vil tage over, når de offentlige stimuli-programmer udløber, og der tages fat på den nødvendige konsolidering af de offentlige budgetter. Høj arbejdsløshed og usikkerhed om fremtiden vil lægge en dæmper på privatforbruget. Investeringerne vil gradvis begynde at trække igen, mens bidraget fra genopbygningen af lagrene forsvinder.

I Tyskland og Sverige, vore to største eksportmarkeder, har væksten indtil nu overrasket positivt. For Danmarks vedkommende er det Nationalbankens forventning, at væksten i det kommende år vil ligge i underkanten af 2 pct., trukket af moderate stigninger i det private forbrug, erhvervsinvesteringer og eksport.

Usikkerheden om udviklingen er fortsat stor. Sandsynligheden for at økonomien skuffer i forhold til forventningerne, er formentlig større end chancen for, at det går bedre.

Udviklingen på den koreanske halvø er en påmindelse om, hvor afhængige vi kan være af ustyrbare forhold langt væk fra vores del af verden.

I Europa har vi på det seneste på nærmeste hold været vidner til, hvorledes det kan gå, når markederne mister tilliden til, at landene har styrke til at håndtere gældsproblemerne selv. Først var det Island, så var det Letland, så var det Grækenland og senest Irland. Hvor standser det?

Vi kan glæde os over, at der i Europa hidtil har været vilje og styrke til sammen med Valutafonden at give en hjælpende hånd. Men tilliden opnås ikke, uden at landene selv gennemfører dybtgående nedskæringer i offentlige lønninger, pensioner osv. samtidig med kraftige skattestigninger. Social uro og tab af internationalt omdømme følger med.

Også herhjemme står finanspolitikken over for udfordringer, selv om de trods alt er mindre end mange andre steder. Men de skal adresseres i tide for at undgå, at de vokser sig større. Med genopretningspakken er der taget fat på forløbet frem til 2015. Men derefter vil den demografiske modvind igen få det offentlige underskud til at stige i mange år, hvis der ikke gribes ind.

Skal vi her i Danmark undgå på sigt at havne i en situation med en uhåndterlig stor offentlig gæld, vil det kræve skattestigninger oven på et i forvejen højt skattetryk og en hidtil uset tilbageholdenhed med vækst i de offentlige udgifter og ikke mindst arbejdsmarkedsreformer, der mærkbart styrker arbejdsudbuddet. Jo før vi tager fat på sådanne reformer, desto større handlefrihed har vi.

Nationalbanken ser frem til den kommende plan, som skal afstikke kravene til den økonomiske politik frem til 2020. Det vil styrke tilliden til dansk økonomi, såfremt der i det mindste kan opnås bred enighed om størrelsen af udfordringen.

* * *

Helbredstilstanden i det finansielle system er i bedring. Udvikler dansk økonomi sig på linje med vores forventninger, vil bankerne generelt kunne klare de tab, som er på vej. I betragtning af den usikkerhed, der er om det økonomiske forløb, er der for flere institutters vedkommende god grund til at polstre sig yderligere.

* * *

Nu hvor danske banker er på vej ud af krisen, er det også tid til at overveje, hvordan vi ruster os bedre mod fremtidige finanskriser.

Ved udgangen af september udløb den generelle statsgaranti, som dækkede bankernes simple kreditorer. Det forløb uden de store problemer. Det kan vi sammen glæde os over. Men sektoren står endnu ikke på egne ben. Staten har indskudt 46 mia. kr. i ansvarlig kapital og givet tilsagn om garantier for 364 mia. kr. I takt med at disse ordninger udløber, skal de erstattes med markedsløsninger. Samtidig skal bankerne indstille sig på, at fremtiden byder på skærpet regulering og tilsyn.

Opgaven er at sikre et robust finansielt system, der kan stå på egne ben uden statslig hjælp næste gang, der kommer en krise.

Kredit vil blive dyrere og sværere at få. Og både banker, virksomheder og husholdninger må indstille sig på, at egenkapitalandelen ved virksomhedsdrift og ved køb af bolig vil stige.

Danmark er ikke alene med den opgave. Der arbejdes intensivt i mange internationale fora på at fastlægge fælles standarder for det finansielle system, så det bliver mere robust og selvbærende. Men det er jo ikke sikkert, at de kommende internationale standarder er tilstrækkelige til at sikre et robust og selvbærende dansk finansielt system i tide. Eller for den sags skyld tager tilstrækkeligt hensyn til de danske erfaringer.

Lad mig nævne et par områder, som det bliver vigtigt at få taget stilling til her i landet.

Baselkomiteens forslag om nye likviditetsregler og realkreditobligationernes status ved opgørelsen af den ny likviditetsstødpude har af

gode grunde fyldt meget i den danske debat. Der arbejdes fortsat på at få ændret centrale dele af regelsættet. En ting tror jeg dog allerede nu, at sektoren må indstille sig på: egne udstedelser vil ikke kunne tælle med.

Hvis man skal have en solid likviditetsstødpude, giver det vel også mening, at værdien af denne stødpude så vidt muligt er uafhængig af ens egen situation.

Kravet om stabil finansiering er blevet udskudt til 2018. Debatten om konsekvenserne for rentetilpasningslånene er forstummet. Nationalbanken har ved flere lejligheder udtrykt bekymring ved refinansieringsrisikoen ved de meget udbredte flekslån. Tanken bag kravet om stabil finansiering har netop været at reducere denne type refinansieringsrisiko. At forslaget er udskudt, ændrer imidlertid ikke på en massiv tilstedeværelse af denne risiko i Danmark. Nogle institutter spreder auktionerne, mens andre desværre ikke er nået så langt med eksisterende lån. Spredning er godt, men ikke tilstrækkeligt til at løse det grundlæggende problem. Dette kan ikke stå uløst frem til 2018.

Den globale finanskriser har udfoldet sig på forskellig vis fra land til land. Men der har også været fælles træk. Det gælder bl.a. ejendomsmarkedet. Hastigt stigende ejendomspriser, meget stærke bolig- og ejendomsinvesteringer og høj udlånsvækst til finansiering heraf har været en medvirkende årsag til finanskrisen. Det gælder også i Danmark.

De danske pengeinstitutter, som er bukket under for krisen eller har været tæt ved det, har alle været kendetegnet ved meget høj udlånsvækst og et nærmest aggressivt engagement i ejendomssektoren. Det var forhold, der bidrog massivt til opbygningen af systemisk risiko i årene forud for krisen.

Baselkomiteen har foreslået, at de finansielle virksomheder ud over en permanent ekstra kapitalstødpude skal holde en modcyklisk kapitalbuffer. I gode tider, når udlånsvæksten er høj, kan mulighederne for at udbetale udbytte blive begrænset, hvis der ikke er opbygget tilstrækkelige reserver. Det lægger en dæmper på kraftige konjunkturopsving. Når udviklingen går den anden vej, frigives de ekstra reserver.

Det er ikke klart, om modellen vil være tilstrækkelig til at tage hånd om den rolle, ejendomsmarkedet og finansieringen heraf spiller for den finansielle stabilitet i Danmark. Flere lande har indført eller overvejer stramninger i mulighederne for at belåne fast ejendom eller at gøre det mere kapitalkrævende for kreditinstitutterne at foretage udlån hertil. Anvendelse af sådanne instrumenter kan tage mange former og kan gøres konjunkturafhængig.

Det er en udfordring at etablere effektive økonomiske instrumenter i en verden med frie kapitalbevægelser – ikke mindst inden for EU. Dan-

mark har stor glæde af en åben verden. Men efter Nationalbankens opfattelse er der behov for at se på, om der kan etableres nogle instrumenter på dette område, der kan understøtte den finansielle stabilitet. Allerhelst bør sådanne instrumenter virke som automatiske stabilisatorer. Hvis ikke – bør de være til rådighed for Finanstilsynet og Nationalbanken.

