



Danmarks
Nationalbank

Kvartalsoversigt
1. kvartal
Del 1

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



KVARTALSOVERSIGT, 1. KVARTAL 2011

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: Per Callesen
Redaktør: Peter Birch Sørensen
Redaktionen er afsluttet den 11. marts 2011.

Kvartalsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til:

Danmarks Nationalbank,
Kommunikation,
Havnegade 5,
1093 København K

Telefon 33 63 70 00 (direkte) eller 33 63 63 63
Ekspeditionstider, mandag-fredag kl. 9.00-16.00
E-mail: kommunikation@nationalbanken.dk
www.nationalbanken.dk

Kvartalsoversigt – 2. kvartal 2011, planlægges offentliggjort 16. juni 2011.

Indhold

Seneste økonomiske og monetære udvikling	1
--	---

DANSK OG INTERNATIONAL ØKONOMI

Boligboblen der bristede: Kan boligpriserne forklares? Og kan deres udsving dæmpes?	47
---	----

Niels Arne Dam, Tina Saaby Hvolbøl, Erik Haller Pedersen, Peter Birch Sørensen og Susanne Hougaard Thamsborg, Økonomisk Afdeling

Erfaringerne fra sidste årti har endnu en gang demonstreret, at store udsving i boligpriserne kan destabilisere samfundsøkonomien. Det er derfor vigtigt at forstå drivkræfterne bag udviklingen i boligpriserne. Denne oversigtsartikel giver et ikke-teknisk sammendrag af de analyser af boligmarkedet, der fremlægges i kvartalsoversigtens del 2. Analyserne viser, at boligboomet i midten af 2000-tallet i høj grad var drevet af indførelsen af nye låneformer og i nogen grad af, at ejendomsværdiskatten blev fastfrosset i forbindelse med skattestoppet. Disse tiltag forstærkede konjunkturudsvingene og har medført, at der er udsigt til en lavere beskæftigelse i de kommende år, end vi ellers ville have haft. Udsvingene på boligmarkedet og dermed i samfundsøkonomien kan mindskes ved at genskabe forbindelsen mellem ejendomsværdiskatten og de aktuelle boligpriser, og ved at udfase adgangen til afdragsfrie realkreditlån til ejerboliger.

Konjunkturudsving og offentlige finanser	71
--	----

Ann-Louise Winther, Økonomisk Afdeling

Udviklingen i den offentlige budgetsaldo afhænger både af den aktive finanspolitisk og af konjunkturudviklingen. Denne artikel sætter fokus på forskellige metoder til at rense den faktiske saldo for konjunktoren og andre midlertidige udsving. Derved opnås et mål for den strukturelle budgetsaldo, som giver et billede af den underliggende udvikling i de offentlige finanser. Den strukturelle budgetsaldo bliver opgjort af en række nationale og internationale institutioner. Afvigelser mellem opgørelserne kan henføres til forskellige metoder til beregning af den cykliske del af saldoen og til omfanget af korrektioner for andre midlertidige forhold. I den mest udbredte metode er opgørelsen afhængig af skøn for produktionsgabet. Det er desuden afgørende for opgørelsen af den danske strukturelle budgetsaldo, at der korrigeres for større udsving i en række indtægtsposter.

Indikatormodeller for det private forbrug 93

Jonas Sørensen, Økonomisk Afdeling

Det private forbrug er den største komponent i den samlede efterspørgsel. Forudsigelse af privatforbruget er derfor en vigtig del af arbejdet med konjunkturprognoser. Flere indikatorer for det private forbrug offentliggøres tidligt i forhold til nationalregnskabet. Artiklen undersøger forskellige indikatorers evne til at beskrive den samtidige og fremtidige udvikling i privatforbruget. Analysen viser, at indikatorerne forbedrer vurderingen af den aktuelle udvikling i det private forbrug betydeligt i forhold til en simpel autoregressiv model, hvor det aktuelle forbrug forudsiges på grundlag af den historiske forbrugsudvikling. Indikatorerne kan også spille en vis rolle i forudsigelsen af det kommende kvartals udvikling.

Den økonomiske krise i Irland, Island og Letland 107

Jakob Ekholdt Christensen, Økonomisk Afdeling

Irland, Island og Letland er kommet i voldsomt økonomisk uføre i løbet af de seneste år. De tre lande har søgt det internationale samfund om hjælp til at løse akutte likviditetsproblemer og få ryddet op i deres økonomier. Artiklen sammenligner den økonomiske udvikling op til krisens udbrud og belyser ligheder og forskelle i landenes krisehåndtering. Samtidig ser artiklen på nogle af de erfaringer, som landene har draget af forløbet før og under krisen.

FINANSIELLE FORHOLD

En fortælling om to danske bankkriser 121

Kim Abildgren, Økonomisk Afdeling og Jens Thomsen, tidligere nationalbankdirektør

I artiklen sammenlignes krisen i dansk økonomi 1987-93 med årene 2008 og frem. Der var væsentlige forskelle med hensyn til det økonomiske udgangspunkt, væksten på eksportmarkederne og den første finanspolitik op til krisen. Fælles var en forudgående overophedning af økonomien og stærkt stigende ejendomspriser. I begge kriser havde mange af de pengeinstitutter, der måtte ophøre som selvstændige virksomheder, haft en meget stærk udlånsvækst, en høj andel af ejendomsrelaterede engagementer og forholdsvis mange store engagementer.

Status på Basel III – likviditet og kapital 141

Borka Babic, Kapitalmarkedsafdelingen

Basels banktilsynskomité offentliggjorde i december 2010 de nye internationale reguleringsrammer for kreditinstitutter (Basel III). Samtidig blev resultaterne af kvantitative vurderinger af Basel III's effekt på kreditinstitutternes likviditets- og kapitalforhold offentliggjort. I artiklen gennemgås de nye likviditets- og kapitalkrav og gearsratioen. Resultaterne af de kvantitative vurderinger præsenteres.

Likviditet i danske realkredit- og statsobligationer 155

Birgitte Vølund Buchholst, Kapitalmarkedsafdelingen

Artiklen er et resume af Nationalbankens analyser af likviditeten i realkredit- og statsobligationsmarkederne. Analysen er baseret på ikke tidligere anvendte transaktionsdata og viser, at danske benchmark-realkreditobligationer stort set er lige så likvide som danske statsobligationer i perioder med markedsstress. Resultaterne viser også, at selv om handlen fortsatte under den finansielle krise, oplevede begge markeder væsentlige fald i likviditet og signifikant øgede likvidetsrisici. Endelig viser analysen, at statsobligationer før krisen var lidt mere likvide end realkreditobligationer i både det korte og det lange markedssegment. I perioden efter krisen er de to markeder for både korte og lange obligationer omtrent lige likvide.

Makrovirkninger af finansiell regulering 163

Anders Møller Christensen, Økonomisk Afdeling

Baselkomiteen har udarbejdet et sæt forslag til fremtidig regulering af banksektoren. Forslagene indebærer nogle samfundsmæssige gevinster i form af færre finansielle kriser og deraf følgende mindre udsving i produktion og arbejdsløshed end under det gældende regelsæt, Basel II. Mens de nye kapital- og likviditetskrav fases ind, kan der dog blive tale om nogle samfundsmæssige omkostninger, som de fleste vurderer til at blive små og næppe til at måle i praksis. Bankerne finder dog, at de bliver følelige.

DOKUMENTATION**Ny statistik over strukturerede obligationer 173**

Elena Kabatchenko, Statistisk Afdeling

Nationalbanken har i februar 2011 offentliggjort en ny statistik over strukturerede obligationer. I artiklen præsenteres statistikkens kildegrundlag og indhold, og der gives et kort overblik over det danske marked for strukturerede obligationer.

Udgivne Working Papers 177**Pressemeddelelser 179****Tabelafsnit**

Seneste økonomiske og monetære udvikling

Oversigten vedrører perioden medio december 2010 til primo marts 2011

SAMMENFATNING

Væksten i verdensøkonomien er taget til i styrke over det seneste år. Verdenshandlen stiger, især drevet af eksport til de nye vækstøkonomier, hvor opsvinget er stærkest. I Europa er der store forskelle mellem udviklingen i de enkelte lande. Især tysk og svensk økonomi klarer sig godt, mens mange lande stadig er tynget af stor statsgæld. Statsgældskrisen er forsøgt imødegået af EU og Den Internationale Valutafond, IMF.

Råvarepriserne er næsten tilbage på det høje niveau, umiddelbart inden den finansielle krise satte ind i 2008. Også fødevarerpriserne er høje og stigende. Det trækker inflationen op globalt, ikke mindst i mange af de nye vækstøkonomier. Kerneinflationen i euroområdet er dog stadig moderat på omkring 1 pct. år til år. Renten på statsobligationer i Tyskland og USA er steget det seneste halve år, men fra et lavt niveau.

Produktionen herhjemme voksede sidste år med 2,1 pct. I 4. kvartal var væksten dog negativ, men denne opbremsning ventes at være midlertidig. Væksten har indtil videre været holdt tilbage af en stor opsparings tilbøjelighed i den private sektor, både i husholdningerne og virksomhederne. I år og de kommende år ventes en markant mindre fremgang i de reale disponible indkomster end sidste år, fordi lønudviklingen er langsommere og priser og skatter højere. Da forbrugskvoten ligger noget under sit langsigtede gennemsnit, er der imidlertid plads til at forøge det private forbrug.

Den afdæmpede private efterspørgsel øger presset på de offentlige finanser, men er samtidig med til at sikre et meget stort overskud på betalingsbalancen. Hertil bidrager også en stor nettoindtjening fra den danske handelsflåde. Både vareeksporten og vareimporten har været stigende de seneste måneder.

Fremgangen i økonomien sidste år er endnu ikke for alvor slået igennem på arbejdsmarkedet. Svækkelsen af arbejdsmarkedet har fået lønstigningstakten ned, så den nu er på linje med lønstigningen hos vore

konkurrenter, efter at den i en lang årrække har ligget højere. Den underliggende inflation er også moderat, men stigende energi- og fødevarerpriser holder den samlede prisstigningstakt oppe. Får dette lov at slå ud i lønstigningstakten, risikeres en pris-løn-spiral, som yderligere kan skade konkurrenceevne og beskæftigelse. Den del af produktionsresultatet, som går til aflønning af lønmodtagerne, steg stærkt under den seneste højkonjunktur, og det muliggjorde en vækst i reallønnen trods en svag produktivitetsudvikling.

I de nærmeste år ventes væksten i den samlede efterspørgsel at være højere end den underliggende vækst i produktionskapaciteten. I lyset af den pressede konkurrenceevne er det afgørende at sikre plads i økonomien til den vækst i det private forbrug og de private investeringer, som der er mulighed for i lyset af et højt opsparingsniveau og god indtjening i virksomhederne. Bl.a. derfor er det vigtigt at fastholde den planlagte finanspolitik med stramninger i årene 2011-13. Finanspolitisk disciplin er en forudsætning for at bevare det lave rentespænd over for euroområdet. Med et lavt rentespænd vil pengepolitikken fortsat kunne understøtte den økonomiske fremgang, selv om der må ventes en gradvis normalisering af det internationale renteniveau.

Ustabiliteten på boligmarkedet og dermed i samfundsøkonomien er øget det seneste årti. Det skyldes bl.a. fastfrysningen af den nominelle ejendomsværdiskat. Der er behov for at dæmpe prisudsvingene på boligmarkedet ved at genskabe sammenhængen mellem ejendomsværdiskatten og de aktuelle boligpriser. Det vil forebygge en yderligere udhuling af de offentlige indtægter fra boligbeskatningen og retablere en vigtig automatisk stabilisator i samfundsøkonomien.

Stabiliteten i dansk økonomi svækkes også af den stadigt mere omfattende brug af afdragsfrie realkreditlån, der har bidraget til at øge udsvingene i boligpriserne. En gradvis og lempelig begrænsning af adgangen til afdragsfrie lån i takt med, at de eksisterende 10-årige lån med afdragsfrihed udløber, vil kunne gennemføres uden alvorlige konsekvenser for boligmarkedet på kort sigt og vil bidrage til at stabilisere markedet på længere sigt.

Som følge af befolkningsudviklingen er der udsigt til, at arbejdsstyrken falder samtidigt med, at antallet af personer uden for arbejdsmarkedet stiger. Det udhuler grundlaget for den fremtidige velstand og offentlige service. Et nærliggende og sikkert virkende instrument til at imødegå denne udvikling vil være at udfase efterlønnen. I kraft af bedre helbredstilstand og længere levetid er der sket en betydelig stigning i antallet af mulige leveår med efterløn og pension, siden ordningen blev indført. Selv med en hurtig udfasning af efterlønnen vil den forventede nettotilgang til arbejdsstyrken være så begrænset, at den uden nævne-

værdige tilpasningsproblemer vil kunne omsættes i øget beskæftigelse. Hvis en tilbagetrækningsreform skal nå at få virkning, inden de negative økonomiske konsekvenser af den demografiske udvikling for alvor slår igennem, og de berørte personer skal have et vist varsel, bør beslutningen om en reform træffes snarest.

INTERNATIONAL ØKONOMI

Væksten i den globale økonomi er taget til i styrke det seneste år. For de avancerede økonomier er der stadig tale om et forholdsvis forsigtigt opsving, som primært bygger på fremgangen i verdenshandlen. Især eksporten til de nye vækstøkonomier stiger.

Fremgangen er drevet af stigende produktion i fremstillingssektoren. Det globale indeks for tillid i denne sektor er steget i de seneste måneder til det højeste niveau i ti år. Væksten i det globale bruttonationalprodukt, BNP, forventes af IMF, at blive lidt mindre end i 2010, jf. tabel 1. Hermed er væksten i verdensøkonomien tilbage på gennemsnittet for perioden før krisen.

Der er stor forskel på udviklingen inden for Europa. En gruppe lande, som har haft moderate lønstigninger i forhold til produktivitetsudviklingen og en afbalanceret udvikling i de offentlige finanser, klarer sig

SKØN FOR BNP-VÆKST I UDVALGTE OMRÅDER OG LANDE

Tabel 1

Pct.	2010	2011		2012	
		OECD	IMF	OECD	IMF
USA	2,8	2,2	3,0	3,1	2,7
Euroområdet	1,7	1,7	1,5	2,0	1,7
Tyskland	3,5	2,5	2,2	2,2	2,0
Frankrig	1,5	1,6	1,6	2,0	1,8
Italien	1,1	1,3	1,0	1,6	1,3
Spanien	-0,1	0,9	0,6	1,8	1,5
Storbritannien	1,3	1,7	2,0	2,0	2,3
Danmark (eget skøn)	2,1	1,9		1,8	
Sverige	5,5	3,3	2,6	3,4	3,0
Japan	3,9	1,7	1,6	1,3	1,8
Kina	10,3	9,7	9,6	9,7	9,5
Indien	9,7	8,2	8,4	8,5	8,0
Verden (PPP)	5,0	4,2	4,4	4,6	4,5
Verden (MER)	3,9	n.a.	3,5	n.a.	3,6

Anm.: PPP er BNP opgjort efter købekraftspariteter, MER er BNP opgjort efter faktiske valutakurser. Den PPP-baserede sammenvæjning giver en langt større vægt til "emerging markets". Der kan argumenteres for, med forbehold for en betydelig datausikkerhed, at PPP-vægtningen giver det bedste indtryk af fremgangen i den globale levestandard. I forhold til betydningen for eksportmuligheder, finansielle bevægelser og kapacitet til fx udviklingsbistand er vægtning med de faktiske valutakurser det korrekte mål.

Kilde: Data vedrørende 2010 er nationalregnskabsopgørelser, for Indien og verden dog seneste vurdering fra IMF. Data vedrørende 2011 og 2012 er fra OECD, *Economic Outlook*, nr. 88, november 2010, og fra IMF, *World Economic Outlook Update*, januar 2011, dog er data vedrørende Sverige fra IMF, *World Economic Outlook*, oktober 2010.

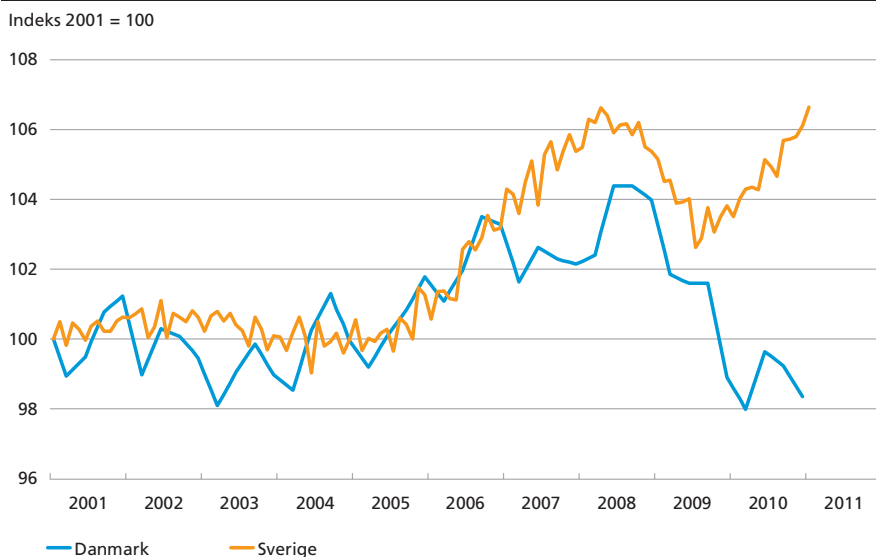
godt. I euroområdet er det især tysk økonomi, der er vokset. Det tyske BNP steg med 3,6 pct. i 2010 drevet af private investeringer og eksport, men også fremgangen i det private forbrug blev stærkere i løbet af året. Stigende beskæftigelse og faldende arbejdsløshed understøtter fremgangen i det private forbrug, mens fortsat vækst i verdenshandlen stimulerer eksport og investeringer. Den begyndende finanspolitiske konsolidering ventes kun at have en begrænset vækstdæmpende effekt i år.