* * *

Finanskrisen har givet os et meget vigtigt stykke lovgivning her i Danmark. Den generelle statsgaranti er blevet afløst af en afviklingsordning for pengeinstitutter – den såkaldte Bankpakke III – som skaber mulighed for en ordnet afvikling, hvis et pengeinstitut ikke kan videreføres af de eksisterende ejere. Som jeg tidligere har understreget, er det vigtige for samfundet ikke det enkelte instituts overlevelse, men den uforstyrrede videreførelse af de sunde aktiviteter. Man skal kunne komme til sine konti, bruge sit Dankort, aftalte regninger skal betales osv. Som lovgivningen er indrettet, er pengeinstitutterne desværre ikke forpligtet til at deltage i ordningen, men alene til på forhånd ved en generalforsamling at tage stilling til, om de vil tilslutte sig ordningen nu. Siger de nej, skaber det usikkerheden om, hvorvidt de vil gøre det, hvis det bliver aktuelt.

Under sit nylige besøg udtalte Valutafonden sig positivt om den danske afviklingsordning og anbefalede, at institutter, der ikke tilslutter sig ordningen på forhånd, pålægges et ekstra kapitalkrav. Jeg håber, det kan gå ad frivillighedens vej, og vil i dag nøjes med en opfordring til institutterne om at tilslutte sig ordningen på de forestående generalforsamlinger.

Med denne velmente opfordring vil jeg takke Finansrådet og dets medlemmer for et godt samarbejde i det forløbne år.

Tak for opmærksomheden.

Pressemeddelelser

14. OKTOBER 2010: RENTEFORHØJELSE

Med virkning fra 15. oktober 2010 sætter Nationalbanken renten på indskudsbeviser op med 0,10 procentpoint til 0,60 pct., og foliorenten sættes op med 0,10 procentpoint til 0,50 pct. Udlånsrenten fastholdes på 1,05 pct., og diskontoen fastholdes på 0,75 pct.

Renteforhøjelsen har baggrund i, at de korte europæiske markedsrenter er steget i forhold til de tilsvarende danske markedsrenter. Udviklingen har svækket kronen, og Nationalbanken har intervenseret i valutamarkedet for at støtte kronen.

Nationalbankens rentesatser er herefter:

Udlånsrenten: 1,05 pct.

Renten på indskudsbeviser: 0,60 pct.

Foliorenten: 0,50 pct.

Diskontoen: 0,75 pct.

28. OKTOBER 2010: RENTEFORHØJELSE

Med virkning fra 29. oktober 2010 sætter Nationalbanken renten på indskudsbeviser op med 0,10 procentpoint til 0,70 pct., og foliorenten sættes op med 0,10 procentpoint til 0,60 pct. Udlånsrenten fastholdes på 1,05 pct. og diskontoen på 0,75 pct.

Renten forhøjes, fordi de korte europæiske markedsrenter er steget i forhold til de tilsvarende danske markedsrenter.

Nationalbankens rentesatser er herefter:

Udlånsrenten: 1,05 pct.

Renten på indskudsbeviser: 0,70 pct.

Foliorenten: 0,60 pct.

Diskontoen: 0,75 pct.

1. NOVEMBER 2010: IMF'S ARTIKEL IV-UNDERSØGELSE AF DANSK ØKONOMI

Den Internationale Valutafond, IMF, gennemfører med mellemrum en undersøgelse af de enkelte medlemslandes økonomiske situation (den såkaldte Artikel IV-konsultation) og fremlægger i den forbindelse an-

befalinger angående landets økonomiske politik. For Danmark sker dette hvert andet år.

I dag har en delegation fra IMF på et pressemøde i Nationalbanken præsenteret konklusioner og anbefalinger fra deres netop afsluttede Artikel IV-undersøgelse af dansk økonomi i 2010. I den forbindelse udtaler nationalbankdirektør Nils Bernstein:

"Nationalbanken deler grundlæggende IMF's syn på den aktuelle økonomiske situation i Danmark, og vi er enige i Valutafondens anbefalinger vedrørende den danske finanspolitik. For at sikre troværdigheden omkring fastkurspolitikken og den øvrige økonomiske politik er det vigtigt, at der holdes fast i den planlagte konsolidering af de offentlige finanser fra næste år, så underskuddet på det offentlige budget gradvis bringes ud af verden. Nationalbanken er også enig med IMF i, at det både vil kræve en stram udgiftspolitik og fortsatte reformer på arbejdsmarkedet, hvis man skal sikre den langsigtede finanspolitiske holdbarhed. Det bliver et langt sejt træk, og en ny 2020-plan for dansk økonomi kan være et nyttigt redskab til at holde udviklingen på sporet."

IMF har også vurderet den seneste udvikling i den danske finansielle sektor. Herom udtaler Nils Bernstein:

"IMF er af den opfattelse, at stabiliteten i det finansielle system i Danmark er i bedring, men banksektoren står stadig over for væsentlige udfordringer de kommende år. Nationalbanken er enig i den vurdering. Den kommende regulering er en udfordring. IMF siger, at Basel-komiteens forslag til nye likviditetsstandarde i dets nuværende udformning vil have konsekvenser for både det danske realkredit- og statspapirmarked. Nationalbanken er glad for IMF's anerkendelse af danske realkreditobligationer som likvide aktiver. Nationalbanken har tidligere peget på behovet for en tættere integration mellem Nationalbanken og Finanstilsynet. Dette er i tråd med IMF's betragtninger om øget samarbejde mellem de to institutioner," slutter nationalbankdirektøren.

26. NOVEMBER 2010: KAJAK-KONEBÅD PÅ NY SKIBSMØNT

Den 29. november 2010 udsender Nationalbanken en ny 20-kronemønt. Det er den ottende mønt i temamøntserien med skibe.

Motivet på mønten med en Kajak-Konebåd er udarbejdet af den grønlandske kunstner Niels Motzfeldt. Han har tidligere udformet tårnmønten med de grønlandske varder, Tre Brødre og polarmønten med Isbjørnen som motiver.

På forsiden vises Dronningens portræt i profil. Portrættet er nyt i forhold til de foregående skibsmønter, idet der nu anvendes det portræt,

som blev udarbejdet til mønten i anledning af Dronningens 70-års fødselsdag i april.

Den nye skibsmønt kan købes fra mandag den 29. november i de fleste pengeinstitutter samt i Nationalbanken. Mønten kan også bestilles på Den Kgl. Mønts hjemmeside www.kgl-moent.dk.

Der kan downloades billeder af mønten på www.nationalbanken.dk – under Presse, Pressebilleder eller på Den Kgl. Mønts hjemmeside www.kgl-moent.dk.