Det økonomiske opsving i Sverige er særligt markant. Arbejdsløsheden faldt, og beskæftigelsen steg igennem 2010, og tabet af arbejdspladser under krisen er nu indhentet, jf. figur 1. Væksten i BNP i 2010 blev 5,3 pct. drevet af det private forbrug og eksporten. Boligmarkedet har kun i mindre grad været berørt af finanskrisen, og husholdningernes gæld er fortsat med at stige. Finanspolitikken, der var ekspansiv i 2010 på baggrund af en meget solid stilling på de offentlige finanser, vil også i år stimulere væksten, dog i mindre grad.

En gruppe lande, som har statsfinansielle problemer og i nogle tilfælde eftervirkninger af en bristet boligboble eller dårlig konkurrenceevne, klarer sig mindre godt. Gennemgående var de mest kriseramte lande kendetegnet ved store underskud på betalingsbalancen før omsvinget i 2008. Underskuddene afspejlede, at forbrug og investeringer langt oversteg indkomstgrundlaget, og med store betalingsbalanceunderskud og udlandsgæld er det vanskeligere at sikre en stabil finansiering af både offentlig og privat gæld.

BESKÆFTIGELSE I DANMARK OG SVERIGE

Figur 1



Anm.: Data for Danmark er på kvartaler.

Kilde: Reuters EcoWin.

BNP-væksten i store euroområdeøkonomier som Frankrig og Italien var i 2010 1-1,5 pct., og i 2011-12 ventes væksten at forblive moderat, men med svag fremgang drevet af højere eksport og de heraf affødte investeringer, jf. tabel 1. I Storbritannien var BNP-væksten sidste år 1,3 pct. Den finanspolitiske konsolidering fortsætter de kommende år efter den kraftige stramning, der blev påbegyndt sidste år. Det vil lægge en dæmper på væksten. Eksportudviklingen har også været svag til trods for, at det britiske pund er deprecieret. Eksporten ventes på sigt at stige, men forholdsvis begrænset.

Endelig er der en gruppe lande, hvor markedernes manglende tillid til landenes evne til at betjene deres statsgæld og en dermed sammenhængende krise for den finansielle sektor har gjort det nødvendigt at stramme finanspolitikken betydeligt allerede i 2010. Det har forlænget effekten af den globale finanskrisen for disse lande. I Spanien var den fortsatte krise på boligmarkedet og i byggeriet med til at give svagt negativ BNP-vækst i 2010, men der ventes højere vækst i 2011-12, jf. tabel 1. I Grækenland og Irland skønnes BNP at være faldet sidste år med henholdsvis 4,2 og 0,2 pct. Grækenland ventes først at få positiv vækst i 2012, mens udviklingen i Irland vil vende lidt tidligere.¹ Portugal havde positiv vækst i BNP på 1,4 pct. i 2010, men her ventes BNP at falde i 2011. I alle disse lande ventes der dog en stigende eksport i takt med, at deres konkurrenceevne gradvis forbedres.

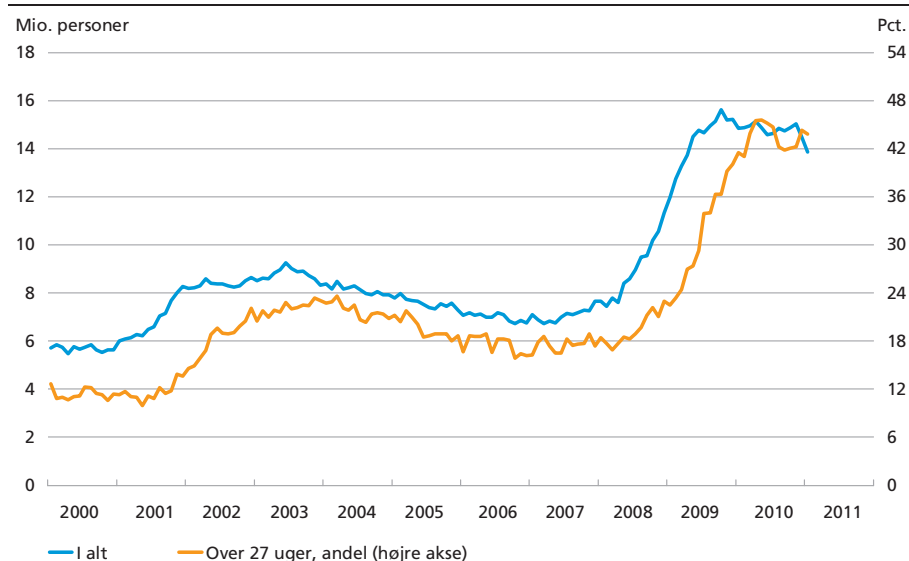
I USA har der været pæn fremgang for det private forbrug, og BNP steg 2,8 pct. i 2010. Arbejdsmarkedet er dog stadig trykket. Langtidsarbejdsløsheden ligger på et usædvanligt højt niveau uden klare tegn til fald, jf. figur 2. Bunden på ejendomsmarkedet blev nået i 2009, men huspriserne har endnu ikke vist tegn på egentlig fremgang, og omsætningen er lav. Den finanspolitiske aftale, som blev vedtaget af Kongressen i december, vil øge det i forvejen store behov for finanspolitisk konsolidering på længere sigt, men ventes at stimulere efterspørgsel og produktion i 2011, så BNP-væksten vil blive lidt højere.

I de nye vækstøkonomier er produktionsvæksten stærk. Landenes indbyrdes samhandel stiger, og det opvejer den svagere importefterspørgsel i industrilandene. IMF regner med en vækst i udviklingslandenes BNP på omkring 6,5 pct. i 2011 og 2012, dvs. lidt lavere end de 7 pct. i 2010. De globale ubalancer blev reduceret betydeligt under finanskrisen, men nogle af de nye vækstøkonomier, bl.a. Kina og de olieeksporterende lande, har fortsat store overskud på betalingsbalancen. De ventes at stige yderligere i år og næste år. Det kinesiske overskud skyldes et struk-

¹ IMF, Greece: *Second review under the stand-by arrangement – Staff report*, december 2010 og IMF, Ireland: *Request for an extended arrangement – Staff report*, december 2010.

ARBEJDSLØSHED I USA

Figur 2



Anm. Sæsonkorregeret.
Kilde: Reuters EcoWin.

turelt lavt privatforbrug og deraf følgende betydelig indenlandsk opsparring, som bl.a. placeres i boliger med stigende boligpriser til følge. Andre vækstøkonomier som Brasilien, Indien og Tyrkiet kom ud af 2010 med underskud på betalingsbalancen på mellem 2,5 og 5,25 pct. af BNP. Underskuddene ventes at stige i 2011 og 2012.

Udsigterne for verdensøkonomien rummer positive muligheder, især fordi investeringerne er faldet meget i kølvandet på krisen, hvilket giver grundlag for en fremtidig investeringsfremgang. Omvendt er der også en række risici, hvis håndtering stiller store krav til den økonomiske politik:

- I USA konsoliderer den private sektor sig fortsat, og arbejds- og boligmarkederne er stadig svage. Den største bekymring er de meget store offentlige budgetunderskud og manglende finanspolitisk holdbarhed. Det kan få stor betydning for det mellemfristede internationale vækstforløb, om der sker en tilstrækkelig finanspolitisk genopretning, inden der eventuelt opstår tvivl i markederne om myndighedernes evne til at få de offentlige finanser under kontrol.
- I en række europæiske lande er der risiko for intensivering af statsgældskrisen, og det er nødvendigt at fastholde de omfattende finanspolitiske konsolideringsplaner. Samtidig er der fortsat behov for at styrke den finansielle sektor i mange lande.
- I de nye vækstøkonomier er der risiko for, at fortsat kapitalindstrømning medvirker til overophedning og stigende inflation. Der er i nogle

tilfælde behov for en strammere finanspolitik og makroprudentielle tiltag. I nogle af de store økonomier vil en stærkere valuta kunne dæmpe presset.

- For verdensøkonomien som helhed er stigende råvarepriser, og især oliepriser, en væsentlig risiko. Højere oliepriser virker som en indkomstoverførsel fra importerende til eksporterende lande. Der er aktuell risiko knyttet til politisk uro i Nordafrika, men der er også et underliggende pres på oliemarkedet, som bl.a. bør lettes ved at afvikle de store subsidier til brug af fossile brændstoffer i mange nye vækstøkonomier.

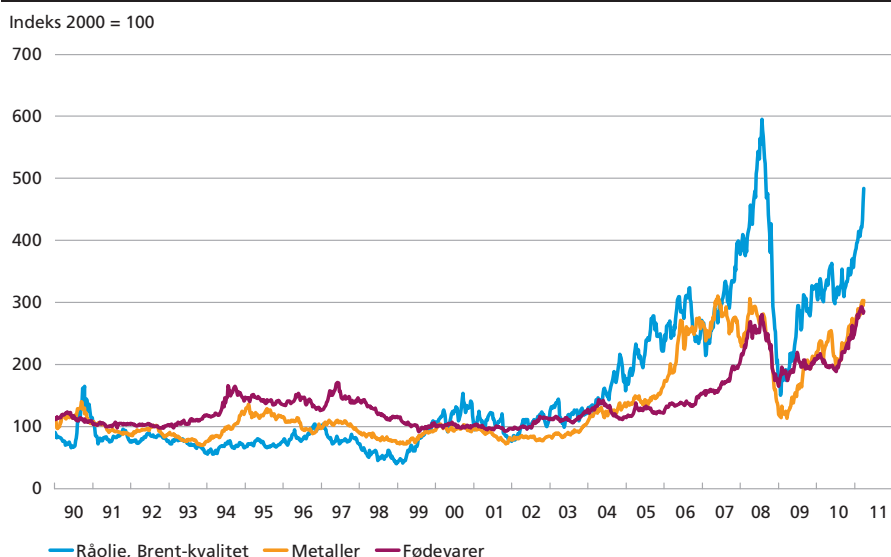
Prisudviklingen

Råvarepriserne på verdensmarkedet er ved at vende tilbage til det høje niveau, de nåede inden den globale finanskrisen. Prisen på en tønde råolie af Brent-kvalitet var 9. marts 115 dollar. Der har også været store stigninger i priserne på andre råvarer som fødevarer og metaller, jf. figur 3.

Udviklingen i råvarepriserne tyder på, at den globale krise gav et kortvarigt afbræk i en langsigtet tendens til højere priser. De aktuelle stigninger afspejler dermed strukturelle ændringer i en række relative priser, jf. boks 1. Råvarepriserne forventes derfor at forblive på det højere niveau eller stige yderligere.

OLIE- OG ANDRE RÅVAREPRISER

Figur 3



Anm.: Fødevare- og metalindeks er fra The Economist. Metaller er aluminium, kobber, nikkel, zink, tin og bly. Fødevarer er bl.a. kaffe, sojabønner, sukker, kakao, kød, hvede og sojaolie.

Kilde: Reuters EcoWin.

RÅVAREPRISSTIGNINGER: LANGSIGTET TENDENS ELLER SPEKULATION?

Boks 1

Generelt har råvarepriserne haft stigende tendens siden begyndelsen af dette århundrede, men stigningen i 2007-08 og i det seneste års tid har været meget kraftig, jf. figur 3. De seneste stigninger i råvarepriserne har kun få fortilfælde: Midten af 1930'erne, hvor der kom store prisstigninger efter prisfald under depressionen, og begyndelsen af 1970'erne, hvor det ikke kun var olieprisen, der steg. Store prisstigninger kan føre til formodning om spekulation, hvor råvarer bliver holdt tilbage fra markedet med henblik på at drive prisen op ("corner the market"). Det fordrer imidlertid stigende lagre af de pågældende varer, hvilket ikke kan observeres i den aktuelle situation.

Forklaringen på prisstigningerne skal derfor snarere søges i råvareprisernes generelt stigende tendens siden årtusindskiftet, dvs. i stigende efterspørgsel fra relativt resurseintensive udviklingsøkonomier som fx Kina. I disse højvækstlande fylder fødevarer og energi stadig mere i både forbrug og produktion. Især mange af de nye vækstøkonomier anvender store resurser på subsidiering af fossile brændstoffer – på globalt plan er subsidieringen mellem 500 og 1.000 mia. dollar – bl.a. ved statsfastsatte lave priser på olieprodukter. Vækstøkonomiernes andel af det globale olieforbrug er steget til op mod halvdelen, og når prisstigninger på grund af subsidiering ikke slår igennem hos forbrugerne, sker der heller ikke en dæmpning af efterspørgslen, hvilket presser verdensmarkedsprisen yderligere op. Udbudselasticiteten for mange råvarer bortset fra fødevarer er lav, og udbuddet har derfor haft svært ved at følge med den stigende efterspørgsel. For visse fødevarer gælder det, at produktionen i stigende grad er gået til biobrændstoffer. Hertil kommer vanskeligere produktionsvilkår i de senere år på grund af dårligt vejr mv., som i et vist omfang kan være af strukturel karakter som følge af igangværende klimaforandringer.

Spørgsmålet er, om de aktuelt lempelige finansielle vilkår i industrilandene – og ligeså i perioden 2007-08 – har lagt yderligere brænde på bålet og bidraget til at destabilisere udviklingen i råvarepriserne. I de senere år har der været en stigning i handlen med finansielle instrumenter afledt af råvarehandel, herunder råvarefutures, dvs. kontrakter om køb og salg af råvarer til fremtidig levering. Handel med råvarederivater ("spekulation") kan betragtes som handel i information vedrørende udbuds- og efterspørgselsforhold på råvaremarkederne. Denne handel giver mulighed for at afdække prisrisici. Hvis "spekulanterne" (dvs. de investorer, der efterspørger råvarederivater, men ikke skal bruge de fysiske råvarer til produktionsformål) er bedre informerede om de fremtidige udbuds- og efterspørgselsforhold end de øvrige aktører på råvaremarkederne, kan "spekulationen" bidrage til at stabilisere råvarepriserne. I praksis synes de kortsigtede udsving i råvarepriserne på spot- og futuresmarkederne dog at være steget i takt med, at handlen med råvarederivater er vokset.

I den aktuelle situation er der imidlertid intet, der tilsiger, at den underliggende tendens til stigende råvarepriser er ude af trit med de ovennævnte strukturforandringer i den globale økonomi. Empiriske undersøgelser tyder heller ikke på, at spekulative handler i råvarederivater har medført systematiske stigninger i spotprisen. Spekulative investorers rolle synes primært at være tilførsel af likviditet til råvaremarkederne.¹

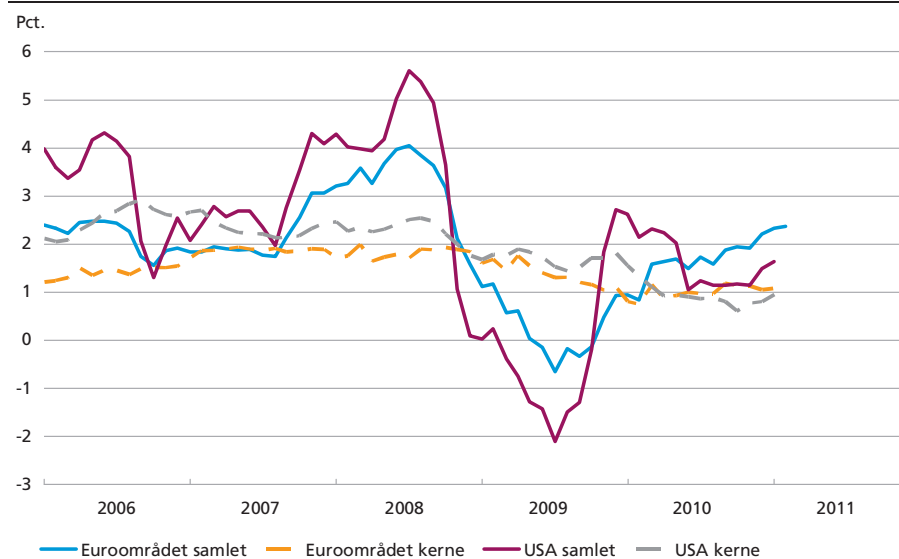
¹ Se bl.a. IMF, Has Speculation Contributed to Higher Commodity Prices?, box 5.1 i *World Economic Outlook*, kapitel 5, september 2006; Scott H. Irwin, Dwight R. Sanders, Robert P. Merrin, *Devil or Angel? The Role of Speculation in the Recent Commodity Price Boom (and Bust)*, i: *Journal of Agricultural and Applied Economics*, vol. 41 nr. 2, august 2009; Danske Research, *Commodities 2011*, januar 2011.

Udviklingen i forbrugerpriserne præges globalt af de stigende råvarepriser, og frykten for stigende inflation er blevet et tema i vurderingen af udsigterne for den internationale økonomi. Store negative produktionsgab dæmper dog inflationspresset i de avancerede økonomier. I euroområdet nåede den årlige inflationsrate i februar op på 2,4 pct., dvs. over Den Europæiske Centralbanks, ECB's, mellemfristede målsætning om en inflation tæt på, men under 2 pct. Kerneinflationen har siden begyndelsen af 2010 ligget stabilt omkring 1 pct. Noget af den højere inflation i euroområdet skyldes moms- eller afgiftsforhøjelser i forbindelse med den igangværende finanspolitiske konsolidering. Inflationen er lavere i USA. I en del af 2010 lå stigningen i de amerikanske forbrugerpriser kun på lidt over 1 pct., og kerneinflationen var faldende, men mod slutningen af året slog bl.a. de stigende råvarepriser igennem. I januar steg inflationen til 1,6 pct., og kerneinflationen nåede op på 1,0 pct., jf. figur 4.

Særligt i Storbritannien udgør stigende priser et problem. Siden begyndelsen af 2010 har forbrugerprisstigningerne ligget betydeligt over målsætningen på 2 pct. I januar kom inflationen op på 4 pct. bl.a. som følge af, at momsen blev sat op ved årsskiftet. Kerneinflationen steg til 3 pct. og har som den samlede inflation igennem længere tid ligget på et forholdsvis højt niveau. Det britiske pund deprecierede kraftigt i 2008, men er siden apprecieret lidt, uden dog at komme tilbage på sit tidligere

FORBRUGERPRISER I USA OG EUROOMRÅDET

Figur 4



Anm.: Kerneinflation er ekskl. energi og fødevarer.