Tabelafsnit

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

Tabel 1

Gældende ultimo året/fra	Nationalbankens rentesatser			ECB's rente- sats		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 real- kredit	
	Procent p.a.				Ultimo	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 25 sep	1,00	1,25	1,15	1,00	nov 09	1,05	3,53	5,21	327,20
29 sep	1,00	1,25	1,00	1,00	dec 09	0,85	3,62	5,19	336,69
11 dec	1,00	1,20	0,95	1,00	jan 10	0,80	3,54	5,10	354,85
2010 8 jan	1,00	1,15	0,90	1,00	feb 10	0,85	3,42	5,03	354,77
15 jan	0,75	1,05	0,80	1,00	mar 10	0,70	3,37	5,01	383,04
26 mar	0,75	1,05	0,70	1,00	apr 10	0,70	3,21	4,98	411,50
20 maj	0,75	1,05	0,60	1,00	maj 10	0,50	2,69	4,81	388,69
27 maj	0,75	1,05	0,50	1,00	jun 10	0,50	2,68	4,80	393,02
15 okt	0,75	1,05	0,60	1,00	jul 10	0,55	2,76	4,79	410,83
29 okt	0,75	1,05	0,70	1,00	aug 10	0,62	2,16	4,09	396,38
	↓	↓	↓	↓	sep 10	0,55	2,35	4,15	416,96
					okt 10	0,90	2,61	4,31	424,20
2 dec	0,75	1,05	0,70	1,00	nov 10	0,80	2,82	4,47	424,77

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.						
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
2009	394,5	60,8	212,4	166,2	22,1	104,2	84,1
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
mar 10	417,2	59,4	203,5	116,1	19,2	23,3	112,0
apr 10	404,1	60,5	190,3	96,9	16,3	3,1	110,1
maj 10	440,5	61,3	199,8	120,3	16,8	0,5	136,6
jun 10	438,3	61,4	220,7	142,1	23,5	47,2	118,4
jul 10	428,6	61,2	191,5	121,0	16,0	0,1	136,9
aug 10	429,1	60,9	216,8	95,3	16,0	0,1	111,3
sep 10	431,3	60,7	218,5	108,2	12,6	9,9	110,9
okt 10	421,7	61,1	206,3	99,9	16,1	0,1	115,9

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

Tabel 3

	Statsfinanserne			Nationalbankens nettovalutakøb			Nationalbankens nettoobligationskøb	Andre faktorer	Penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken	
	Indenlandsk bruttofinansieringsbehov	Salg af indenlandske statspapirer mv.	Likviditetspåvirkning	Interventionskøb af valuta, netto	Andet	I alt			Ændring	Ultimo
	Mia. kr.									
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	84,1
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	3,5	22,2	-3,7	-0,2	32,1	116,2
feb 10	8,6	16,0	-7,4	0,0	2,1	2,1	1,3	-1,6	-5,5	110,6
mar 10	19,5	22,0	-2,5	3,1	-0,9	2,2	1,2	0,4	1,3	112,0
apr 10	17,8	17,9	-0,1	0,0	0,3	0,3	0,9	-2,8	-1,8	110,1
maj 10	4,4	15,1	-10,7	38,5	-0,7	37,8	1,0	-1,6	26,5	136,6
jun 10	4,2	26,2	-22,0	0,0	-1,0	-1,0	0,2	4,7	-18,1	118,4
jul 10	36,5	8,5	28,0	-8,4	0,0	-8,4	0,0	-1,2	18,5	136,9
aug 10	-15,6	10,1	-25,7	0,0	0,9	0,9	-0,2	-0,7	-25,6	111,3
sep 10	7,8	10,7	-2,9	3,4	0,1	3,5	-0,5	-0,5	-0,4	110,9
okt 10	14,2	4,3	9,9	-7,3	0,1	-7,2	-0,2	2,5	5,0	115,9

UDVALGTE POSTER FRA MFI-SEKTORENS KONSOLIDEREDE BALANCE

Tabel 4

Ultimo	Balance- sum	Aktiver				Passiver		Uden- landske netto- aktiver ¹
		Indenlandske udlån		Indenlandske værdipapirer		Inden- landske indlån	Udstedte obligati- oner mv.	
	Offentlig sektor	Privat sektor	Obligati- oner mv.	Aktier mv.				
	Mia. kr.							
2005	4.221,9	107,8	2.584,2	75,9	53,5	971,3	1.318,2	-172,9
2006	4.656,2	116,8	2.956,0	51,8	60,3	1.077,0	1.433,4	-223,0
2007	5.446,3	117,5	3.356,1	43,3	63,5	1.219,7	1.505,2	-304,5
2008	6.286,4	129,1	3.724,3	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	1.427,9	1.650,9	-417,6
okt 09	5.945,4	131,7	3.642,0	74,1	63,0	1.413,9	1.630,1	-382,9
nov 09	6.025,3	130,5	3.648,3	74,8	63,2	1.392,3	1.644,3	-417,3
dec 09	5.970,1	135,9	3.647,9	78,2	65,5	1.427,9	1.650,9	-417,6
jan 10	6.091,2	133,7	3.660,0	80,1	68,0	1.430,4	1.684,5	-399,5
feb 10	6.150,8	132,1	3.652,2	72,2	68,6	1.421,9	1.690,3	-403,9
mar 10	6.143,5	135,3	3.660,2	77,1	69,2	1.419,4	1.713,2	-396,7
apr 10	6.137,6	136,1	3.651,7	74,9	69,5	1.421,8	1.685,5	-396,3
maj 10	6.435,3	136,8	3.679,3	66,3	70,3	1.428,2	1.718,9	-389,5
jun 10	6.394,5	140,7	3.719,6	54,1	79,5	1.432,8	1.718,2	-396,4
jul 10	6.398,7	143,7	3.694,1	46,5	80,9	1.443,1	1.719,9	-359,6
aug 10	6.614,0	138,9	3.716,7	64,5	81,3	1.471,3	1.763,6	-332,5
sep 10	6.511,8	143,1	3.713,9	66,2	74,3	1.430,8	1.792,8	-337,4
okt 10	6.346,3	141,5	3.704,5	56,1	77,3	1.446,4	1.765,6	-309,3
Ændring i forhold til året før, pct.								
2005	...	10,6	15,0	-24,7	15,4	14,4	7,9	...
2006	...	8,3	14,4	-31,8	12,8	10,9	8,7	...
2007	...	0,6	13,5	-16,4	5,2	13,3	5,0	...
2008	...	9,8	11,0	-6,2	-10,7	22,0	0,2	...
2009	...	5,3	-2,1	92,4	15,5	-4,0	9,4	...
okt 09	...	5,0	0,2	80,1	11,3	4,5	10,8	...
nov 09	...	4,1	-1,1	60,7	11,7	-5,2	13,7	...
dec 09	...	5,3	-2,1	92,4	15,5	-4,0	9,4	...
jan 10	...	3,4	-1,8	111,1	19,0	-3,3	12,1	...
feb 10	...	3,9	-1,4	60,7	22,5	-2,8	11,9	...
mar 10	...	5,4	-1,8	54,3	26,1	-0,7	9,7	...
apr 10	...	5,2	-1,5	33,6	23,2	-1,2	7,4	...
maj 10	...	6,5	0,2	11,1	21,6	-0,3	8,8	...
jun 10	...	5,4	0,2	-10,4	34,0	1,9	6,0	...
jul 10	...	5,9	0,5	-26,8	38,5	-0,1	5,9	...
aug 10	...	6,5	1,7	-4,1	38,0	3,4	9,1	...
sep 10	...	9,2	1,2	-8,5	20,6	1,6	7,5	...
okt 10	...	7,5	1,7	-24,4	22,7	2,3	8,3	...

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

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

PENGEMÆNGDEN

Tabel 5

	Seddel- og mønt- omløb 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	772,0	820,5	183,2	19,6	1.023,3	10,9	143,0	1.177,3
okt 09	49,7	781,0	830,6	201,3	18,0	1.050,0	2,9	165,8	1.218,7
nov 09	48,1	785,6	833,7	186,9	17,7	1.038,3	3,1	160,1	1.200,6
dec 09	48,5	772,0	820,5	183,2	19,6	1.023,3	10,9	143,0	1.177,3
jan 10	47,4	792,9	840,4	185,5	17,2	1.043,0	6,9	172,3	1.222,2
feb 10	47,5	791,3	838,8	174,6	17,3	1.030,7	6,5	162,3	1.199,6
mar 10	50,7	788,4	839,1	156,9	17,5	1.013,4	19,9	187,3	1.220,8
apr 10	51,1	806,4	857,5	157,4	16,2	1.031,1	17,2	177,0	1.225,5
maj 10	51,3	811,8	863,1	161,3	16,6	1.041,0	4,4	201,1	1.246,7
jun 10	51,4	800,1	851,5	144,3	17,2	1.013,1	15,3	210,5	1.239,0
jul 10	51,5	814,6	866,1	154,4	17,2	1.037,8	31,8	245,6	1.315,3
aug 10	51,1	811,8	862,9	151,3	17,2	1.031,3	40,6	254,2	1.326,2
sep 10	51,2	789,8	840,9	128,8	16,6	986,3	43,2	236,4	1.266,0
okt 10	51,8	797,0	848,8	156,3	17,9	1.023,0	33,8	231,8	1.288,6
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	...	...	8,6	...	...	-3,5	...	...	5,0
okt 09	...	...	9,5	...	...	-1,5	...	...	4,4
nov 09	...	...	9,4	...	...	-2,4	...	...	3,6
dec 09	...	...	8,6	...	...	-3,5	...	...	5,0
jan 10	...	...	9,1	...	...	-3,7	...	...	2,9
feb 10	...	...	7,8	...	...	-4,4	...	...	0,4
mar 10	...	...	9,1	...	...	-4,0	...	...	3,1
apr 10	...	...	9,1	...	...	-2,5	...	...	3,0
maj 10	...	...	7,9	...	...	-2,8	...	...	2,9
jun 10	...	...	6,4	...	...	-3,1	...	...	3,8
jul 10	...	...	6,7	...	...	-2,7	...	...	6,5
aug 10	...	...	3,7	...	...	-3,5	...	...	8,6
sep 10	...	...	4,6	...	...	-4,4	...	...	4,0
okt 10	...	...	2,2	...	...	-2,6	...	...	5,7

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	2.860,9	652,0	920,1	396,6	370,0	862,1	975,7	1.065,6
2006	3.216,1	715,0	1.124,3	475,0	458,0	889,6	1.133,4	1.148,3
2007	3.940,0	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	1.186,0	1.410,2
okt 09	4.103,1	784,2	1.357,3	562,5	517,7	1.236,3	1.074,3	1.440,4
nov 09	4.170,2	861,8	1.355,7	560,6	529,3	1.204,9	1.154,9	1.428,6
dec 09	4.147,6	876,1	1.359,1	575,7	529,7	1.203,5	1.186,0	1.410,2
jan 10	4.263,3	950,4	1.361,4	565,4	523,6	1.200,6	1.257,2	1.427,2
feb 10	4.287,3	969,2	1.344,9	560,9	534,6	1.180,7	1.258,2	1.415,9
mar 10	4.293,0	949,6	1.347,2	566,5	532,3	1.241,8	1.264,5	1.417,4
apr 10	4.226,3	916,4	1.333,6	560,0	528,0	1.189,8	1.149,0	1.440,4
maj 10	4.485,0	958,3	1.352,7	558,9	527,0	1.216,5	1.180,2	1.456,0
jun 10	4.485,9	917,9	1.388,3	569,5	531,6	1.275,3	1.204,8	1.421,3
jul 10	4.437,4	935,8	1.361,4	563,1	510,8	1.243,5	1.152,5	1.490,6
aug 10	4.611,5	965,2	1.370,5	563,3	518,5	1.221,8	1.165,3	1.540,0
sep 10	4.537,0	910,0	1.362,2	571,9	503,9	1.223,7	1.297,3	1.463,6
okt 10	4.347,1	921,8	1.348,3	564,9	495,0	1.154,1	1.174,2	1.513,3
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	...	29,3	18,6	17,4	20,5	19,8	27,2	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	-17,9	-1,0
okt 09	...	-23,4	-7,8	-4,3	-11,2	6,0	-31,7	-0,3
nov 09	...	-19,7	-10,2	-3,9	-11,7	0,3	-30,9	-1,2
dec 09	...	-10,1	-12,1	-1,9	-12,2	10,2	-17,9	-1,0
jan 10	...	0,8	-11,3	-2,3	-10,6	3,7	-12,2	-1,8
feb 10	...	6,9	-10,2	-2,0	-7,2	0,1	-9,2	-0,6
mar 10	...	0,8	-10,6	-2,0	-7,2	4,7	-11,0	1,1
apr 10	...	-5,5	-9,5	-1,6	-7,0	-2,1	-20,9	1,7
maj 10	...	9,2	-5,4	-0,8	-4,3	-8,6	-14,3	0,8
jun 10	...	9,9	-5,0	-0,1	-4,4	-4,8	-12,9	1,2
jul 10	...	12,9	-4,1	0,5	-4,7	-3,8	-6,8	3,8
aug 10	...	20,3	-0,6	1,2	-2,3	-5,0	3,5	6,0
sep 10	...	15,8	-2,1	0,6	-3,5	-1,3	13,4	5,0
okt 10	...	17,5	-0,7	0,4	-4,4	-6,7	9,3	5,1

Anm.: Eksklusive danske pengeinstitutters enheder i udlandet.

UDVALGTE POSTER FRA REALKREDITINSTITUTTERNES BALANCE

Tabel 7

	Balance- sum	Aktiver					Passiver	
		Udlån til MFLer	Indenlandske udlån		Behold- ning af værdi- papirer	Lån fra MFLer	Udstedte obliga- tioner mv.	
			I alt	Heraf:				
				Hushold- ninger mv.				Ikke- finansielle selskaber
Ultimo	Mia. kr.							
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	466,7	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
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	3.074,5	429,2	2.283,2	1.714,0	504,2	278,4	484,6	2.418,2
feb 10	3.120,7	438,3	2.288,9	1.716,5	506,6	290,8	495,5	2.444,5
mar 10	3.235,7	500,4	2.293,2	1.718,4	507,4	344,5	502,9	2.540,3
apr 10	3.122,4	424,8	2.298,2	1.718,0	512,8	286,9	477,7	2.453,6
maj 10	3.171,6	460,2	2.305,5	1.723,4	517,3	289,5	496,8	2.491,3
jun 10	3.263,7	523,3	2.315,2	1.730,0	518,3	315,6	529,3	2.538,8
jul 10	3.229,2	477,8	2.320,4	1.734,5	519,5	315,9	515,7	2.516,5
aug 10	3.288,0	502,8	2.328,9	1.742,0	519,8	332,4	534,2	2.561,6
sep 10	3.398,8	583,7	2.336,6	1.743,5	524,8	361,9	530,4	2.648,3
okt 10	3.277,5	498,8	2.340,0	1.747,4	525,6	337,2	520,3	2.564,0
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	15,5	-2,4	37,8	3,5
2009	...	19,5	5,3	5,1	7,4	46,4	13,7	18,0
okt 09	...	7,0	5,8	4,7	10,2	65,8	28,7	13,9
nov 09	...	16,6	5,6	4,6	9,2	54,8	24,3	14,0
dec 09	...	19,5	5,3	5,1	7,4	46,4	13,7	18,0
jan 10	...	27,4	4,9	4,7	6,4	-6,9	18,2	6,7
feb 10	...	30,7	4,6	4,4	6,4	18,5	21,9	9,6
mar 10	...	36,1	4,1	3,9	5,8	32,1	20,4	11,2
apr 10	...	12,5	3,7	3,4	5,7	19,7	12,3	6,9
maj 10	...	18,0	3,6	3,2	6,2	21,7	17,8	7,3
jun 10	...	16,5	3,5	3,2	5,8	20,1	20,0	6,8
jul 10	...	22,3	3,2	3,0	5,2	18,9	20,7	6,2
aug 10	...	25,0	3,1	3,0	4,2	10,7	19,3	6,1
sep 10	...	31,2	3,1	2,9	4,6	9,6	20,9	6,8
okt 10	...	21,4	3,0	2,9	4,4	-2,0	13,7	4,6