Kilde: Reuters EcoWin.

re niveau. Et forsinket gennemslag af svækkelsen af pundet kan være en af årsagerne til den aktuelt høje inflation.

Japan skiller sig ud ved i en længere periode at have haft faldende forbrugerpriser, dvs. deflation, som dog er aftaget gennem 2010.

I de nye vækstøkonomier er inflationen høj og tiltagende i de fleste lande. I Kina, hvor en undervurderet valutakurs bidrager til inflationspresset, kom inflationen i februar op på 4,9 pct. For hele 2010 var den 3,3 pct., dvs. lidt over den officielle målsætning på 3 pct. Nogle af vækstøkonomierne har tidligere haft perioder med meget høj inflation, og de aktuelle høje prisstigningstakter kan rokke ved inflationsforventningernes forankring.

I USA og Tyskland er inflationsforventningerne, målt som forskellen mellem renten på traditionelle og inflationsindekserede statsobligationer, siden december steget omkring 50 basispoint, men ligger stadig en del under forventningerne i 2008, hvor der senest var store råvareprisstigninger. Udviklingen i forbrugerpriserne i USA og euroområdet giver således ikke anledning til egentlig inflationsfrygt, men peger snarere på, at perioden med særlig lempelig pengepolitik er ved at være ovre og vil blive afløst af fokus på mere traditionelle pengepolitiske målsætninger.

Finansielle markeder

De lange obligationsrenter i de store avancerede økonomier er stadig lave. Renterne i USA og Tyskland har siden efteråret 2008 ligget mellem 2 og 4 pct. mod et interval på 3-5,5 pct. inden krisen.

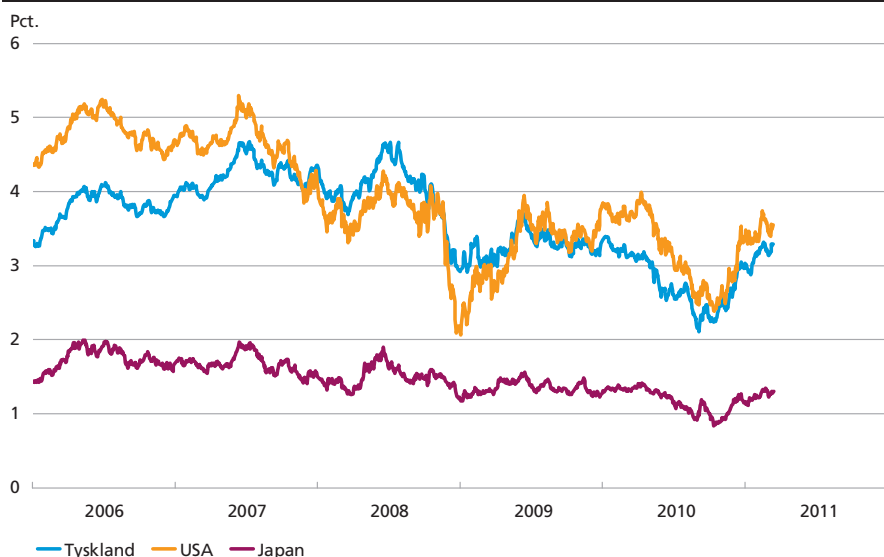
På sigt ventes et øget aktivitetsniveau og forbedrede vækstudsigter at føre til højere renter. Efter en periode med rentefald – bl.a. forårsaget af den amerikanske centralbank, Federal Reserves, kvantitative pengepolitiske lempelser, som bestod af et omfattende program for opkøb af langfristede statsobligationer – kom der højere renter i de tre store avancerede økonomier i perioden fra november til begyndelsen af december. Rentestigningerne er fortsat i den forløbne del af 2011 på baggrund af positive nøgletal og tillidsindeks, jf. figur 5.

De aktuelle nominelle renter indebærer lave eller negative realrenter. Det er normalt i forbindelse med et begyndende opsving, hvor realrenten typisk er under sit ligevægtsniveau. Den aktuelle situation påvirkes dog af, at de pengepolitiske forhold stadig er ekstraordinære. En undersøgelse lavet af Federal Reserve Bank of San Francisco indikerer, at uden Federal Reserves kvantitative pengepolitiske lempelser fra 2009 og frem ville der i dag sandsynligvis være deflation i USA.¹ Da den nominelle ren-

¹ Hess Chung, Jean-Philippe Laforte, David Reifschneider og John C. Williams, Estimating the Macroeconomic Effects of the Fed's Asset Purchases, FRBSF *Economic Letter* 2011 nr. 3, januar 2011.

RENTE PÅ 10-ÅRIG STATSOBLIGATION

Figur 5



Kilde: Reuters EcoWin.

te ikke kan presses ned under nul, indebærer deflation en tendens til høj og stigende realrente, som øger byrden ved betjening af gæld, herunder statsgæld, især i en situation med lav vækst. Federal Reserves kriseforanstaltninger har derfor bidraget til at nedbringe realrenten, og har dermed understøttet finanspolitikken. Til gengæld kan foranstaltningerne have haft afledte effekter på kapitalmarkederne og de internationale kapitalbevægelser, som indebærer nye risici.

Negative eller lave realrenter på fastforrentede finansielle fordringer gør andre aktiver såsom aktier mere attraktive som investeringsobjekt. De globale aktiemarkeder har da også i de seneste måneder fortsat den tendens til stigning, som begyndte i midten af 2010. Stigningen i aktiekurserne er blevet understøttet af den fortsatte fremgang i verdensøkonomien. Aktiemarkedet i Kina, som udenlandske investorer ikke har adgang til, har dog ikke kunnet følge med og lå i begyndelsen af marts lidt lavere end i november. I februar medførte uroen i Mellemøsten og deraf følgende nervøsitet for yderligere stigning i oliepriserne også, at aktiekurserne i de avancerede økonomier steg mere afdæmpet.

Kapitaltilstrømningen til de nye vækstøkonomier er taget til igen efter nedturen i 2008-09. Netto svarede de i 2010 til omkring 4 pct. af deres BNP mod 1 pct. under krisen.¹ Stigningen skyldes de bedre afkastmuligheder i landene, men også de kvantitative lempelser af pengepolitikken

¹ IMF, *Global Financial Stability Report Market Update*, januar 2011, figur 7.

i de avancerede økonomier. Kapitaltilstrømningen i 2010 nåede dog ikke samme høje niveau som før krisen.

Det store og vedvarende kinesiske overskud på handelsbalancen kan i høj grad tilskrives opsparringsoverskud i virksomheder og husholdninger, men er også påvirket af, at valutakursen holdes nede. Den er stort set ikke apprecieret siden begyndelsen af december. Stigningen over for dollar siden juni, hvor Kina meddelte, at man ville følge en mere fleksibel valutakurspolitik, er kun på lidt under 4 pct. Over for andre nye vækstøkonomiers valutaer som fx brasilianske real er renminbi deprecieret. Beholdningen af valutaeserver i Kina fortsætter med at stige, fordi myndighederne bestræber sig på at holde kursen på renminbi nede. Reserverne kom op på 2.847 mia. dollar ultimo 2010 mod 2.399 mia. året før. Også Japan og flere nye vækstøkonomier ligger med store valutaeserver.

Kursen på dollar over for euro er faldet med over 6 pct. siden begyndelsen af december. Spændet mellem renten på amerikanske og tyske lange statsobligationer blev i december udvidet i amerikansk favør med omkring 40 basispoint, uden at det styrkede dollarens kurs over for euro. Herefter snævrede rentespændet sig ind efter en tysk rentestigning, mens euro apprecierede. Markedsforventninger om, at den stigende inflation i euroområdet vil tilskynde ECB til at hæve den pengepolitiske rente tidligere end forventet, kan ligeledes have bidraget til at styrke euroen.

Bevægelserne i eurokursen kan også være påvirket af skiftende forventninger til politiske tiltag, der kunne imødegå den europæiske statsgældskrise. Usikkerheden omkring den økonomiske politik, især finanspolitikken, har i en række europæiske lande betydet ekstraordinært store risikopræmier, der har udvidet rentespændet i forhold til Tyskland, jf. figur 8. Statsgældskrisen i en række eurolande spidsede til i december, og rentespændet for statsobligationer i forhold til Tyskland steg markant. En statsgældskrise kan berøre bankerne i de ramte lande på både deres aktiv- og passivside fx gennem kursfald på obligationsbeholdninger og højere finansieringsomkostninger. Effekten kan nødvendiggøre nye offentlige støtteforanstaltninger, der yderligere kan forøge den offentlige gæld osv. I flere af de berørte lande har der været en tæt sammenhæng mellem statsgælds- og bankproblemer, jf. boks 2.

Især græske, portugisiske og spanske banker er eksponerede over for deres egen nationalstat, mens den irske stat omvendt har en forholdsvis stor eksponering på obligationer udstedt af irske banker. Også en række andre landes banker er eksponerede over for de gældsplagede lande. En statsgældskrise kan i denne situation forværre tilliden til en i forvejen presset finansiel sektor og give likviditetsproblemer i bankerne både i de pågældende lande og i andre lande. Husholdningernes og virksomhedernes indskud i græske og irske banker er således faldet gennem 2010.

FRA STATSGÆLD TIL BANKGÆLD OG TILBAGE IGEN

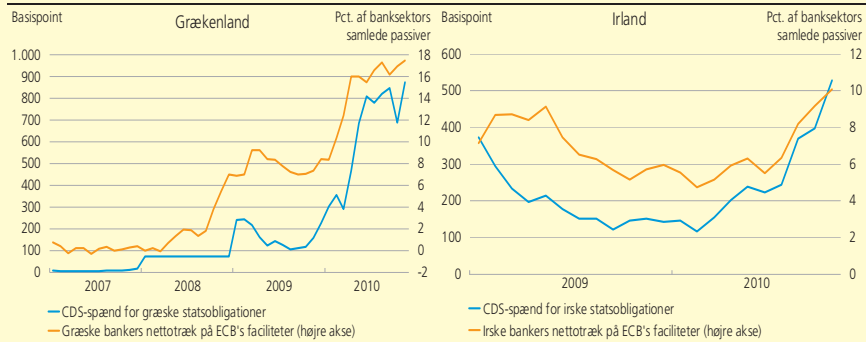
Boks 2

Statsgældskrisen i visse eurolande har afsløret et tæt samspil mellem den finanspolitiske holdbarhed og problemerne i banksektoren. Øgede problemer i banksektoren kan øge investorenes frygt for, at staten bliver nødt til at træde til og redde bankerne. Da regeringen typisk skal finansiere en bankredning ved at udstede statsobligationer, kan det få risikopræmierne på statsgælden til at stige. Årsagssammenhængen kan dog også gå den anden vej, idet stigende renter på statsobligationer oftest smitter af på finansielle sektors låneomkostninger. Hertil kommer, at store budget- og gældsproblemer kan skabe frygt for recession, da staten skal konsolidere sig kraftigt, hvilket kan have negativ effekt på realøkonomien. Recession vil føre til stigende tab på udlån for bankerne, og deres solvens- og likviditetsproblemer øges. Desuden kan højere CDS-spænd (og renter) føre til tab på bankernes beholdning af statsobligationer og dermed også bidrage til, at bankernes solvens forværrer.

Når investorerne ser øget risiko for, at regeringen ikke kan overholde sine finansielle forpligtelser, afskæres også bankerne fra likviditet, og de må i stedet bruge ECB's likviditetsfaciliteter. Dermed kommer der tæt korrelation mellem priserne på CDS-kontrakter på landenes statsgæld og bankernes likviditetstræk i ECB, jf. figur 6 og 7.

SAMVARIATION I GISP-LANDENES NETTOTRÆK OG CDS-SPÆND

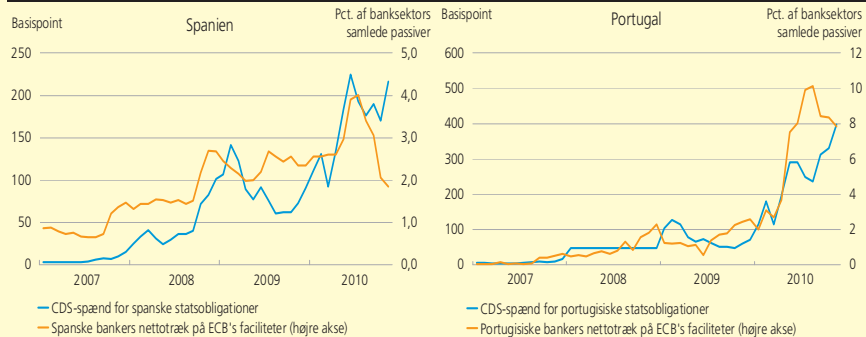
Figur 6



Kilde: Bank of Greece, Central Bank of Ireland og Bloomberg.

SAMVARIATION I GISP-LANDENES NETTOTRÆK I ECB OG CDS-SPÆND

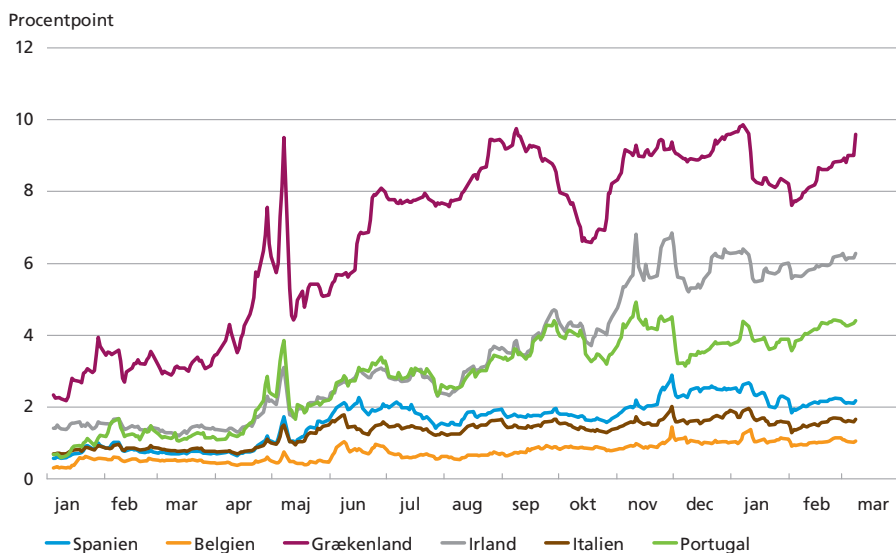
Figur 7



Kilde: Banco de España, Banco de Portugal og Bloomberg.

RENTESPÆND TIL TYSKLAND 2010-11, 10-ÅRIGE STATSOBLIGATIONER

Figur 8



Kilde: Reuters EcoWin.

Estland indtrådte 1. januar i euroområdet og blev dermed dets 17. medlem. Den nationale valuta blev faset ud i en overgangsproces på to uger, hvorefter euroen er det eneste lovlige betalingsmiddel. Estlands overgang til euroen er forløbet gnidningsløst.

Internationale økonomisk-politiske tiltag

Den tilspidsede statsgældskrise i Europa er søgt imødegået, i et samarbejde mellem EU og IMF, med en række økonomisk-politiske foranstaltninger, som er koordineret på EU-plan. Foranstaltningerne omfatter:

- finansiell støtte til udsatte lande,
- finanspolitisk konsolidering og strukturreformer,
- initiativer til fortsat at sanere den finansielle sektor,
- styrkelse af den økonomisk-politiske koordinering i EU.

På mødet i Det Europæiske Råd, DER, i december blev EU's stats- og regeringschefer enige om en begrænset ændring af traktaten, så der kan oprettes en permanent europæisk stabiliseringsmekanisme, ESM, for eurolandene, når de nuværende midlertidige stabilitetsmekanismer, EFSF og EFSM, udløber i juni 2013.¹

¹ ESM står for European Stability Mechanism, mens EFSF og EFSM står for henholdsvis European Financial Stability Facility og European Financial Stability Mechanism. EFSF har til formål at understøtte eurolande i vanskeligheder på basis af obligatoriske statsgarantier og lån fra eurolandene og eventuelle frivillige bidrag fra de øvrige EU-lande. EFSM er en ordning for alle EU-lande, hvortil Europa-Kommissionen rejser kapital med garanti inden for EU's budget.

Den europæiske politiske debat har siden drejet sig om, hvorvidt den nuværende midlertidige stabilitetsmekanisme, EFSF, evt. skulle have sine operationelle muligheder og finansielle kapacitet udvidet og om, hvordan private kreditorer kan involveres i en eventuel omlægning eller nedskrivning af statsgæld. En udvidet EFSF vil få tre funktioner: 1) finansiering af lån til medlemslande i vanskeligheder, 2) fastsættelse af lånevilkår med henblik på at sikre lånenes tilbagebetaling og 3) forebyggelse af nye kriser. Lånebetingelserne vil i sig selv få en forebyggende virkning, og de igangværende forhandlinger drejer sig derfor om, hvordan man kan styrke disse forebyggende elementer som forudsætning for at udvide EFSF's låneramme. Forhandlingerne om en eventuel udvidelse af EFSF skal ses i sammenhæng med de igangværende forhandlinger om at styrke økonomisk overvågning og samarbejde i EU. Derfor erklærede stats- og regeringscheferne for eurolandene i forbindelse med et ekstraordinært møde i DER 4. februar, at disse elementer vil indgå i en samlet pakke af forslag, og at der skal opnås enighed om den pakke på mødet i DER 24.-25. marts.

Derudover erklærede stats- og regeringscheferne i euroområdet 4. februar, at de vil tage yderligere skridt hen imod at styrke den økonomisk-politiske koordination. Formanden for DER, Herman van Rompuy, vil konsultere eurolandene og involvere medlemslande uden for euroområdet i den videre proces.

EFSF udstedte obligationer for første gang 25. januar på 5 mia. euro. Udstedelsen mødtes med betydelig efterspørgsel og blev overtegnet flere gange.