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN TIL INDLÆNDINGE

Tabel 8

	Samlet udlån			Pengeinstitutternes udlån			Realkreditinstitutternes udlån		
	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv
	Mia. kr.								
Ultimo									
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	1.456,4	1.622,9	586,8	978,3	2.164,6	1.629,6	478,1
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
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	3.684,5	2.279,4	1.297,1	1.401,3	565,4	780,3	2.283,2	1.714,0	516,9
feb 10	3.673,7	2.277,4	1.291,9	1.384,8	560,9	772,6	2.288,9	1.716,5	519,3
mar 10	3.680,4	2.285,0	1.289,5	1.387,1	566,5	769,6	2.293,2	1.718,4	519,9
apr 10	3.661,2	2.278,0	1.276,6	1.363,0	560,0	751,7	2.298,2	1.718,0	524,9
maj 10	3.687,6	2.282,3	1.300,0	1.382,1	558,9	771,0	2.305,5	1.723,4	529,0
jun 10	3.732,9	2.299,5	1.324,5	1.417,7	569,5	794,8	2.315,2	1.730,0	529,7
jul 10	3.701,4	2.297,6	1.292,8	1.381,1	563,1	761,8	2.320,4	1.734,5	531,1
aug 10	3.719,0	2.305,3	1.307,4	1.390,1	563,3	776,1	2.328,9	1.742,0	531,3
sep 10	3.718,4	2.315,4	1.293,6	1.381,8	571,9	757,8	2.336,6	1.743,5	535,8
okt 10	3.707,9	2.312,3	1.291,1	1.367,9	564,9	754,4	2.340,0	1.747,4	536,6
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	15,9
2009	-2,8	3,2	-11,9	-13,5	-1,9	-21,3	5,3	5,1	7,5
okt 09	-0,6	2,3	-4,8	-9,5	-4,3	-12,9	5,8	4,7	10,7
nov 09	-1,8	2,4	-8,1	-11,8	-3,9	-17,1	5,6	4,6	9,9
dec 09	-2,8	3,2	-11,9	-13,5	-1,9	-21,3	5,3	5,1	7,5
jan 10	-2,1	2,9	-9,4	-11,6	-2,3	-17,6	4,9	4,7	6,8
feb 10	-1,7	2,7	-8,2	-10,5	-2,0	-16,0	4,6	4,4	6,6
mar 10	-2,1	2,4	-8,9	-10,9	-2,0	-16,7	4,1	3,9	5,8
apr 10	-2,3	2,1	-9,1	-10,9	-1,6	-17,0	3,7	3,4	5,1
maj 10	-0,7	2,2	-5,1	-7,0	-0,8	-11,2	3,6	3,2	5,6
jun 10	-0,6	2,4	-5,0	-6,6	-0,1	-10,7	3,5	3,2	5,0
jul 10	-0,3	2,4	-4,5	-5,7	0,5	-9,9	3,2	3,0	4,4
aug 10	1,0	2,6	-1,6	-2,4	1,2	-4,7	3,1	3,0	3,5
sep 10	0,4	2,4	-2,8	-3,8	0,6	-7,0	3,1	2,9	3,7
okt 10	1,0	2,3	-0,9	-2,4	0,4	-3,9	3,0	2,9	3,5

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

REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN FORDELT PÅ LÅNETYPE

Tabel 9

	Indekslån	Fastfor- rentede lån	Rentetilpasningslån		I alt	Heraf:		
			I alt	Heraf =<1 år		I alt	Lån i valuta	Afdragsfri lån ¹
Ultimo	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	
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	
feb 10	68,7	719,2	1.504,0	1.103,6	2.291,9	216,1	702,5	
mar 10	68,8	697,5	1.529,8	1.137,4	2.296,1	220,3	703,2	
apr 10	69,0	684,4	1.548,1	1.147,9	2.301,5	221,8	706,2	
maj 10	68,8	680,3	1.560,0	1.155,3	2.309,0	224,3	710,0	
jun 10	66,7	666,2	1.585,6	1.170,7	2.318,4	228,1	716,4	
jul 10	66,7	661,5	1.595,4	1.175,4	2.323,5	228,9	719,6	
aug 10	66,6	664,5	1.600,5	1.176,7	2.331,6	229,5	722,9	
sep 10	66,6	658,2	1.614,1	1.182,7	2.338,9	231,0	727,2	
okt 10	66,5	655,6	1.619,8	1.177,3	2.341,8	231,3	731,8	

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

¹ Realkreditinstitutternes afdragsfri lån til ejerboliger og fritidshuse mv.

PENGEINSTITUTTERNES EFFEKTIVE RENTESATSER

Tabel 10

	Udlån				Indlån			
	Samlet	Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber	Finansiel- le selska- ber	Samlet	Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber	Finansiel- le selska- ber
	Procent p.a.							
1. kv. 05	5,1	6,7	4,8	2,8	1,7	1,3	1,7	2,1
2. kv. 05	4,9	6,5	4,6	2,7	1,7	1,3	1,7	2,1
3. kv. 05	4,8	6,3	4,5	2,6	1,7	1,3	1,7	2,2
4. kv. 05	4,7	6,2	4,4	2,6	1,7	1,3	1,8	2,2
1. kv. 06	4,8	6,2	4,5	2,8	1,9	1,5	2,0	2,4
2. kv. 06	5,0	6,4	4,7	3,1	2,1	1,8	2,3	2,6
3. kv. 06	5,2	6,6	5,0	3,3	2,4	2,1	2,5	2,8
4. kv. 06	5,4	6,8	5,2	3,5	2,7	2,4	2,9	3,2
1. kv. 07	5,7	7,1	5,5	3,6	3,1	2,8	3,2	3,4
2. kv. 07	5,9	7,2	5,7	4,0	3,4	3,1	3,4	3,8
3. kv. 07	6,1	7,4	6,0	4,1	3,6	3,3	3,6	4,0
4. kv. 07	6,2	7,4	6,1	4,3	3,7	3,4	3,7	4,1
1. kv. 08	6,2	7,5	6,1	4,5	3,7	3,5	3,8	4,2
2. kv. 08	6,5	7,7	6,3	4,6	3,8	3,6	3,9	4,2
3. kv. 08	6,6	7,8	6,5	4,9	4,0	3,6	4,1	4,5
4. kv. 08	7,0	8,4	7,1	5,2	4,4	3,9	4,5	5,0
1. kv. 09	6,0	7,4	6,3	4,0	3,3	2,8	3,2	4,1
2. kv. 09	5,1	6,4	5,4	2,7	2,2	2,0	2,0	2,6
3. kv. 09	4,5	6,0	5,0	2,1	1,7	1,7	1,5	1,9
4. kv. 09	4,1	5,6	4,6	1,7	1,4	1,5	1,1	1,5
1. kv. 10	3,9	5,5	4,4	1,5	1,2	1,4	0,9	1,3
2. kv. 10	3,6	5,3	4,2	1,3	1,0	1,2	0,7	1,0
3. kv. 10	3,5	5,1	4,1	1,2	0,9	1,1	0,6	0,8
4. kv. 10	...	...	...	...	...	...	...	...
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
feb 10	3,9	5,4	4,4	1,5	1,2	1,3	0,9	1,3
mar 10	3,8	5,4	4,4	1,4	1,2	1,3	0,9	1,3
apr 10	3,7	5,4	4,3	1,3	1,1	1,3	0,8	1,1
maj 10	3,7	5,4	4,3	1,3	1,0	1,2	0,8	0,9
jun 10	3,5	5,1	4,1	1,2	0,9	1,1	0,6	0,9
jul 10	3,5	5,2	4,1	1,1	0,9	1,1	0,6	0,8
aug 10	3,5	5,1	4,1	1,2	0,9	1,1	0,6	0,8
sep 10	3,5	5,1	4,1	1,2	0,9	1,1	0,6	0,8
okt 10	3,5	5,2	4,2	1,1	0,9	1,1	0,6	0,8