Den 16. december trådte en ny EU-regulering i kraft, der etablerer det såkaldte European Systemic Risk Board, ESRB, som er en vigtig del af EU's initiativer til at styrke den finansielle stabilitet i kølvandet på krisen. Det er ESRB's opgave at udføre makrotilsyn med hele det finansielle system i EU for at forebygge eller reducere systemiske risici under hensyntagen til den makroøkonomiske udvikling. Danmark deltager i dette samarbejde. ESRB havde sit første møde 20. januar og vil fremover løbende vurdere det aktuelle risikobillede af europæisk finansiell stabilitet og de heraf afledte virkninger.¹

Den 13. januar offentliggjorde den nyligt oprettede europæiske banktilsynsmyndighed European Banking Authority, EBA, at der også i 2011 vil blive foretaget en stresstest af de største banker i EU. Den skal afdekke eventuelle yderligere behov for at rekapitalisere de europæiske banker og vil finde sted i 1. halvår 2011 med henblik på, at resultaterne

¹ Mere information, herunder om lovgrundlaget for og sammensætningen af ESRB, kan findes på www.esrb.europa.eu.

kan offentliggøres medio året. Det planlægges, at de enkelte medlemslande skal være klar til at påbegynde eventuelle nødvendige rekapitaliseringstiltag samtidig med offentliggørelsen.

I begyndelsen af december førte de voksende statsgældsproblemer i Irland til, at der blev oprettet et lånearrangement for landet på i alt 85 mia. euro. EU gav tilsagn om lån på 45, mens IMF bidrog med 22,5 mia. euro. Irske myndigheder bidrog selv med det resterende beløb på 17,5 mia. euro i form af likvide aktiver. Arrangementet understøttes af et økonomisk-politisk program, som overvåges af IMF i samarbejde med Europa-Kommissionen og ECB. Programmet indeholder bl.a. krav til sanering og rekapitalisering af den finansielle sektor samt finanspolitisk konsolidering svarende til 9 pct. af BNP i perioden 2011-14. Finansloven for 2011, som blev vedtaget af det irske parlament 29. januar, overholder ifølge IMF's vurdering programmets finanspolitiske målsætninger om en konsolidering i 2011 på 3 pct. af BNP. Budgetunderskuddet kom op på 11,7 pct. af BNP i 2010 ekskl. den irske stats rekapitalisering af irske banker med et beløb svarende til 20 pct. af BNP. Programmets målsætning for 2011 er et underskud på 10,5 pct. faldende til under 5 pct. i 2015.

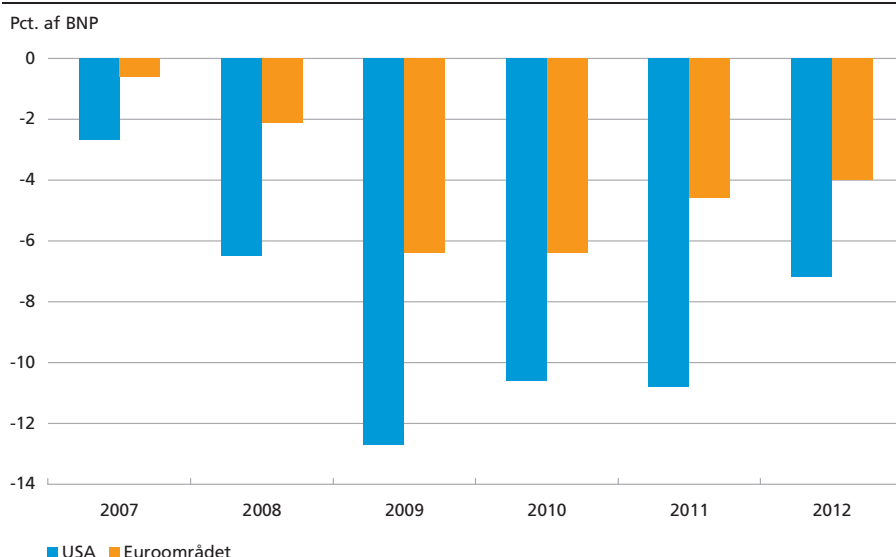
Ud over de nødvendige økonomisk-politiske foranstaltninger er forudsætningerne herfor en vækst i det irske BNP på 2,3 pct. i gennemsnit i et accelererende forløb over fem år. I dette forløb ventes nettoeksporten at sikre en betydelig del af væksten, men det er forudsat, at også den indenlandske efterspørgsel efterhånden bidrager. En vækst, der bliver svagere end forventet, er et af programmets største risikomomenter. En stor del af irsk eksport skabes af multinationale selskaber med en meget kapitalintensiv produktion modsvaret af en betydelig import, men kun med begrænset afsmitning til beskæftigelse, indkomster og dermed indenlandsk efterspørgsel. Et succesfuldt programforløb kræver derfor strukturomlægninger, der kan øge økonomiens konkurrenceevne og evne til at skabe beskæftigelse.

Grækenland fik 17. december godkendt tredje udbetaling under låneaftalen med IMF og EU fra maj 2010 på i alt 110 mia. euro, heraf 30 fra IMF. Nedgangen i BNP var i 2010 større og skatteindtægterne lavere end forventet i programmet, der understøtter lånearrangementet. Budgetmålsætningerne blev dog overholdt ved at holde de offentlige udgifter lavere end budgetteret. Den finanspolitiske tilpasning vurderes af IMF at svare til 8 pct. af BNP. Underskuddet kom dermed ned på 9,6 pct. i 2010 og ventes at falde til 7,4 pct. i år. Underskuddet i 2010 blev dog større end forventet i programmet på grund af en uventet stor revision af data for de offentlige finanser.

Mens den finanspolitiske stimulus udløb i de fleste europæiske lande i 2010 og en konsolidering blev påbegyndt, blev det i USA i december

BUDGETBALANCE

Figur 9



Anm.: 2010 er skøn, 2011-12 er fremskrevet. Euroområdet er sammenvejet af de enkelte medlemslandes budgetbalancer.
Kilde: IMF, *Fiscal Monitor Update*, januar 2011.

besluttet at videreføre den lempelige finanspolitik. IMF vurderer, at de vedtagne skattelettelser mv. vil øge BNP-væksten i USA i 2011 med 0,5 procentpoint, men med markante konsekvenser for de offentlige finanser. I forlængelse af store budgetunderskud selv under den kraftige konjunkturopgang frem til 2007, virkningerne af det efterfølgende tilbageslag og finanspolitiske stimulanspakker i 2009 og 2010 vil det amerikanske budgetunderskud i 2011 med de seneste tiltag vokse til 10,75 pct. af BNP, dvs. til mere end det dobbelte af budgetunderskuddet i euroområdet, jf. figur 9. Det vil ske samtidig med, at den økonomiske fremgang er godt på vej. Den amerikanske administration har ikke fremlagt planer for at konsolidere i 2011, og 2012 er et valgår, hvor stramninger ventes at være politisk vanskelige at gennemføre. USA er sammen med Japan det eneste af de større OECD-lande, der ikke benytter konjunkturopgangen til at konsolidere de offentlige finanser.¹

I Kina blev den finanspolitiske stimulus videreført ind i 2011, men den ventes at udløbe med udgangen af året, og bl.a. Brasilien, Indien og Rusland har påbegyndt en konsolideringsproces. De nye vækstøkonomiers finanspolitiske position var samlet set neutral i 2010 og ventes af IMF at blive strammet fremover. På det pengepolitiske område har Kina ligesom visse andre vækstøkonomier gennemført en række foranstaltninger til at stramme den indenlandske likviditet og dæmpe efterspørgslen

¹ Jf. IMF, *World Economic Outlook Update*, januar 2011.

efter boliger, mens bl.a. Brasilien har indført begrænsninger på kapitalindstrømning. Endvidere har bl.a. alle BRIK-landene¹ hævet deres pengepolitiske renter.

Alt andet lige vil en fortsat bedring i industrilandes efterspørgsel og produktion skærpe snarere end lette inflationsproblemet. Det sætter fokus på pengepolitikken fremover. De pengepolitiske rentesatser er stadig uændrede i de toneangivende økonomier. Forventningen til Federal Reserve er, at den lempelige pengepolitik vil blive videreført, mens tidspunktet for, hvornår ECB og Bank of England vil begynde at stramme, er rykket nærmere. Markederne regner nu med en høj sandsynlighed for, at ECB vil hæve renten allerede i april. På baggrund af den stærke vækst i svensk økonomi har Sveriges Riksbank sat den pengepolitiske rente op til 1,5 pct., og forventningen er, at der vil komme yderligere forhøjelser i den kommende tid.

PENGE- OG VALUTAFORHOLD

Kronen har i de seneste måneder ligget stabilt over for euroen på trods af en indsnævring af spændet mellem danske og europæiske pengemarkedsrenter. Valutamarkedet har ikke været nævneværdigt påvirket af salg af aktier fra TDC i december 2010 og et udenlandsk købstilbud på Danisco i begyndelsen af 2011.

Fra begyndelsen af december til og med februar købte Nationalbanken netto valuta for 0,2 mia. kr. i forbindelse med interventioner i valutamarkedet. Ved udgangen af februar var valutareserven 446,4 mia. kr. Det er en stigning på 27,2 mia. kr. i den nævnte periode. Størstedelen af stigningen skyldes kursregulering af valutareserven, og at staten har optaget lån i udlandet².

Indsnævringen af rentespændet til euroområdet skyldes stigende europengemarkedsrenter i forhold til danske renter. Rentestigningen i euroområdet skal ses i lyset af flere faktorer. De helt korte renter i pengemarkedet er primært styret af mængden af likviditet i banksystemet. Den har siden efteråret 2008 været bestemt af de europæiske bankers efterspørgsel, hvor den tidligere blev den bestemt af ECB's udbud³. Ban-

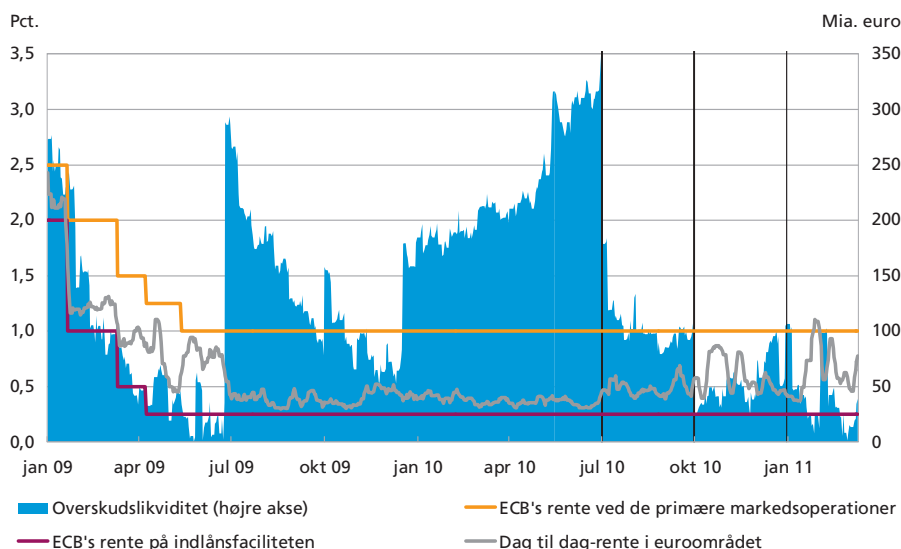
¹ Dvs. Brasilien, Rusland, Indien og Kina.

² Staten optager udenlandske lån af hensyn til valutareserven. Som udgangspunkt optager staten gæld i udenlandsk valuta svarende til afdragene på de eksisterende udenlandske lån. I 2011 har staten udenlandske afdrag på 4,3 mia. euro (32 mia. kr.).

³ Som reaktion på den stramme likviditetssituation, der opstod under krisen, foretog ECB i efteråret 2008 og i 2009 ekstraordinære likviditetstildelinger med løbetid på henholdsvis 6 og 12 måneder. Derudover indførte ECB fra oktober 2008 fuld likviditetstildeling til en fast rente ved de ugentlige primære markedsoperationer og fuld tildeling ved markedsoperationerne med 3 måneders løbetid. Bankerne i euroområdet efterspurgte efterfølgende væsentlig mere likviditet end svarende til deres umiddelbare behov. De placerede den overskydende likviditet på ECB's indlånsfacilitet, og de korte pengemarkedsrenter var i denne periode derfor lave og tæt på ECB's indlånsrente. I sidste halvdel af 2010 udløb de tre 12-måneders tildelinger. Da der stadig var fuld tildeling på operationerne med kortere løbetid, var det bankerne selv, der under de givne vilkår valgte at efterspørge mindre likviditet.

OVERSKYDENDE LIKVIDITET OG DAG TIL DAG-RENTEN I EUROOMRÅDET

Figur 10



Anm.: Overskydende likviditeten er mængden af likviditet i euroområdets, der ligger ud over bankernes behov for likviditet. Behovet er givet ved ECB's reservekrav og de autonome faktorer i euroområdet. ECB's rente ved de 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 11. marts 2011. De lodrette streger er sat ved henholdsvis 1. juli 2010, 30. september 2010 og 23. december 2010, hvor 12-måneders tildelingerne udløb.

Kilde: Reuters EcoWin og ECB.

kerne i euroområdet valgte i januar 2011 at efterspørge mindre likviditet. Den deraf følgende reduktion i overskydende likviditeten medførte, at de korte pengemarkedsrenter i euroområdet steg. Især i slutningen af januar faldt overskydende likviditeten markant, og dag til dag-renten i euroområdet steg til 1,1 pct., hvilket var det højeste niveau siden foråret 2009. Siden er dag til dag-renten i euroområdet faldet noget tilbage, jf. figur 10.

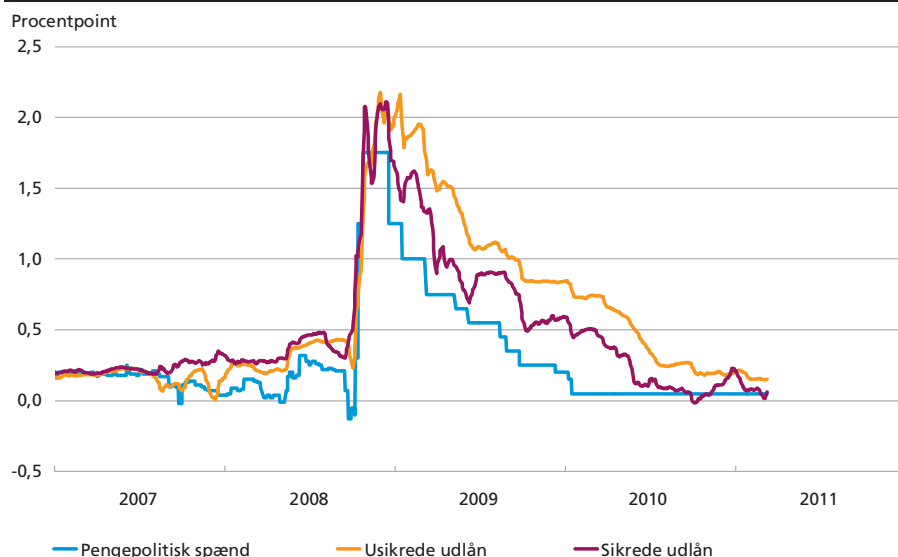
Ved ECB's rentemøder i årets første måneder har der været øget fokus på inflationen. Det har påvirket markedets renteforventninger. På rentemødet i marts 2011 signalerede ECB således en snarlig renteforhøjelse, der er slået igennem på de længere pengemarkedsrenter i euroområdet.

Da Nationalbankens pengepolitiske renter har været uændrede, har pengemarkedsrenterne i Danmark ikke ændret sig. Derfor er rentespændene til eurorenterne indsnævret i årets første måneder jf. figur 11.

ECB annoncerede ligeledes på rentemødet i marts 2011, at de ugentlige, månedlige og 3-måneders markedsoperationer fortsat vil være med fuld likviditetstildeling. Denne politik vil gælde, så længe det skønnes nødvendigt, og i hvert fald indtil 12. juli 2011. Det betyder, at likviditeten i euroområdet – og dermed i høj grad de korte pengemarkedsrenter – fortsat vil være bestemt af efterspørgslen i det europæiske banksystem.

UDVALGTE RENTESPÆND MELLEM DANMARK OG EUROOMRÅDET

Figur 11



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. Rentespændet for usikrede udlån er forskellen mellem 3-måneders Cíbor og Euríbor. Rentespændet for de sikrede udlån er renteswap baseret på en 3-måneders renteswap med dag til dag-renten. Seneste observation er 10. marts 2011.

Kilde: Reuters EcoWin og Danmarks Nationalbank.

Med baggrund i den finansielle uro indførte Nationalbanken i 2008 to midlertidige låneordninger for at understøtte penge- og realkreditinstitutternes likviditet. Den midlertidige belåningsfacilitet, hvor institutterne kunne belåne en ny type obligationer (låneobligationer) udstedt af pengeinstitutter i Danmark, blev etableret i maj 2008. I september 2008 indførte Nationalbanken solvenslåneordningen, hvor penge- og realkreditinstitutter fik tilsagn om at kunne låne på basis af deres overskydende lovmæssige solvens. Begge ordninger udløb 26. februar 2011. Lånetilsagnene blev kun i meget begrænset omfang anvendt til at opnå lån i Nationalbanken, men var nyttige for institutterne, der brugte dem til at sikre, at de opfyldte Finanstilsynets likviditetskrav.

Udvikling på kredit- og kapitalmarkedet

Renten ved de 1-årige rentetilpasningsauktioner i november-december 2010 blev i gennemsnit ca. 1,6 pct. Det var ca. 0,2 procentpoint lavere end ved auktionerne i december 2009. Auktionerne forløb roligt, og der blev solgt for godt 590 mia. kr. Der afholdes auktioner igen i marts, hvor udbuddet forventes at være knap 120 mia. kr. i kroneobligationer og godt 3 mia. euro i euroobligationer. Med det forventede udbud bliver auktionen den hidtil største i marts. Spredningen af auktionstidspunkterne er med til at mindske refinansieringspresset op til årsskiftet.

Spændet mellem renterne på de lange realkreditobligationer og de 1-årige rentetilpasningsobligationer blev udvidet i de sidste tre måneder i 2010. Rentetilpasningslånenes andel af bruttonyudlånet steg til 67 pct. i december fra at udgøre 46 pct. i september.

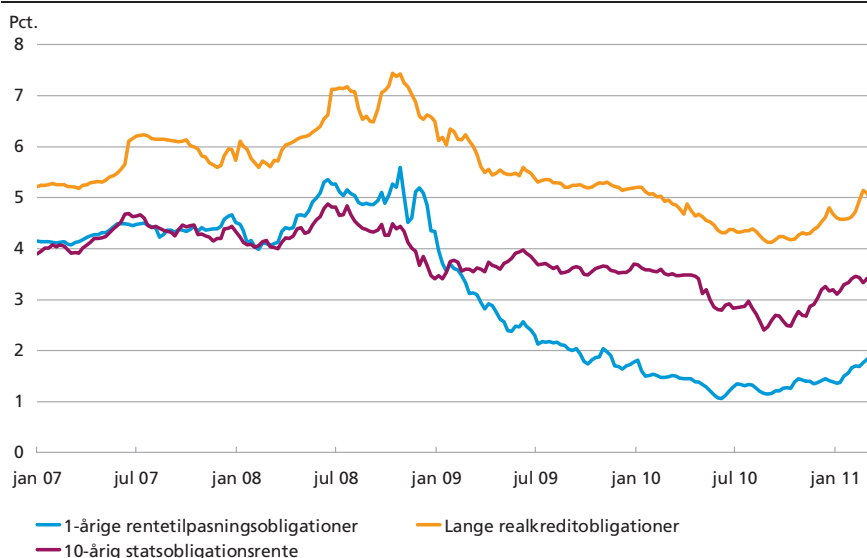
Renten på de korte og lange realkreditobligationer steg yderligere i årets første måneder til henholdsvis 1,9 og 4,9 pct. Det er en stigning på henholdsvis 0,8 og 0,6 procentpoint siden midten af 2010, men fortsat betydeligt under niveauet i de foregående år, jf. figur 12. Renten på en 10-årig dansk statsobligation steg til 3,5 pct., hvilket er samme niveau som i foråret 2010.

Pengeinstitutternes ind- og udlånsrenter over for husholdninger og erhverv har været nogenlunde uændrede over de seneste måneder. Pengeinstitutternes sæsonkorrigerede udlån til erhverv og husholdninger faldt med henholdsvis 7 og 5 mia. kr. fra november 2010 til ultimo januar 2011. Nedgangen i pengeinstitutternes udlån blev opvejet af en tilsvarende stigning i realkreditinstitutternes udlån. Den samlede udlånsvækst, målt år til år, til erhverv steg i begyndelsen af 2010 fra at være negativ til at ligge omkring nul. Væksten i udlån til husholdninger har været omkring 2 pct. i 2010, jf. figur 13.

Udviklingen i penge- og realkreditinstitutternes udlån afspejles også i Nationalbankens udlånsundersøgelse for 4. kvartal 2010. Mens pengein-

RENTER PÅ DANSKE STATS- OG REALKREDITOBLIGATIONER

Figur 12

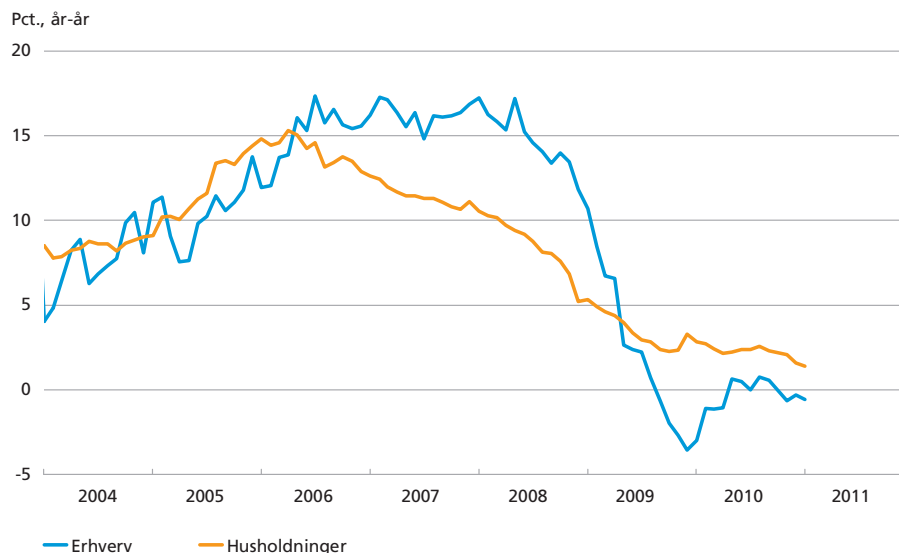


Anm.: Den 1-årige rente på rentetilpasningsobligationer er et ugentligt gennemsnit med seneste observation 10. marts 2011. Den lange realkreditobligationsrente er en gennemsnitlig effektiv rente på 30-årige fastforrentede, konverterbare realkreditobligationer, opgjort ugentligt med sidste observation i uge 10. Renten på en 10-årig statsobligation er vist ved den 10-årig parrente.

Kilde: Nordea Analytics, Realkreditrådet og Danmarks Nationalbank.

VÆKST I PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERS UDLÅN TIL HUSHOLDNINGER OG ERHVERV

Figur 13



Anm: Sæsonkorrigerede data. Udestående udlån fra penge- og realkreditinstitutter placeret i Danmark. Husholdninger omfatter personligt ejede virksomheder, herunder landbrug. Erhverv er ikke-finansielle selskaber. Seneste observation er januar 2011.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

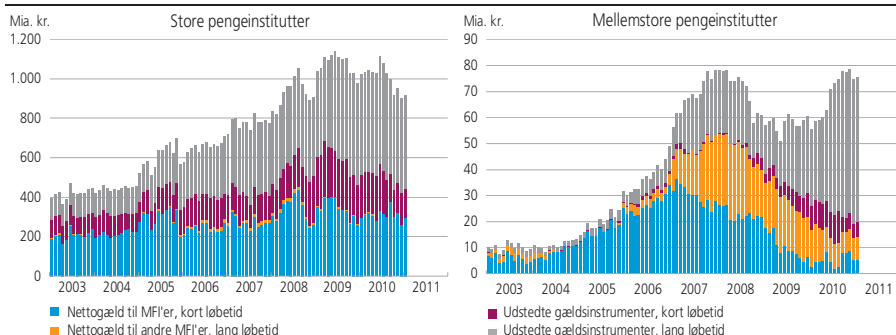
stitutterne rapporterede om en uændret udlånspolitik, angav realkreditinstitutterne, at de havde lempet kreditpolitikken lidt over for erhverv sammenlignet med det foregående kvartal, og at de også forventede en lempelse i 1. kvartal 2011. Realkreditinstitutterne angav, at det især var skærpede konkurrenceforhold, en forøgelse af deres egen risikoappetit og forventninger til den generelle udvikling i økonomien, der medvirkede til en lempelse af kreditpolitikken. Både penge- og realkreditinstitutter oplevede en stigende efterspørgsel efter lån fra både nye og eksisterende erhvervs- og privatkunder i 4. kvartal 2010 og forventer, at efterspørgslen igen vil stige i 1. kvartal 2011.

Pengeinstitutterne har siden 4. kvartal 2008 reduceret deres indlånsunderskud med knap 280 mia. kr., hvilket omtrent svarer til en halvering af underskuddet. Institutterne har i stigende grad finansieret indlånsunderskuddet med lange gældsinstrumenter og mindsket finansieringen via korte pengemarkedslån. Tendensen er især markant for de mellemstore institutter, jf. figur 14. En del af skiftet over mod obligationsfinansiering skal ses i lyset af institutternes mulighed for at udstede gæld med individuel statsgaranti under Bankpakke 2.

Reduktionen i pengeinstitutternes indlånsunderskud sammen med finansiering med længere løbetid og mindre afhængighed af finansiering fra andre kreditinstitutter tyder på, at sektoren er på vej mod en mere stabil finansiering.

STORE OG MELLESTORE PENGEINSTITUTTERS FINANSIERING FORDELT PÅ LØBETID

Figur 14



Anm.: Kort løbetid defineres som oprindelig løbetid op til og med 1 år, mens lang løbetid er over 1 år. De store pengeinstitutter er defineret som Finanstilsynets gruppe 1 i 2010, og de mellemstore som gruppe 2. Tallene er ikke konsoliderede, dvs. udenlandske filialers finansiering indgår ikke. Nettogæld til andre MFI'er er ekskl. centralbanker og omfatter kun MFI'er, som ikke indgår i koncernen. Seneste observation er januar 2011.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Pengeinstitutternes foreliggende årsregnskaber for 2010 viser en tendens til faldende nedskrivninger. For de store institutter i Finanstilsynets gruppe 1 udgjorde de samlede nedskrivninger på udlån og garantier 21 mia. kr. i 2010 mod 37 mia. kr. i 2009.

Bankpakkerne

Ved udgangen af 2010 udløb penge- og realkreditinstitutternes mulighed for at udstede gæld med individuel statsgaranti under Bankpakke 2. Finansiell Stabilitet A/S havde ultimo 2010 bevilget garantitilsagn for 366 mia. kr. til 64 institutter, men kun 50 institutter havde foretaget udstedelser for i alt 193 mia. kr. Den altovervejende del af udstedelserne blev foretaget i 1. halvår 2010. Det skyldes, at det tidligere på året var usikkert, hvorvidt Kommissionen ville godkende, at ordningen blev forlænget til efter 30. juni 2010. Hertil kom, at Kommissionens forlængelse af ordningen frem til 31. december 2010 var betinget af, at garantiprovisionen blev forhøjet, og at institutterne skulle indsende rentabilitetsplaner. Disse krav gjorde det mindre attraktivt for institutterne at ansøge om individuelle statsgarantier i sidste halvdel af 2010.

Med udløbet af Bankpakke 1 den 30. september 2010 ophørte den ubegrænsede statsgaranti for alle indskydere og simple kreditorer mod tab på tilgodehavender i pengeinstitutter, der er medlem af Det Private Beredskab. Den generelle statsgaranti var et nødvendigt tiltag under krisen, men også et vidtgående tiltag af så stort et omfang, at garanti-perioden nødvendigvis måtte være begrænset. Efter udløbet af den ubegrænsede garanti var det vigtigt, at den danske banksektor igen skulle stå på egne ben. Derfor blev Bankpakke 1 afløst af Bankpakke 3,

der blev vedtaget af Folketinget 1. juni 2010. Bankpakke 3 indeholder ikke anden garanti end den lovbestedte indskydergaranti, som der er enighed om mellem EU-landene, hvor et beløb svarende til maksimalt 100.000 euro pr. indskyder er dækket. Bankpakke 3 etablerer et permanent regelsæt for afvikling af nødlidende pengeinstitutter efter 30. september 2010, så Finansiell Stabilitet A/S fortsat har adgang til at overtage institutter til afvikling. På den måde sikres en bedre og mere fleksibel overgang for det nødlidende instituts kunder og kreditorer, ligesom værdierne af aktiverne i instituttet i højere grad end i et konkurstilfælde bevares og videreføres.

Amagerbanken A/S meddelte 6. februar 2011, at den ikke længere levede op til lovens solvenskrav, og bankens ledelse besluttede at lade banken afvikle af Finansiell Stabilitet A/S i henhold til Bankpakke 3. Det betød, at de fleste almindelige kunder ikke oplevede ændringer i den praktiske håndtering af deres bankforretninger, så de fortsat kunne anvende Dankort, netbank mv. Aktiekapitalen og anden ansvarlig kapital i Amagerbanken ser ud til at være tabt, og kunder med indskud ud over indskydergarantiens loft på 100.000 euro og øvrige kreditorer kunne i første omgang alene disponere over 59 pct. af det overskydende beløb.

Det internationale kreditvurderingsbureau Moody's meddelte 16. februar, at det nedgraderede fem danske pengeinstitutter og satte den øvrige danske banksektor under observation for en mulig fremtidig nedgradering. Den angivne baggrund for nedgraderingen var, at den generelle statsgaranti for indskydere og simple kreditorer i danske pengeinstitutter nu er udløbet, og at aktiveringen af Bankpakke 3 i forbindelse med Amagerbankens konkurs har understreget, at store indskydere og kreditorer kan lide tab, når et insolvent dansk pengeinstitut afvikles. Nedgraderingen af de danske pengeinstitutter er således et led i Moody's generelle revurdering af de europæiske banker som følge af, at en række statslige garantiordninger iværksat under finanskrisen er udløbet eller er ved at udløbe.

Udløbet af den ubegrænsede statsgaranti og Amagerbankens konkurs sætter fokus på den udfordring, de danske pengeinstitutter står over for fremover og i særdeleshed, når de individuelle statsgarantier under Bankpakke 2 udløber i 2013. Det er derfor vigtigt, at institutterne styrker kapitalgrundlaget og sikrer finansieringen fremadrettet.

DANSK ØKONOMI

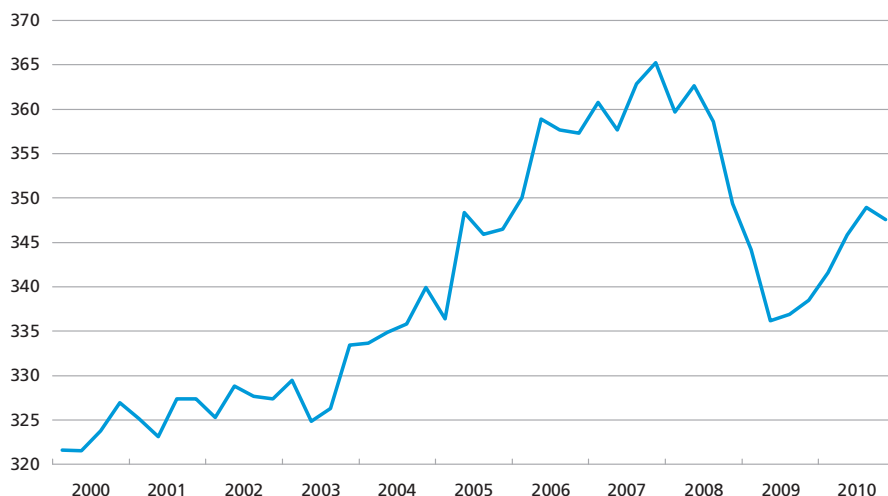
Økonomisk aktivitet

Efter fem kvartaler med pæn vækst faldt BNP i mængder med 0,4 pct. i 4. kvartal 2010, jf. figur 15. Fald i eksporten og en stigning i importen

BRUTTONATIONALPRODUKT, BNP I MÆNGDER

Figur 15

Mia. 2.000-kr.



Anm.: Kvartalstal, sæsonkorigeret. Kædede værdier. Seneste observation er 4. kvartal 2010.

Kilde: Danmarks Statistik.

indebar et negativt vækstbidrag fra udenrigshandlen, ligesom lagerinvesteringerne også bidrog negativt, mens der var en lille stigning i den endelige, indenlandske efterspørgsel. Væksten i 2010 under ét var 2,1 pct., hovedsageligt trukket af den indenlandske efterspørgsel, mens vareeksporten har haft svært ved at følge fremgangen internationalt. Dansk økonomi er dermed kun langsomt ved at rette sig efter krisen, og der er endnu lang vej, før BNP er tilbage på niveauet umiddelbart før tilbageslaget.

Det private forbrug er på vej op og voksede 0,8 pct. i 4. kvartal i forhold til kvartalet før. Det private forbrug lå dermed ca. 3 pct. over sin bund i foråret 2009. Som følge af pæn vækst i boliginvesteringerne er de samlede investeringer i den private sektor samtidig holdt op med at falde. Der var dog fortsat fald i maskininvesteringerne i 4. kvartal.

Væksten i dansk økonomi blev i 2009 og begyndelsen af 2010 hovedsageligt trukket af offentlig efterspørgsel, men i de to seneste kvartaler har væksten i det offentlige forbrug været svagt negativ. For 2010 under ét voksede det offentlige forbrug imidlertid med 1,7 pct. Det var betydeligt mere end planlagt. I de forudgående år har væksten været endnu stærkere. Alt i alt voksede den indenlandske efterspørgsel sidste år med knap 2 pct.

Eksporten, inkl. industrieksporten, voksede gennem første del af 2010, men i 4. kvartal var der et fald på 0,5 pct. Da importen samtidig steg 0,3 pct., faldt i nettoeksporten i sidste kvartal.

Væksttempoet holdes nede af en kraftig konsolidering i den private sektor, jf. boks 4. Mange virksomheder, især de store, har pæn indtjening, men investerer endnu kun lidt. Den relativt høje opsparing i husholdningerne må bl.a. ses på baggrund af stor låntagning under højkonjunktoren efterfulgt af formuetab som følge af fald i boligpriserne.

OPSPARINGSOVERSKUD PÅ SEKTORER

Boks 4

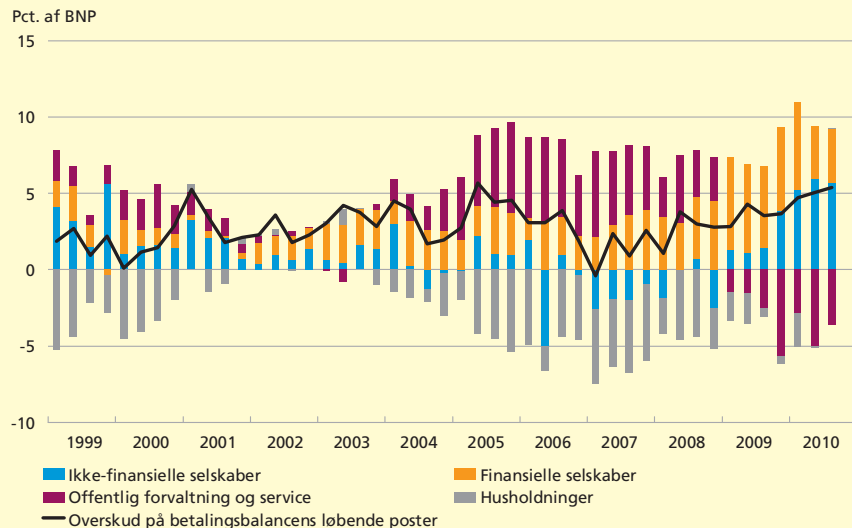
Opsparingsoverskuddet, og dermed nettofordringserhvervelsen, i den private sektor er blevet meget stort. Opsparingsoverskuddet findes hovedsageligt i virksomhederne, finansielle såvel som ikke-finansielle, mens husholdningernes saldo er tæt på balance, jf. figur 16. Det er en væsentlig ændring i forhold til tidligere, hvor husholdningerne traditionelt har haft et betydeligt opsparingsunderskud. I tidligere perioder med svage konjunkturer har husholdningerne dog også haft et opsparingsoverskud tæt på nul, fx i 2001-03.