UDVALGTE POSTER FRA INVESTERINGSFORENINGERNES BALANCE

Tabel 11

			Aktiver		Passiver			
			Værdipapir- beholdning		Medlemmernes formue fordelt på sektor			
		Balance- sum	Obligati- oner mv.	Aktier mv.	Hushold- ninger	Forsik- rings- selskaber og pen- sions- kasser	Øvrige	Udland
Ultimo		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	289,6	305,1	28,8
2007		1.020,7	477,9	411,6	295,2	336,8	322,1	29,2
2008		773,2	425,3	222,5	211,4	266,9	238,1	14,6
2009		865,5	487,5	301,4	252,7	357,8	185,1	22,7
jan	10	895,0	515,5	290,8	253,6	366,5	191,0	22,5
feb	10	906,5	522,4	299,5	256,3	368,5	190,7	26,0
mar	10	934,3	525,4	316,9	265,8	388,8	198,3	27,3
apr	10	955,9	535,2	332,6	269,9	398,6	204,8	27,3
maj	10	967,1	554,7	313,5	268,2	412,7	198,7	27,0
jun	10	992,0	586,0	311,0	271,3	447,2	196,4	27,2
jul	10	1.010,0	591,9	322,0	276,2	454,9	200,9	27,0
aug	10	1.031,8	625,1	307,2	276,8	472,6	204,3	27,4
sep	10	1.117,9	676,1	319,7	283,3	539,5	211,0	26,7
okt	10	1.167,7	711,8	335,4	287,9	578,0	216,2	26,7

INDENLANDSKE VÆRDIPAPIRER FORDELT PÅ EJERS HJEMLAND

Tabel 12

	Obligationer mv.						Aktier	
	I alt		Heraf:					
			Statspapirer		Realkreditobligationer			
	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	3.415,2	431,4	394,2	159,8	2.803,0	251,7	641,0	347,5
okt 09	2.913,0	454,4	406,1	162,9	2.296,7	272,2	620,1	332,2
nov 09	3.039,0	451,2	398,4	162,5	2.433,9	269,1	619,8	337,1
dec 09	3.415,2	431,4	394,2	159,8	2.803,0	251,7	641,0	347,5
jan 10	2.744,7	455,3	414,1	156,4	2.123,6	280,5	677,6	367,0
feb 10	2.770,4	471,0	418,1	168,7	2.146,3	282,3	673,3	374,0
mar 10	2.894,4	465,2	432,9	170,5	2.251,6	274,8	705,7	407,5
apr 10	2.767,4	507,3	440,2	181,1	2.117,4	307,1	739,2	435,8
maj 10	2.849,6	505,2	473,7	177,9	2.159,9	308,5	666,3	445,0
jun 10	2.973,4	499,2	486,2	191,1	2.257,5	286,4	670,5	463,9
jul 10	2.929,8	528,3	483,3	193,9	2.186,8	313,5	688,3	475,6
aug 10	2.991,8	547,5	500,2	213,4	2.233,3	311,5	652,7	460,3
sep 10	3.060,3	547,3	494,7	207,4	2.334,0	314,1	682,9	491,9
okt 10	2.928,1	556,8	483,8	195,8	2.213,7	334,9	718,9	518,5

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.							
2005	785	173	1.121	1.617	3.696	1.891	1.805	3.696
2006	839	181	1.560	1.681	4.260	2.075	2.185	4.260
2007	902	188	1.445	1.723	4.258	2.272	1.986	4.258
2008	905	178	793	1.785	3.660	2.442	1.219	3.660
2009	924	171	910	1.926	3.931	2.560	1.370	3.931
2. kv. 09	917	176	816	1.794	3.703	2.505	1.197	3.703
3. kv. 09	911	174	905	1.876	3.866	2.531	1.336	3.866
4. kv. 09	924	171	910	1.926	3.931	2.560	1.370	3.931
1. kv. 10	941	168	1.023	2.014	4.146	2.626	1.520	4.146
2. kv. 10	952	156	994	2.105	4.207	2.657	1.550	4.207

VIRKSOMHEDERNES 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.								
2005	792	162	2.197	3.151	1.345	143	3.218	-1.554	3.151
2006	817	148	3.082	4.046	1.580	139	4.428	-2.101	4.046
2007	910	133	2.921	3.965	1.730	118	4.278	-2.160	3.965
2008	1.065	104	1.761	2.930	1.947	109	2.501	-1.627	2.930
2009	1.067	104	1.915	3.086	1.896	138	2.628	-1.576	3.086
2. kv. 09	1.072	113	1.820	3.005	1.950	119	2.475	-1.539	3.005
3. kv. 09	1.040	115	1.921	3.077	1.915	123	2.631	-1.592	3.077
4. kv. 09	1.067	104	1.915	3.086	1.896	138	2.628	-1.576	3.086
1. kv. 10	1.107	110	2.172	3.389	1.955	140	2.984	-1.690	3.389
2. kv. 10	1.139	105	2.107	3.352	1.977	129	2.919	-1.672	3.352

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	2,1	40,3	42,5	9,7	-29,2	23,0
2008	4,2	51,6	55,8	18,2	-27,8	46,2
2009	42,7	23,6	66,4	21,0	-28,4	59,0
okt 08 - sep 09	29,1	32,1	61,2	22,4	-28,7	54,9
okt 09 - sep 10	51,3	40,5	91,7	17,1	-30,4	78,4
sep 09	6,3	3,1	9,4	1,7	-1,8	9,3
okt 09	1,9	2,0	3,9	1,9	-1,9	3,8
nov 09	6,9	2,4	9,3	1,6	-2,0	8,9
dec 09	3,4	1,7	5,1	1,6	-1,9	4,8
jan 10	1,2	1,3	2,5	1,7	-4,0	0,2
feb 10	4,7	2,2	6,9	1,7	-3,8	4,8
mar 10	9,1	2,1	11,2	-1,5	-3,1	6,6
apr 10	4,4	5,2	9,6	1,0	-2,3	8,3
maj 10	1,9	3,7	5,5	3,1	-2,4	6,2
jun 10	3,7	4,5	8,2	1,8	-2,2	7,8
jul 10	7,3	4,1	11,4	1,1	-2,4	10,1
aug 10	2,5	6,1	8,6	0,9	-2,3	7,3
sep 10	4,4	5,2	9,6	2,1	-2,3	9,5

BETALINGSBALANCENS FINANSIELLE POSTER (NETTO FRA UDLANDET)