Det store opsparingsoverskud i virksomhederne afspejler, at vi er i en konjunkturvending, hvor overskuddene i virksomhederne stiger uden, at der er behov for udbygning af kapitalapparatet via investeringer. I den finansielle sektor spiller det ud over høj indtjening ind, at der ikke må udbetales udbytte i banker, der har fået en individuel statsgaranti i henhold til Bankpakke 2.

Opsparingsoverskuddet forblev højt i den finansielle sektor under krisen trods dårlige regnskabsmæssige resultater i pengeinstitutterne. Det skyldes, at nedskrivninger på udlån reducerer det regnskabsmæssige resultat i den periode, hvor nedskrivningerne finder sted, mens nettofordringserhvervelsen i sektoren først påvirkes, i den udstrækning nedskrivningerne efterfølgende realiseres som tab.

FORDRINGSERHVERVELSE PÅ SEKTORER

Figur 16



Anm.: Summen af fordringserhvervelserne på sektorer summer ikke til saldoen på betalingsbalancens løbende poster, da posten "kapitaloverførsler" ikke er medtaget. Den er normalt af mindre størrelse.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

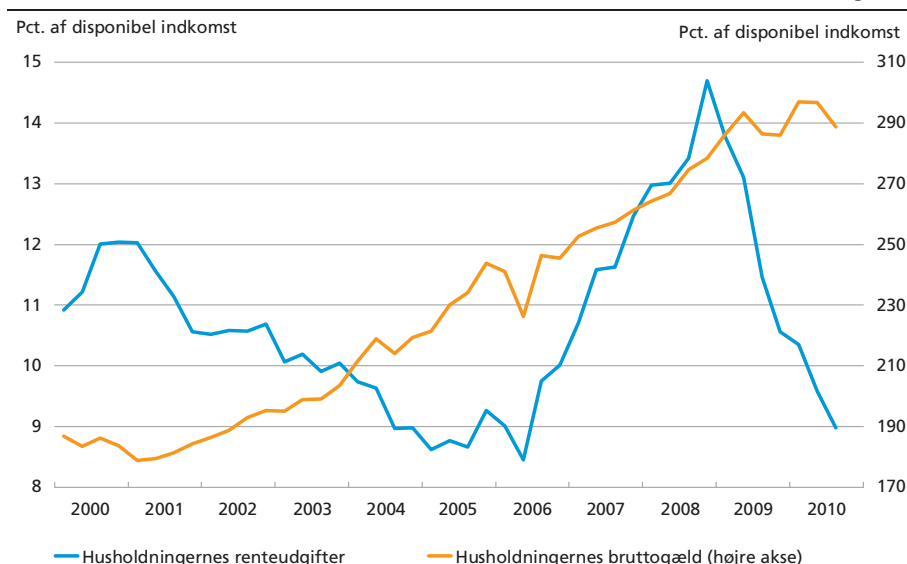
Husholdningernes reale disponible indkomst skønnes at være steget med lidt mere end 7 pct. i 2010, bl.a. som følge af lettelser i personbeskatningen. Det var langt kraftigere end stigningen i det private forbrug, og forbruget som andel af disponibel indkomst ligger nu klart under sit langsigtede gennemsnit. I de kommende år må der forventes en markant mindre fremgang i de reale disponible indkomster end i 2010, da lønstigningstakten er faldet, og der ikke længere gives skattelettelser. Tværtimod fastfryses bundgrænser i indkomstskatten samtidig med, at en række afgifter forhøjes.

Foruden skattelettelserne har et markant fald i rentebetalingerne lettet husholdningernes økonomiske situation de sidste par år, jf. figur 17. De lavere rentebetalinger skyldes helt overvejende, at renteniveauet og især de korte renter er faldet. Samtidig med stigende gældsætning under højkonjunktoren skete der et skift over mod lån med kortere løbetid. Det har reduceret rentebetalingerne yderligere, ud over hvad faldet i renteniveauet tilsiger, da de korte renter er lavere end de lange. Modstykket er en markant højere rentefølsomhed i husholdningerne. Samme udvikling ses hos virksomhederne.

De faldende rentebetalinger har lettet husholdningernes konsolidering og samtidig understøttet konjunkturerne, bl.a. via boligmarkedet. Denne situation kan imidlertid ikke påregnes at vare ved. På et tidspunkt vil der komme en normalisering af renteniveauet, som vil fjerne

HUSHOLDNINGERNES BRUTTOGÆLD OG RENTEUDGIFTER

Figur 17



Anm.: I opgørelsen af disponibel indkomst er pensionsindbetalinger trukket ud, da de ikke umiddelbart er til disposition til betaling af renteudgifter. Tallene for husholdningssektoren er inklusive landbrug. Det ændrer ikke stort, hvis landbrug trækkes ud.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

den midlertidige forbedring af husholdningernes økonomi. Den høje aktuelle opsparing kan bl.a. skyldes, at husholdningerne benytter de aktuelle rentebesparelser til at sikre en økonomi, der også kan bære en højere rente fremover.

Konjunkturindikatorer

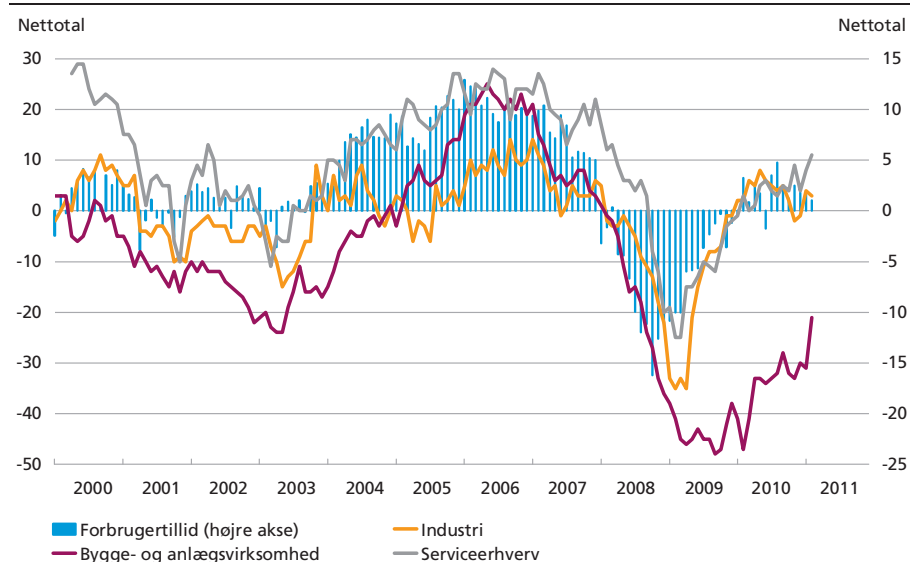
Forbrugertilliden har svinget omkring et beskedent positivt niveau det seneste år, jf. figur 18. Det aktuelle tillidsniveau ligger lidt over gennemsnittet siden midten af 1980'erne. Det stemmer ganske godt overens med stigningen i det private forbrug det seneste år.

Salget af personbiler til husholdningerne er steget i 2010 og ligger nu ikke langt fra niveauet forud for tilbageslaget i økonomien. En stigende del af afsætningen af biler sker som leasing, der det seneste år har tegnet sig for 65 pct. af erhvervenes bilkøb. Ca. en femtedel leases efterfølgende til private brugere.

Konjunkturindikatorerne for erhvervene underbygger billedet af et tøvende opsving. Det sammensatte sæsonkorrigerede konjunkturbarometer for industrien har det seneste år ligget næsten fladt lidt over sit langsigtede gennemsnit. I januar steg produktionsforventningerne dog. Den faktiske industriproduktion, sæsonkorrigeret og ekskl. skibe mv., faldt i månederne op til årsskiftet, men steg i januar. Produktionsniveauet lå i januar stadig 15 pct. under toppunktet i foråret 2008.

KONJUNKTURBAROMETRE

Figur 18



Anm.: Konjunkturbarometre for industri, serviceerhverv og bygge- og anlægsvirksomhed. Seneste observation er februar 2011. Alle barometre er korrigeret for sæsonudsving.

Kilde: Danmarks Statistik.

Konjunkturbarometret for serviceerhverv er forøget ganske svagt i 2010, mens barometret for bygge- og anlægssektoren er steget markant siden lavpunktet i begyndelsen af 2010. Der var især en stærk stigning i februar i år, men dog kun til et niveau, som stadig ligger betydeligt under det langsigtede gennemsnit.

Den bedre økonomi i mange virksomheder afspejler sig i, at antallet af konkurser er faldet i løbet af efteråret. Det er især små hjemmemarkedsorienterede virksomheder, som går konkurs, så beskæftigelsen berøres kun i mindre grad.

Antallet af tvangsauktioner har været uændret det seneste år, men husholdningernes restancer over for realkreditinstitutterne er faldet de seneste tre kvartaler. Det afspejler en bedre betalingsevne i husholdningssektoren.

Udenrigshandel og betalingsbalance

Genopretningen af verdenshandlen i kølvandet på det store fald under krisen er ikke fuldt ud slået igennem på den danske eksport i 2010. Vareeksporten, inkl. industrieksporten, steg først på året, men fladede så ud. De seneste måneder har der igen været stigning i vareeksporten. Eksporten af landbrugsprodukter og brændsel er også steget. Vareeksporten er endnu ikke helt tilbage på niveauet fra før krisen.

Den danske industrieksport har ikke kunnet holde trit med fremgangen i økonomien hos vore handelspartnere, så vi har tabt markedsandele, jf. figur 19. Billedet er klarest, når der måles i mængder. Den bedre udvikling i løbende priser afspejler, at bytteforholdet samtidig er forbedret.

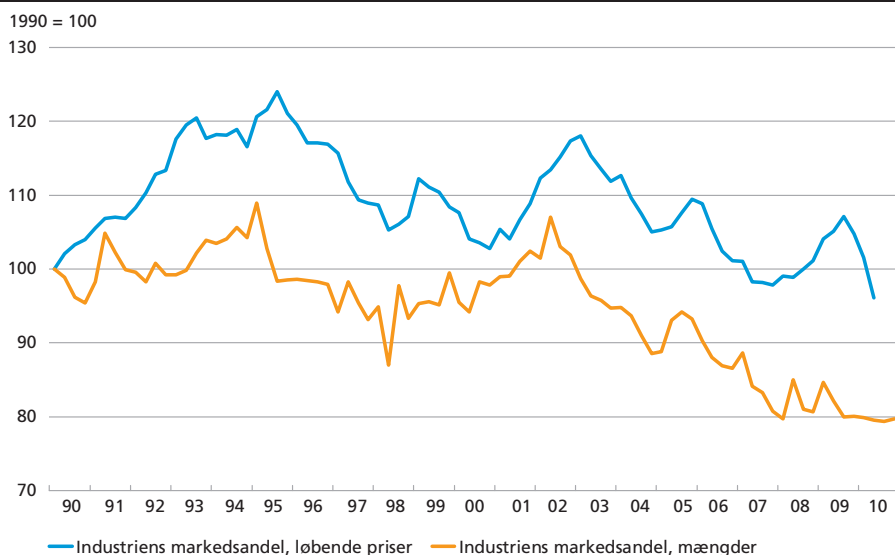
Det er set før, at Danmark taber markedsandele, når konjunkturerne bedres. Det skyldes, at der i den danske eksport er en forholdsvis høj andel af varer og tjenester, som ikke er så konjunkturfølsomme, fx medicinalvarer. Men set over en længere periode har der været en faldende tendens i dansk industris markedsandel. Noget skyldes de mindre udviklede landes hurtige indtog på verdensmarkedet. Det reducerer generelt de gamle industrilandes markedsandele, men det forklarer langt fra hele faldet. Tab af konkurrenceevne har været afgørende. Samtidig øges mulighederne imidlertid for eksport til de mindre udviklede lande, som følge af disses kraftige vækst.

Udviklingen i importen har haft samme profil som eksporten, og importen er dermed også steget de seneste måneder. Det gælder både import til forbrug og erhverv. Det sæsonkorrigerede overskud på handelsbalancen er uændret omkring 6 mia. kr. pr. måned. Det har været niveauet det sidste år.

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster er forbedret markant over det seneste år og har nået et meget højt niveau. Overskuddet

INDUSTRIENS MARKEDSANDELE

Figur 19



Anm.: "Industriens markedsandel" er beregnet som dansk industrieksport til OECD i forhold til OECD-landenes import.
Kilde: OECD og Danmarks Statistik.

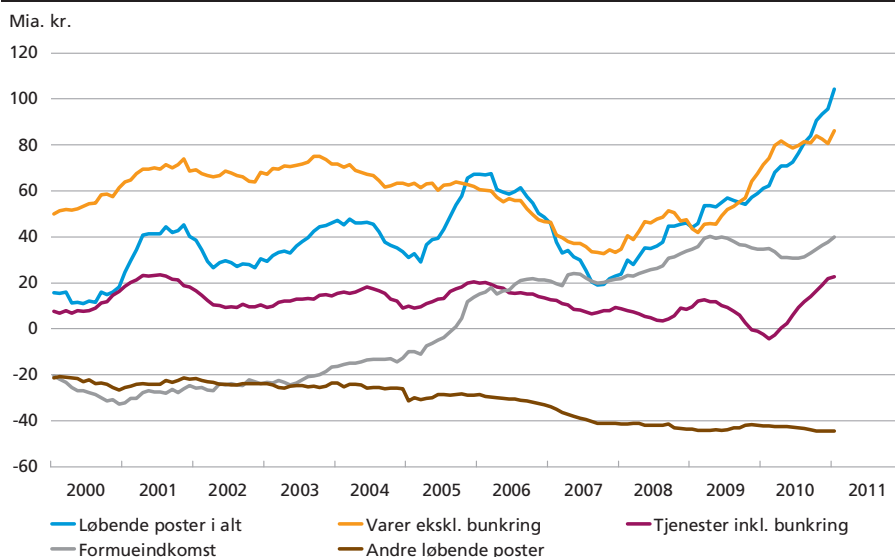
har over 12 måneder frem til og med januar i år været 104 mia. kr. svarende til 6,0 pct. af BNP mod 3,7 pct. i den forudgående 12-måneders periode. Det større overskud skyldes højere overskud på både vare- og tjenestehandlen, men hovedparten af forbedringen fra 2009 til 2010 kan tilskrives øgede indtægter fra søfragt.

Indtægterne fra søfragt på tjenestebalancen har det seneste år udgjort 58 mia. kr. For at nå frem til nettobidraget fra søfragt til betalingsbalancens løbende poster skal bl.a. bunkringsudgifter til handelsflåden fratrækkes. Udgifterne til bunkring, der primært dækker over køb af brændstof til skibene, registreres imidlertid under varehandel og udgjorde 30 mia. kr. Søfragt har derfor netto bidraget med ca. 28 mia. kr. til overskuddet på betalingsbalancen det seneste år mod kun 6 mia. kr. i 2009¹. I figur 20 er bunkringsudgifterne flyttet fra vare- til tjenestebalancen. Set over en lidt længere periode har omsvinget i nettorentebetalingerne på udlandsgælden mv. medført en kraftig styrkelse af betalingsbalancen.

¹ En uddybende analyse af rederiernes valutaindtjening er foretaget af Anders Ejstrup og Caroline Bindslev, Rederiernes valutaindtjening, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2010.

BETALINGSBALANCENS LØBENDE POSTER MED UNDERKOMPONENTER

Figur 20



Anm.: 12-måneders sum. Bunkring er fratrasket varebalancen og tillagt tjenestebalancen. "Andre løbende poster" dækker ensidige betalinger, EU-betalinger og lønindkomst. Seneste observation er januar 2011.

Kilde: Danmarks Statistik og egen beregning.

Arbejdsmarkedet

Fremgangen i økonomien i 2010 er endnu ikke for alvor slået igennem på arbejdsmarkedet. Beskæftigelsen er faldet, og ledigheden har ligget næsten fladt det seneste år. Det afspejler, at der stadig er megen ledig kapacitet.

Nettoledigheden korregeret for sæsonudsving var i januar 114.000 svarende til 4,2 pct. af arbejdsstyrken, mens bruttoledigheden var 6,1 pct. Bruttoledigheden er summen af nettoledigheden, tidligere kaldet den registrerede ledighed, og antallet af aktiverede.

Antallet af varslede fyringer har det sidste år ligget lavere end i de forudgående år, og kun lidt over perioden 2004-05. Serien er dog meget volatil, og man skal være varsom med at benytte tallet som andet end en meget usikker indikator på udviklingen i ledigheden.

Ifølge nationalregnskabet faldt beskæftigelsen med 3.000 personer i 4. kvartal. I den offentlige sektor var faldet 7.000 personer, så der har været en stigning i den private beskæftigelse. For 2010 under ét faldt beskæftigelsen med 59.000 personer svarende til 2 pct.

Ikke bare beskæftigelsen, men også arbejdsstyrken har været faldende de seneste par år. Det har overvejende været konjunkturbetinget. Der vil dog i de kommende mange år også være et underliggende demografisk betinget fald i arbejdsstyrken. Noget skyldes, at flere går på efterløn. En udfasning af efterlønnen efter den skabelon, der er foreslået af

KONSEKVENSER FOR ARBEJDSSTYRKEN AF AT UDFASE EFTERLØNNEN										Tabel 2
1.000 personer	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Demografisk træk på arbejdsstyrken	-5	-5	-5	-4	-2	-3	-3	-3	-4	-3
Effekt på arbejdsudbuddet										
med udfasning af efterlønnen	0	0	0	4	5	9	11	15	13	13
Nettoeffekt på arbejdsstyrken	-5	-5	-5	0	3	7	8	12	9	10

Anm.: Det demografisk betingede fald i arbejdsstyrken følger af, at der er udsigt til et fald i antallet af personer i de aldersklasser, hvorfra arbejdsstyrken hovedsageligt rekrutteres. I beregningen antages uændrede alders-, køns-, herkomst- og oprindelsesbetingede erhvervsfrekvenser. Effekten på arbejdsudbuddet fra regeringens foreslåede tilbagetrækningsreform fremkommer som det antal personer, der udskyder tidspunktet for at overgå til efterløn som følge af reformen, under antagelse af at de har samme aldersbetingede tilbøjelighed til at overgå til efterløn, som dem, der overgik til efterløn i 2009-10. Derfra er trukket dem, der forventes at få tildelt seniorfortidspension eller anden fortidspension, og dem der overgår til folkepension efter efterløn.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

regeringen, ville vende tendensen til fald i arbejdsstyrken til en moderat stigning, jf. tabel 2.

Den stigning i arbejdsstyrken, som ville komme ved at udfase efterlønnen, er ikke større, end at den kan absorberes af arbejdsmarkedet. En tilbagetrækningsreform vil aflaste kravene til højere skat eller lavere offentlige udgifter på andre områder og vil bl.a. derved skabe øget efterspørgsel efter arbejdskraft. Eventuelle tilpasningsproblemer ved en udfasning af efterlønnen er langt mindre end de tilpasningsproblemer, økonomien i øvrigt løbende udsættes for. Udfasningen af overgangsydelsen, der på mange måder mindede om efterlønsordningen, medførte således en stigning i beskæftigelsesfrekvenserne for de berørte årsgange i anden halvdel af 1990'erne, jf. figur 21. Beskæftigelsesfrekvensen i de berørte aldersgrupper kom efter reformen næsten op på samme niveau som for yngre aldersgrupper.

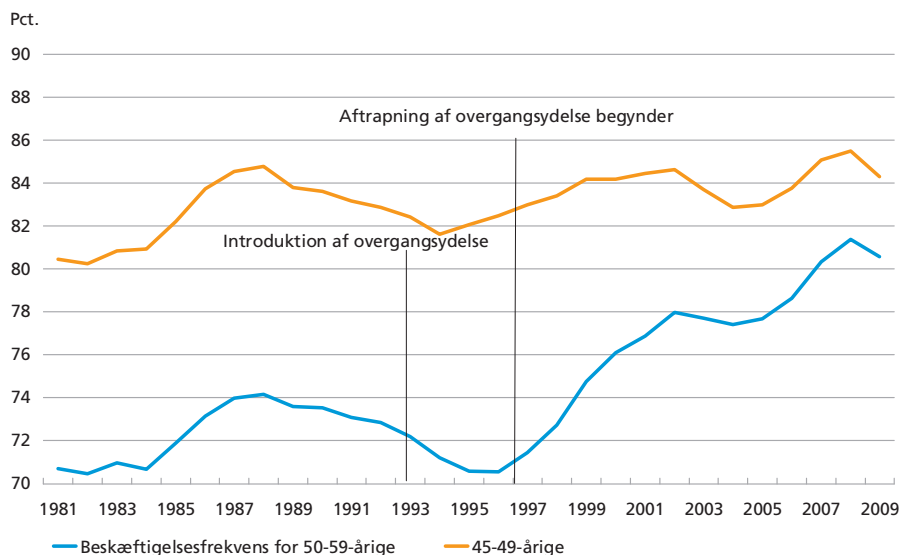
Boligmarkedet

Den begyndende fremgang i boligpriserne bremsede op hen over sommeren. I 3. kvartal lå boligpriserne på samme niveau som i foråret og 2,7 pct. over niveauet i samme kvartal året før ifølge Danmarks Statistik. Stigningen over det seneste år har været stærkest i hovedstadsområdet, men også her er priserne fladet ud. Der blev på landsplan givet prisnedslag på knap 10 pct. på solgte boliger i 3. kvartal. Prisnedslaget beregnes som forskellen mellem handelsprisen og den pris, som boligen blev sat til salg til.

Boligmarkedet presses af et stadigt stigende antal boliger til salg. Ved udgangen af 2010 stod næsten 60.000 ejerboliger til salg ifølge Realkreditrådets boligudbudsstatistik. Heraf var de 10.000 fritidshuse. I begyndelsen af 2010 var der tegn på et øget handelsomfang, men det brem-

EFFEKT PÅ BESKÆFTIGELSESFREKVENSEN AF UDFASNINGEN AF OVERGANGSYDELSEN

Figur 21



Anm.: Fra 1. marts 1992 kunne personer mellem 55 og 59 år med mere end 12 måneders ledighed vælge at gå på overgangsydelse, hvor ydelsen svarede til ca. 80 pct. af den individuelle dagpengesats. Personerne på overgangsydelse skulle ikke længere stå til rådighed for arbejdsmarkedet, og retten til efterløn kunne bibeholdes. Fra 1994 blev overgangsydelsen udvidet til også at omfatte 50-54-årige langtidsledige, dvs. personer, der har været ledige i mere end 12 måneder. Tilgangen til ordningen blev stoppet i 1996, og den var fuldt udfaset i 2006. Da tilgangen til ordningen blev standset, var der 46.000 på overgangsydelse.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

sede op i løbet af sommeren. Antallet af handler ligger væsentligt under gennemsnittet for de seneste 15 år.

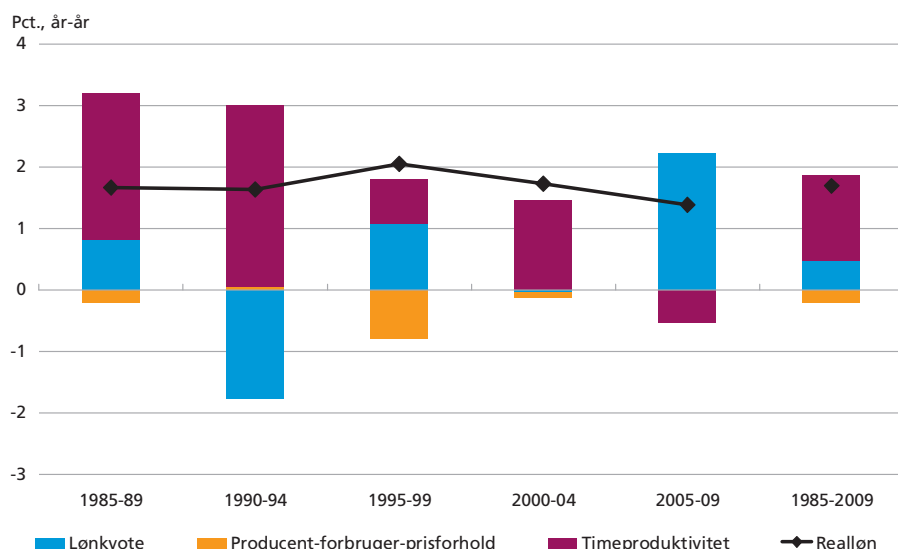
En nærmere analyse af det danske boligmarked præsenteres i artiklen "Udviklingen på ejerboligmarkedet de senere år – Kan boligpriserne forklares?" i del 2 af denne kvartalsoversigt. For en kortere oversigt se artiklen "Boligboblen der bristede: Kan boligpriserne forklares? Og kan deres udsving dæmpes?" på side 47.

Løn og priser

Lønstigningerne på det private område har reageret på svækkelsen af arbejdsmarkedet og er faldet til et niveau omkring 2,5 pct. år til år. Også lønstigningerne på det offentlige område er på vej ned. De har i en periode ligget på et markant højere niveau end på det private arbejdsmarked. Den danske lønstigningstakt i industrien er nu stort set på linje med udlandets. De danske lønninger er imidlertid over en lang periode steget hurtigere end hos vore konkurrenter, uden at væksten i produktiviteten har været større. Det danske lønniveau for ansatte i industrien lå i 2008 knap 10 pct. over niveauet i Tyskland og 15 pct. over niveauet i Sverige.

DEKOMPONERING AF UDVIKLINGEN I REALLØNNEN

Figur 22



Anm.: "Lønkvote" er defineret som forholdet mellem lønsum i private byerhverv og bruttoværditilvæksten i løbende priser. En stigning i reallønnen kan have baggrund i stigning i timeproduktiviteten, lønkvoten eller forholdet mellem producentpris og forbrugerpris. Figuren viser en dekomponering af stigningen i reallønnen over udvalgte perioder på de tre faktorer. Timelønnen i private byerhverv er i beregningen approksimeret med timeløn i industrien. Derfor summer de tre faktorer ikke i alle delperioder til ændringen i reallønnen.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

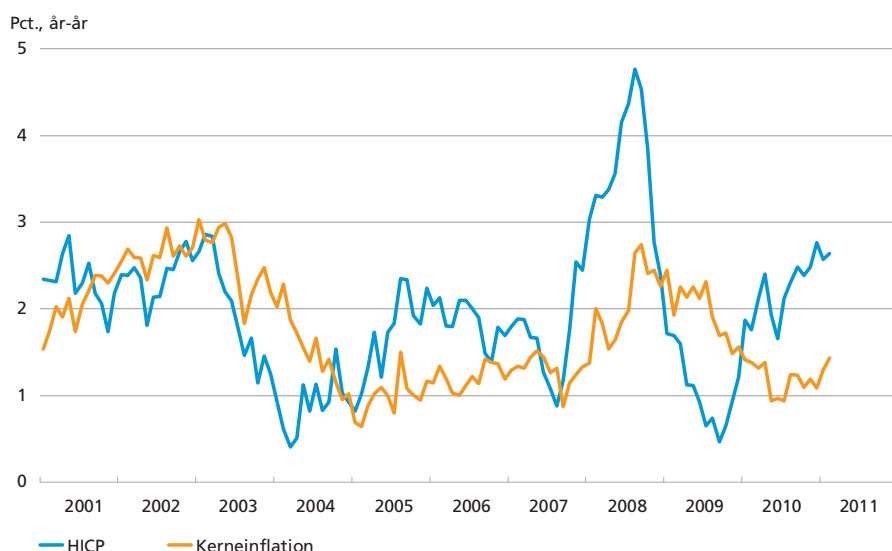
En stigning i reallønnen kan skyldes en stigning i produktiviteten, i lønkvoten, der måler den del af årets produktionsresultat og dermed indkomst, der tilfalder arbejdskraften, eller i forholdet mellem producentpris og forbrugerpris. I figur 22 er vist en dekomponering af væksten i reallønnen på disse tre komponenter.

Den stærke lønvækst herhjemme har medført, at reallønnen for beskæftigede i de private byerhverv er steget mere end produktiviteten siden midten af 1980'erne. Det har presset restindkomsterne og betydet, at lønkvoten er forøget. Den stiger typisk i perioder med pres på arbejdsmarkedet, som under den seneste højkonjunktur. Er ledigheden omvendt høj som i begyndelsen af 1990'erne, kan lønkvoten falde. Udviklingen i forholdet mellem producent- og forbrugerpriser har ydet et svagt negativt bidrag til reallønsudviklingen. Det kan skyldes en stigning i de indirekte skatter, der er indeholdt i forbrugerpriserne.

Inflationen målt ved det harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, har været stigende gennem halvandet år, men prisstigningstakten faldt lidt efter årsskiftet, jf. figur 23. Årsvæksten i HICP var i begge de to første måneder af 2011 2,6 pct. Afgiftsforhøjelser på bl.a. tobak og sukkervarer begyndelsen af 2010 trak sidste år prisstigningstakten op, men efter årsskiftet er denne basiseffekt forsvundet. Til gengæld er fødevare- og

FORBRUGERPRISER OG KERNEINFLATION

Figur 23



Anm.: HICP er det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks. Kerneinflation er forbrugerpriser renset for komponenterne energi, fødevarer, alkohol og tobak. Seneste observation er februar 2011.

Kilde: Danmarks Statistik.

især energipriserne steget stærkt, og der kom yderligere afgiftsforhøjelser pr. 1. juli. Energipriserne lå i februar 9 pct. over niveauet for et år siden og fødevarerpriserne knap 4 pct. højere.

Renset for de volatile komponenter, energi, fødevarer samt alkohol og tobak, er priserne steget med lidt mere end 1 pct. det seneste år. Der er derfor ikke for øjeblikket noget stærkt underliggende inflationspres i økonomien. Hvis dette skal fortsætte, kræver det, at den lidt højere aktuelle inflationstakt ikke får lov at slå igennem på lønstigningstakten og derved sætter gang i en pris-løn-spiral.

Ifølge forbrugernes forventninger venter flertallet af de adspurgte højere inflation om et år end i dag. Også udviklingen i engrospriserne peger på et større fremtidigt prispres. De steg med 7,7 pct. i januar i forhold til samme måned året før, hovedsagelig trukket af stærk stigning i priserne på en lang række råvarer, herunder energi og fødevarer. På råvarebørserne var priserne på mange af de vigtige fødevarer i årets første måneder næsten tilbage på de høje niveauer fra 2008. Udviklingen i engrospriserne har fremadrettet betydning for priserne i senere led i produktions- og afsætningskæden. En stigning i engrospriserne lægger derfor pres på forbrugerpriserne. Det typiske er dog, at stigningen i priserne på importerede varer som fx energi ikke straks overvælttes i salgspriserne, men derimod i en periode klemmer avancerne.

Forbrugerpriserne i euroområdet steg med 2,4 pct. i februar ifølge den foreløbige opgørelse. Den danske inflation har de sidste par år ligget over inflationen i euroområdet, men de seneste måneder er forskellen indsnævret. Korrigeret for afgifter har prisstigningstakterne været tæt på hinanden.

Prognose for dansk økonomi 2011-13

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 4. kvartal 2010². De bagvedliggende antagelser om den internationale økonomi, de finansielle forhold og finanspolitikken er beskrevet i appendiks 1. Ændringer i prognosen i forhold til prognosen fra december 2010 gennemgås i appendiks 2.

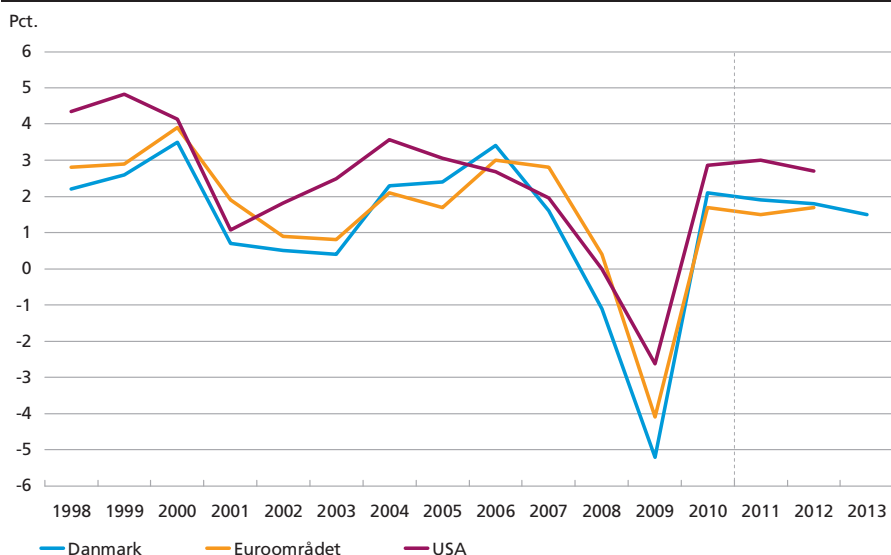
BNP skønnes i både 2011 og 2012 at vokse lidt under 2 pct. Det er på niveau med væksten i 2010 og over den underliggende vækst i produktionspotentialet. Produktionstabt efter finanskrisen ventes at være indhentet i 2013, hvor dansk økonomi nærmer sig en normal kapacitetsudnyttelse, og BNP-væksten aftager til omkring 1,5 pct. Vækstprofilen minder om både USA's og euroområdets, jf. figur 24. Vækstudsigterne er dog svagere end for USA, hvor den underliggende vækst især på grund af demografien er højere, men lidt stærkere end i euroområdet, hvor de kriseramte lande trækker ned. Derimod skønnes væksten i Danmark at blive lidt lavere end i Tyskland i de kommende år.

Den private, endelige efterspørgsel og eksporten overtager i de kommende år en stærkere rolle i efterspørgselsvæksten, hvorimod virksomhedernes lagerbeholdninger efterhånden er tilpasset til omsætningen, og den offentlige efterspørgsel bremses op, jf. tabel 3. Væksten bliver på den baggrund mere balanceret, men begrænses også af den konsolidering, som finder sted hos både husholdninger og virksomheder, jf. ovenfor. I fremskrivningen fortsætter den beherskede fremgang i privatforbruget, der har baggrund i en moderat stigning i de disponible indkomster og et beskedent løft i forbrugskvoten fra et lavt niveau. Det svage arbejdsmarked såvel som stigende renter og høje energi- og fødevarerpriser lægger en dæmper på forbrugsvæksten. De private investeringer bidrager også til efterspørgselsvæksten, men uden at investeringskvoterne løfter sig meget fra de nuværende lave niveauer.

¹ Modellen er beskrevet i Danmarks Nationalbank, *MONA – en kvartalsmodel af dansk økonomi*, 2003.
² Beregningerne er baseret på statistisk information til og med 10. marts 2011.

BNP-VÆKST I DANMARK, EUROOMRÅDET OG USA

Figur 24



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

Kilde: Danmarks Statistik, Reuters EcoWin, IMF, *World Economic Outlook Update*, januar 2011, og egen prognose.