Tabel 16

	Fordrings- erhver- velse, netto ¹	Kapitalimport				Andet ³	National- bankens transakti- oner med udlandet ⁴
		Direkte investeringer		Porteføl- jeinveste- ringer ²	Anden kapital- import		
		Danske i udlandet	Uden- landske i Danmark				
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	23,3	-112,3	64,3	-32,0	56,5	-1,0	-1,2
2008	46,6	-72,1	11,4	53,0	-66,7	-43,5	-71,4
2009	58,8	-36,9	15,9	74,3	195,4	-19,4	288,0
okt 08 - sep 09	54,6	-29,5	10,0	228,8	15,5	-32,9	246,5
okt 09 - sep 10	79,1	-39,9	18,2	-145,1	203,2	-81,4	34,3
sep 09	9,3	0,6	5,5	47,2	5,6	-39,3	28,9
okt 09	3,9	-12,1	6,0	-33,3	-4,6	26,5	-13,6
nov 09	9,0	-5,0	1,3	-29,2	62,2	-27,3	10,9
dec 09	4,9	24,8	-13,1	-44,4	16,1	17,1	5,4
jan 10	0,3	-7,0	6,3	-19,4	53,0	-13,1	20,0
feb 10	4,8	-12,7	-11,5	16,3	8,1	-4,8	0,3
mar 10	6,7	1,1	2,0	-39,5	33,1	-3,0	0,4
apr 10	8,4	-8,3	5,4	44,4	-52,6	-11,1	-13,8
maj 10	6,2	-2,3	14,1	4,7	23,6	-11,6	34,7
jun 10	7,9	-4,9	-0,4	18,6	-22,1	-8,8	-9,7
jul 10	10,1	-7,6	0,7	16,3	-2,7	-22,8	-6,0
aug 10	7,4	1,1	2,5	-14,1	1,3	5,0	3,3
sep 10	9,5	-7,0	4,9	-65,5	87,8	-27,5	2,3

¹ Omfatter løbende poster i alt og kapitaloverførsler mv.² Kan afvige fra totalen i 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 valutaserven. 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	73,1	15,0	-96,0	-49,8	-32,0
2008	-59,1	141,2	11,4	-91,1	50,7	53,0
2009	-5,6	162,6	43,1	-83,4	-42,4	74,3
okt 09	-0,8	-9,0	0,9	-15,5	-9,1	-33,3
nov 09	-13,7	-24,1	5,2	2,5	0,9	-29,2
dec 09	-13,5	-10,6	3,4	-18,5	-5,3	-44,4
jan 10	0,2	16,9	1,2	-31,8	-5,9	-19,4
feb 10	10,3	-10,2	5,3	2,3	8,5	16,3
mar 10	-6,8	5,4	5,3	-36,9	-6,4	-39,5
apr 10	28,6	16,3	2,3	0,4	-3,3	44,4
maj 10	-13,4	-3,1	-1,2	23,2	-0,8	4,7
jun 10	6,2	14,9	6,5	-7,3	-1,7	18,6
jul 10	25,3	0,6	-3,3	0,2	-6,5	16,3
aug 10	14,0	-37,2	1,0	5,2	2,9	-14,1
sep 10	4,8	-89,1	2,5	14,6	2,1	-65,0
okt 10	19,1	7,8	9,5	-17,7	-5,9	12,8

Anm. Et negativt fortegn (-) angiver, at indlænderne netto har købt udenlandske værdipapirer, eller at udlænderne netto har solgt danske værdipapirer.

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

DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER OVER FOR UDLANDET

Tabel 18

	Direkte investeringer		Portefølje-investeringer		Finansielle derivater, netto	Andre investeringer			Danmarks Nationalbank	I alt
	Egenkapital	Koncernlån	Aktier mv.	Obligationer mv.		Handelskreditter	Lån og indskud	Andre		
Ultimo	Mia. kr.									
Aktiver										
2005	566	254	558	685	85	37	720	19	217	3.141
2006	579	260	746	678	47	41	823	30	178	3.383
2007	651	287	794	733	0	47	1.035	32	176	3.755
2008	642	378	447	781	84	45	1.101	37	226	3.740
2009	718	375	607	924	23	38	927	32	400	4.044
2. kv. 09	728	364	492	880	40	44	994	36	336	3.913
3. kv. 09	721	370	566	889	33	41	956	33	400	4.008
4. kv. 09	718	375	607	924	23	38	927	32	400	4.044
1. kv. 10	779	388	652	1.014	41	43	987	34	423	4.361
2. kv. 10	823	405	648	1.031	70	46	968	32	483	4.506
Passiver										
2005	504	230	310	1.019	•	27	967	21	3	3.081
2006	482	270	356	1.066	•	32	1.142	35	4	3.386
2007	543	276	422	1.123	•	36	1.409	37	5	3.851
2008	508	295	242	1.198	•	42	1.398	40	121	3.845
2009	478	302	348	1.361	•	35	1.402	38	5	3.969
2. kv. 09	483	295	293	1.356	•	40	1.429	37	38	3.971
3. kv. 09	480	306	337	1.427	•	34	1.366	38	8	3.997
4. kv. 09	478	302	348	1.361	•	35	1.402	38	5	3.969
1. kv. 10	486	300	411	1.410	•	30	1.576	42	2	4.257
2. kv. 10	519	309	431	1.510	•	34	1.496	39	42	4.379
Nettoaktiver										
2005	62	24	247	-333	85	11	-247	-2	214	61
2006	98	-11	390	-387	47	10	-319	-5	174	-3
2007	108	12	372	-390	0	11	-374	-5	171	-96
2008	134	83	205	-417	84	3	-298	-3	105	-104
2009	240	73	259	-437	23	3	-476	-6	395	74
2. kv. 09	246	69	199	-476	40	4	-434	-2	298	-57
3. kv. 09	241	63	229	-538	33	6	-410	-6	392	10
4. kv. 09	240	73	259	-437	23	3	-476	-6	395	74
1. kv. 10	292	88	242	-396	41	13	-589	-8	421	105
2. kv. 10	304	96	217	-478	70	12	-527	-7	441	128

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

NATIONALREGNSKABETS FORSYNINGSBALANCE

Tabel 19

	Brutto- national- produkt	Indenlandsk efterspørgsel					Eksport af varer og tjenester	Import af varer og tjenester
		Privat konsum	Offent- ligt konsum	Faste brutto- investe- ringer	Lager- for- øgelser	I alt		
Mia. kr.								
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	1.695,3	820,4	440,0	371,4	24,8	1.656,5	885,2	846,5
2008	1.740,8	840,3	464,8	365,5	15,2	1.685,7	959,0	903,8
2009	1.656,1	813,6	496,3	303,4	-20,3	1.592,9	792,8	729,6
3. kv. 09	412,3	199,7	124,5	72,2	-4,9	391,5	200,7	179,9
4. kv. 09	429,3	212,9	129,2	75,8	-5,4	412,5	202,0	185,2
1. kv. 10	417,0	209,0	126,2	65,8	-3,4	397,6	198,8	179,4
2. kv. 10	439,1	210,4	129,7	74,1	2,7	416,9	219,2	197,0
3. kv. 10	437,4	209,4	128,8	69,9	0,8	408,9	229,3	200,8

Realvækst i forhold til året før, pct.

2005	2,4	3,8	1,3	4,7	...	3,4	8,0	11,1
2006	3,4	3,6	2,8	14,2	...	5,2	9,0	13,4
2007	1,6	3,0	1,3	0,4	...	2,3	2,8	4,3
2008	-1,1	-0,6	1,6	-3,2	...	-1,2	2,8	2,7
2009	-5,2	-4,5	3,1	-14,3	...	-6,5	-9,7	-12,5
3. kv. 09	-5,9	-4,1	3,3	-16,1	...	-6,7	-10,5	-12,4
4. kv. 09	-3,3	-0,7	2,8	-14,5	...	-4,3	-8,7	-11,0
1. kv. 10	-0,7	2,9	2,3	-16,4	...	-1,3	-2,8	-4,0
2. kv. 10	2,9	1,3	2,8	1,2	...	3,9	2,5	4,5
3. kv. 10	3,0	2,0	1,2	-3,2	...	2,5	4,6	3,5

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

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

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

Anm.: Vægtfordelingen afspejler vægtgrundlaget januar 2009.

¹ Nettoprisindekset er renset for moms, afgifter og pristilskud.² Kerneinflationen er afgrænset som stigningen i HICP ekskl. energi og fødevarer.³ Varer og tjenester ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser udgør 60,9 pct. af HICP's vægtgrundlag og 53,2 pct. af nettoprisindekset. Forskellen afspejler, at de samme varer og tjenester fylder forskelligt i de to 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 markedsbestemt 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	8,8	0	7	20
2006	3,9	105,7	103,5	1.231	156.719	10,5	9	21	24
2007	2,7	107,0	104,9	1.392	162.481	7,5	5	9	20
2008	1,9	106,7	101,7	2.840	150.663	-7,7	-7	-16	3
2009	3,6	88,2	97,0	4.140	112.249	-5,0	-17	-44	-13
Sæsonkorrigeret									
nov 09	4,3	86,9	96,4	390	9.968	-3,4	-2	-44	-2
dec 09	4,3	82,9	96,7	436	10.750	-1,6	-2	-39	-4
jan 10	4,3	85,4	96,3	471	13.372	-0,6	3	-42	-1
feb 10	4,3	87,3	96,1	459	10.542	2,9	3	-45	3
mar 10	4,3	88,6	98,6	491	12.558	0,8	7	-40	0
apr 10	4,2	86,7	93,9	376	11.731	2,4	6	-32	1
maj 10	4,1	90,2	97,5	453	12.861	1,8	8	-32	6
jun 10	4,2	94,8	95,8	445	12.639	-1,7	6	-33	7
jul 10	4,1	94,6	96,1	440	12.213	3,6	5	-32	4
aug 10	4,1	88,8	96,4	385	12.944	5,2	4	-32	3
sep 10	4,2	91,0	96,1	423	13.129	2,2	5	-28	5
okt 10	4,2	...	96,1	450	13.672	1,4	1	-33	5
nov 10	...	...	...	...	...	2,6	-3	-35	9

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	82,5
2006	2.825	1.980	145,7	146,1	134,2	100,3
2007	2.903	2.061	151,4	152,1	138,4	104,8
2008	2.958	2.120	158,0	158,5	143,0	100,1
2009	2.866	2.016	162,9	163,1	145,7	88,1
Sæsonkorrigeret						
3. kv. 09	2.843	1.989	163,4	163,9	146,2	88,6
4. kv. 09	2.813	1.959	164,1	164,9	147,1	88,3
1. kv. 10	2.812	1.952	165,6	166,4	149,1	88,8
2. kv. 10	2.818	1.956	165,9	166,9	148,8	90,9
3. kv. 10	2.798	1.934	167,2	168,0	149,2	...
Vækst i forhold til året før, pct.						
2005	1,0	1,4	2,9	2,7	2,5	17,6
2006	2,1	2,9	3,1	3,1	2,7	21,6
2007	2,8	4,1	3,8	4,0	3,2	4,6
2008	1,9	2,9	4,4	4,2	3,3	-4,5
2009	-3,1	-4,9	3,1	2,9	1,9	-12,0
3. kv. 09	-3,9	-6,2	2,8	2,6	2,0	-12,2
4. kv. 09	-5,1	-7,8	2,3	2,5	2,1	-5,1
1. kv. 10	-3,9	-6,2	2,5	2,8	3,2	1,5
2. kv. 10	-2,3	-3,9	2,2	2,6	2,5	3,4
3. kv. 10	-1,6	-2,8	2,3	2,5	2,1	...

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
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
mar 10	744,16	548,49	825,42	76,50	92,59	513,89	6,0496
apr 10	744,27	555,17	851,40	77,05	93,83	518,83	5,9429
maj 10	744,16	591,90	868,22	76,97	94,26	524,43	6,4246
jun 10	744,09	609,55	899,03	77,74	94,12	540,65	6,7050
jul 10	745,22	583,72	891,83	78,49	92,92	553,71	6,6710
aug 10	744,95	577,90	904,51	79,07	93,91	555,68	6,7733
sep 10	744,76	570,26	886,92	80,74	94,09	569,07	6,7591
okt 10	745,67	536,57	850,91	80,36	91,93	554,34	6,5603
nov 10	745,47	545,99	871,93	80,02	91,51	554,70	6,6164

EFFEKTIV KRONEKURS

Tabel 24

	Nominel effektiv kronekurs	Forbrugerpriser		Real effektiv kronekurs baseret på forbruger- priser	Real effektiv kronekurs baseret på timeløn- ninger	Forbruger- priser i euro- området
		Danmark	Udlandet			
Gennemsnit	1980=100					2005=100
2005	101,6	241,7	228,5	107,5	109,6	100,0
2006	101,6	246,2	233,4	107,3	110,3	102,2
2007	103,2	250,5	238,7	108,3	112,7	104,4
2008	105,8	259,0	246,9	111,1	116,7	107,8
2009	107,8	262,4	247,3	114,9	120,7	108,1
nov 09	108,4	263,3	248,3	115,1	...	108,5
dec 09	108,1	262,9	248,9	114,4	120,9	108,9
jan 10	107,0	263,6	248,5	113,8	...	108,1
feb 10	105,7	266,6	249,5	113,4	...	108,4
mar 10	105,4	268,2	250,7	113,3	118,0	109,4
apr 10	104,8	268,6	251,3	112,5	...	109,9
maj 10	103,3	268,6	251,6	111,3	...	110,0
jun 10	102,2	268,2	251,7	110,1	116,2	110,0
jul 10	102,9	268,2	251,5	110,7	...	109,7
aug 10	102,8	269,0	251,7	110,6	...	109,9
sep 10	102,8	270,1	252,3	110,8	115,8	110,1
okt 10	104,4	269,9	...	...	...	110,5
nov 10	103,9	...	...	...	...	...

Ændring i forhold til året før, pct.

2005	-0,6	1,8	2,0	-0,7	-0,2	2,2
2006	0,0	1,9	2,1	-0,1	0,6	2,2
2007	1,6	1,7	2,3	0,9	2,2	2,2
2008	2,5	3,4	3,4	2,6	3,5	3,3
2009	1,9	1,3	0,2	3,4	3,4	0,3
nov 09	3,6	1,3	0,4	3,8	...	0,5
dec 09	0,7	1,4	1,1	0,6	2,6	0,9
jan 10	-0,3	2,0	1,3	0,0	...	1,0
feb 10	-1,0	1,9	1,3	-0,7	...	0,9
mar 10	-2,4	2,2	1,7	-2,2	-2,0	1,4
apr 10	-2,4	2,4	1,8	-2,1	...	1,5
maj 10	-3,9	2,2	1,8	-3,2	...	1,6
jun 10	-5,4	1,7	1,6	-4,5	-3,6	1,4
jul 10	-4,6	2,3	1,7	-3,7	...	1,7
aug 10	-4,3	2,3	1,6	-3,2	...	1,6
sep 10	-4,8	2,6	1,8	-3,6	-3,8	1,8
okt 10	-3,7	2,5	...	...	...	1,9
nov 10	-4,2	...	...	...	...	...

Anm.: Indekset for den nominelle effektive kronekurs er en geometrisk sammenvæjning 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. Fra april 2010 er vægtgrundlaget baseret på industrivarehandelen i 2009, og tidligere 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).