Forventninger om solid vækst på nogle af de vigtigste eksportmarkeder, særligt i 2011, afspejler sig i eksportvæksten i fremskrivningen. Med udsigt til lidt højere lønstigninger end i udlandet vil der dog fortsat væ-

CENTRALE ØKONOMISKE STØRRELSE

Tabel 3

Realvækst i forhold til året før, pct.	2010	2011	2012	2013
BNP	2,1	1,9	1,8	1,5
Privat forbrug	2,1	1,9	2,3	1,5
Offentligt forbrug	1,7	-0,1	0,5	0,2
Boliginvesteringer	-10,4	0,1	2,0	3,2
Offentlige investeringer	14,2	-1,2	-8,0	-2,9
Erhvervsinvesteringer	-4,8	3,5	6,3	7,7
Lagerinvesteringer ¹	0,9	0,3	0,2	0,1
Eksport	2,4	4,8	3,5	3,2
Industrieksport	6,7	6,3	5,1	4,2
Import	1,9	4,5	4,3	4,2
Samlet beskæftigelse, 1.000 personer	2.765	2.761	2.769	2.775
Ledighed, brutto, 1.000 personer	164	166	155	146
Ledighed, netto, 1.000 personer	114	113	106	101
Betalingsbalance, pct. af BNP	5,4	5,1	4,8	4,5
Offentlig saldo, pct. af BNP	-3,7	-4,6	-3,4	-2,7
Kontantpriser, pct. år-år	2,3	0,0	1,2	1,5
Forbrugerpriser, pct. år-år	2,2	2,4	1,8	1,7
Timeløn, pct. år-år	2,5	2,5	3,0	3,2

¹ Bidrag til BNP-vækst.

re et vist tab af markedsandele. Tiltagende efterspørgselspres betyder, at importkvoten øges i fremskrivningen. Importvæksten er på linje med eksportvæksten i 2011, men bliver gradvis højere end eksportvæksten i 2012 og 2013. Betalingsbalanceoverskuddet reduceres på den baggrund lidt fra sit rekordhøje niveau på 5,5 pct. af BNP i 2010 til 4,5 pct. af BNP i 2013.

Beskæftigelsen var trods voksende produktion siden midten af 2009 fortsat svagt faldende i 2. halvår 2010. En stor del af produktivetsfaldet forud for og under krisen er derved indhentet. I fremskrivningen aftager væksten i produktiviteten, så produktionsvæksten resulterer også i en behersket fremgang i beskæftigelsen. Den demografiske tendens til faldende arbejdsstyrke antages i de kommende år at blive opvejet af en konjunkturbetinget tilgang til arbejdsstyrken, som derfor skønnes at forblive omkring sit nuværende niveau. På den baggrund falder ledigheden på linje med beskæftigelsesstigningen, for nettoledighedens vedkommende til omkring 100.000 personer i 2013. Bruttoledigheden, der inkluderer ledige dagpenge- og kontanthjælpsmodtagere i aktivering, falder lidt mere, fra 167.000 personer ved udgangen af 2010 til 146.000 personer i 2013, som følge af et forventet fald i antallet af aktiverede.

Stigningstakten i forbrugerpriserne, HICP, er øget mærkbart det seneste år fra omkring 1 pct. år til år ved udgangen af 2009 til 2,6 pct. år til år i februar 2011. Stigningen skyldes i vidt omfang store prisstigninger på energi og fødevarer, som afspejler udviklingen på de internationale råvaremarkeder. Kerneinflationen, der ekskluderer disse to komponenter, var betydeligt mere afdæmpet, 1,4 pct. år til år i februar 2011. Ved den seneste episode med store råvareprisstigninger i 2007-08 var der med forsinkelse en vis, om end beskeden, afsmittning på den øvrige prisudvikling. Der er endnu ingen klare indikationer på noget tilsvarende i denne omgang, jf. den lave kerneinflation, og risikoen for lignende afsmittende effekter anses også for mindre i den nuværende situation med svagt kapacitetspres. I fremskrivningen forbliver inflationstakten omkring sit nuværende niveau gennem 2011, men aftager siden til lidt under 2 pct. år til år i 2012 og 2013, jf. tabel 4.

Lønstigningerne i industrien har ligget omkring 2,5 pct. år til år gennem 2010. Det er de laveste stigningstakter i en årrække og afspejler svækkelsen af arbejdsmarkedet. Det er omtrent på niveau med lønstigningerne i udlandet, som også er påvirket af krisen. Lønstigningstakten ventes at forblive omkring sit nuværende niveau det kommende års tid, men tiltager derefter til lidt over 3 pct. år til år mod prognosens slutning som reaktion på højere prisstigninger og den gradvise styrkelse af arbejdsmarkedet.

FORBRUGERPRISER							Tabel 4	
Pct., år-år	Vægt ¹	2010	2011	2012	2013	4. kv. 2010	1. kv. 2011	2. kv. 2011
HICP		2,2	2,4	1,8	1,7	2,6	2,5	2,5
Nettoprisindeks	100	2,0	2,4	2,0	1,8	2,2	2,2	2,5
Eksogene:								
Energi	7,1	12,3	11,6	0,8	0,1	11,9	12,6	12,3
Fødevarer	13,1	-0,2	2,7	2,0	1,8	2,1	2,8	3,2
Adm. priser	4,2	3,9	1,9	2,8	3,0	4,1	3,7	1,8
Husleje	23,6	2,6	2,9	2,9	2,7	2,6	2,8	3,0
Ekskl. eksogene	52,0	0,6	0,7	1,6	1,5	0,5	0,1	0,8
Import	15,6	0,8	3,8	1,3	1,7	3,1	4,1	4,3
IMI	36,4	0,6	-0,5	1,7	1,5	-0,5	-1,5	-0,6

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

¹ Vægt i nettoprisindekset, procent.

Økonomisk politik

Dansk økonomi blev overophedet i årene 2006-2007. Ud over afsmitning fra det internationale opsving skyldtes det den importerede lave rente, en lempelig finanspolitik og lempelig kreditgivning i store dele af den finansielle sektor. Analyser i denne kvartalsoversigt viser, at overophedningen og den efterfølgende finansielle krise blev forstærket af flere økonomisk-politiske tiltag, der har forøget økonomiens underliggende ustabilitet, herunder en fastfrysning af den nominelle ejendomsværdi-skat og indførelsen af afdragsfrie boliglån.

Som efter enhver overophedning er der fulgt et konjunkturtilbage-slag, problemer med offentlig gældsætning og en forringet konkurrenceevne. Tilbageslaget blev denne gang kraftigt forstærket af den internationale og danske finansielle krise.

Aktuelt står dansk økonomi med overskud på betalingsbalancen og en moderat offentlig gæld stærkere end efter overophedningen i midten af 1980'erne og bedre end de lande, hvor den forudgående overophedningen var kraftigere. Men flere nabolande, herunder Sverige og Tyskland, formåede at undgå en alvorlig overophedning af økonomien. Danmark står med et mærkbart konkurrenceevneproblem, og især de hjemmemarkedsorienterede erhverv, byggeri og service, har et alvorligt produktivitetsproblem. Samtidig er udbuddet af arbejdstimer pr. beskæftiget under gennemsnittet i OECD, og der er udsigt til en faldende arbejdsstyrke.

De automatiske stabilisatorer i dansk økonomi er stadig høje i international sammenhæng, men de er faldet over en længere årrække i kraft af lavere marginalsat og et vist fald i dagpengenes kompensationsgrad. Begge dele har styrket produktionskapaciteten og bør fastholdes. Der-

imod indebærer fastfrysningen af den nominelle ejendomsværdiskat, at boligbeskatningen reelt sættes ned, når huspriserne stiger – og sættes op når de falder. Det er klart destabiliserende for både den samlede økonomi og for husholdningernes økonomi, og det svækker den finansielle stabilitet ved at øge udsvingene i boligpriserne.

Sammenhængen mellem boligbeskatningen og de aktuelle boligpriser bør derfor genskabes ved, at man ophæver fastfrysningen af ejendomsværdiskatten. Hvis satsen for ejendomsværdiskatten samtidigt sættes ned, kan en ophævelse af fastfrysningen ske uden nogen nævneværdig effekt på de aktuelle boligpriser, og på længere sigt vil der være større sikkerhed om huspriserne, fordi deres udsving vil mindskes. Ved en ophævelse af fastfrysningen vil den reale værdi af ejendomsværdiskatten ikke længere falde gradvis over tid. Det vil forebygge et betydeligt langsigtet provenutab.

Også indførelsen af afdragsfrie realkreditlån i boligfinansieringen har forstærket udsvingene i boligpriserne. Hvis priserne stiger, betyder lån med afdrag, at den samlede ydelse på lån til boligkøb stiger mere, end når lånet er afdragsfrit. Den højere ydelse dæmper boligefterspørgslen og tager derved toppen af prisstigningen. Hvis boligpriserne omvendt falder, indebærer lån med afdrag, at terminsydelsen ved boligkøb falder mere, end når lånet er afdragsfrit. Faldet i ydelsen stimulerer boligefterspørgslen og hjælper til at holde hånden under boligpriserne. Afdrag på boliglån har altså en stabiliserende virkning på boligpriserne. Denne gavnlige virkning går tabt i takt med udbredelsen af de afdragsfrie lån.

Den stadig mere omfattende brug af afdragsfrie lån øger desuden boligejernes og dermed hele økonomiens sårbarhed overfor uventede fald i boligpriserne, da afdragsfriheden mindsker opbygningen af friværdier. En udbredt anvendelse af afdragsfrie lån vil øge antallet af boligejere, der bliver teknisk insolvente i tilfælde af mærkbare fald i boligpriserne. Det er ikke blot et problem for de berørte husholdninger, men er tillige et samfundsøkonomisk problem. Teknisk insolvens kan tilskynde boligejerne til at spare ekstraordinært op i perioder med lavkonjunktur og boligprisfald, hvor tilbageholdenhed med forbruget vil forstærke lavkonjunkturen. Endvidere kan teknisk insolvens betyde, at de berørte boligejere ikke har råd til at flytte, hvilket vil hæmme mobiliteten på arbejdsmarkedet og dermed vanskeliggøre en nedbringelse af arbejdsløsheden i en lavkonjunktur.

Disse forhold taler for at udfase muligheden for at benytte afdragsfrie realkreditlån i boligfinansieringen. En gradvis og lempelig udfasning af adgangen til nye afdragsfrie realkreditlån vil kunne gennemføres uden alvorlige negative konsekvenser for boligmarkedet på kort sigt og vil bidrage til at stabilisere markedet på længere sigt. Det vil således virke

som en forsikring mod store fremtidige stigninger og fald i boligpriserne, hvis man udfaser de afdragsfrie lån og genskaber sammenhængen mellem ejendomsværdiskatten og boligpriserne.

I kølvandet på krisen er beskæftigelsen faldet. Faldet er fortsat, selv om produktionen i et stykke tid har været voksende. Det skyldes, at virksomhederne på det seneste har indhentet en del af det alvorlige fald i arbejdsproduktiviteten, som indtraf under det økonomiske tilbageslag. I år og i de nærmest kommende år er der udsigt til en vækst i den samlede efterspørgsel, der overstiger den underliggende vækst i produktionskapaciteten. Dermed kan der også ventes en fremgang i beskæftigelsen i de kommende år, med mindre der indtræffer et uventet tilbageslag i den internationale økonomi. Det er afgørende, at der er plads til den ventede stigning i det private forbrug og de private investeringer, uden at pres på arbejdsmarkedet fører til yderligere forringelser af konkurrenceevnen. På den baggrund bør den planlagte finanspolitik med stramninger i årene 2011-13 fastholdes. Det var velbegrundet at lempe finanspolitikken under det kraftige tilbageslag i 2009 og 2010, men da økonomien nu atter er i fremgang, og der i mellemtiden er sket en kraftig forværring af de offentlige finanser, er tiden nu inde til en konsolidering. Selv efter de planlagte stramninger vil en del af den seneste lempelse stå tilbage i 2013.

De aktuelle problemer som følge af en stor og hastigt voksende statsgæld i en lang række lande har medført, at de internationale investorer er meget opmærksomme på, om de enkelte lande arbejder målrettet på at få deres offentlige finanser under kontrol. En slækkelse af den finanspolitiske disciplin i Danmark kan derfor underminere den tillid til dansk økonomi, som er forudsætningen for, at vi kan fastholde et lavt rentespænd over for Tyskland. Med et lavt rentespænd vil pengepolitikken fortsat kunne understøtte den økonomiske fremgang, selv om der må ventes en gradvis normalisering af det internationale renteniveau.

I de kommende mange år vil befolkningsudviklingen trække i retning af en faldende arbejdsstyrke og et stigende antal personer uden for arbejdsmarkedet. Denne udvikling er en udfordring for den fremtidige velstand og offentlige service. Et nærliggende og sikkert virkende instrument til at imødegå faldet i arbejdsstyrken og styrke de offentlige finanser vil være at udfase efterlønnen. Selv med en gradvis udfasning fra midten af dette årti vil den forventede gennemsnitlige nettotilgang til arbejdsstyrken i de kommende år være mindre end den gennemsnitlige vækst i arbejdsstyrken i det foregående årti. Den tilvækst i arbejdsstyrken, som en udfasning af efterlønnen vil sikre, vil derfor kunne omsættes i øget beskæftigelse. Siden efterlønnens indførelse i 1979 har bedre helbredstilstand forøget den gennemsnitlige restlevetid for 60-

årige med knap 4 år. Tilbagetrækningsmulighederne er dermed i praksis blevet kraftigt udvidet siden 1979. Hvis en tilbagetrækningsreform skal nå at få virkning, inden de negative økonomiske konsekvenser af den demografiske udvikling for alvor slår igennem, og de berørte personer skal have et vist varsel, bør beslutningen om en reform træffes snarest.

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 er i fortsat fremgang, og verdenshandlen er stigende. Der er dog stadig tale om et forholdsvis forsigtigt opsving, hvor væksten generelt er størst i eksportorienterede økonomier. To af Danmarks vigtigste samhandelspartnere, Sverige og Tyskland, havde i 2010 høj vækst og stigende beskæftigelse. Den danske eksportmarkedsvækst i 2011 er på den baggrund vurderet til 7,5 pct., hvilket er højere end i december-prognosen. I 2012 og 2013 antages væksten at blive lavere, jf. tabel 5.

De højere råvarepriser er årsag til stigende globale priser. Prisstigningen på de danske eksport- og importmarkeder antages i år at ligge i underkanten af prisstigningerne i 2008, hvor råvarepriserne også steg markant. Importpriserne i de lande, som Danmark eksporterer til, og eksportpriserne for de lande, som dansk import kommer fra, stiger i år med godt 2 pct., hvorefter stigningstakten falder lidt de følgende år. De udenlandske lønstigninger antages i fremskrivningsperioden at være beskedne som følge af svage arbejdsmarkeder i de fleste lande.

OVERSIGT OVER PROGNOSENS ANTAGELSER				Tabel 5
	2010	2011	2012	2013
International økonomi:				
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år	10,9	7,5	6,5	5,0
Pris på eksportmarkedet ¹ , pct. år-år	-0,9	2,2	1,7	1,2
Udenlandsk pris ² , pct. år-år	-0,7	2,3	1,8	1,2
Udenlandsk timeløn, pct. år-år	2,4	1,3	2,0	2,6
Finansielle forhold mv.:				
3-måneders-pengemarkedsrente, pct. p.a.	0,6	1,2	2,2	2,5
Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a. ..	2,7	3,2	3,8	4,3
Effektiv kronekurs, 1980 = 100	104,0	103,4	103,6	103,6
Dollarkurs, kroner pr. dollar	5,6	5,3	5,3	5,3
Oliepris, Brent, dollar pr. tønde	80,3	112,7	112,1	109,2
Finanspolitik:				
Offentligt forbrug, pct. år-år	1,7	-0,1	0,5	0,2
Offentlige investeringer, pct. år-år	14,2	-1,2	-8,0	-2,9
Offentlig beskæftigelse, 1.000 personer	839	834	835	836

¹ Sammenvejet importpris for de lande, Danmark eksporterer til.

² Sammenvejet eksportpris for de lande, Danmark importerer fra.

Renter, valuta 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 lidt de seneste måneder. 3-måneders-pengemarkedsrenten lå omkring 0,8 pct. i starten af marts og ventes at stige til et niveau på omtrent 2,5 pct. i 2013. De lange renter er ligeledes steget de seneste måneder, men ligger fortsat på et lavt niveau. Den gennemsnitlige obligationsrente var i begyndelsen af marts 3 pct. og stiger i prognosen til 4,3 pct. i 2013.

Siden december-prognosen er den nominelle effektive kronekurs steget lidt. Det dækker over, at britiske pund og dollar er svækket over for euroen og dermed den danske krone, mens svenske og norske kroner begge er styrket. I fremskrivningen antages dollarkursen og den effektive kronekurs at holde sig konstant på niveauet fra primo marts.

Prisen på olie er siden sidste prognose steget markant og lå ved prognosens udarbejdelse omkring 115 dollar pr. tønde. I fremskrivningen antages olieprisen at følge futurepriserne, så olieprisen falder til knap 110 dollar i 2013.

Finanspolitiske forudsætninger

Finanspolitikken i prognosen tager udgangspunkt i den annoncerede finanspolitik, herunder de regionale og kommunale budgetter for 2011 og finansloven for 2011. Det offentlige forbrug antages i år at falde marginalt i reale termer, hvorefter det vokser med 0,5 pct. i 2012 og 0,2 pct. i 2013. De offentlige investeringer falder svagt i år, hvorefter de i 2012 og 2013 reduceres i takt med den planlagte konsolidering.

APPENDIKS 2: REVISIONER I FORHOLD TIL SENESTE PROGNOSE

Skønnet for BNP-væksten i 2011 er uændret i forhold til decemberprognosen, jf. tabel 6, hvor revisionerne i BNP og forbrugerpriser er dekomponeret på vigtige baggrundsfaktorer. En opjustering af eksportmarkedsvæksten trækker i retning af højere vækst, mens en lidt stærkere effektiv kronekurs og en højere oliepris trækker i modsat retning. På den baggrund er skønnet for BNP-væksten i 2012 nedjusteret marginalt.

Forbrugerprisstigningerne er oprevideret til 2,4 pct. i 2011 og 1,8 pct. i 2012 især som følge af, at olieprisen målt i dollar er steget godt 20 pct. siden december. Det modvirkes delvis af styrkelsen af valutakursen. Andre faktorer, herunder datarevisioner, bidrager kun beskedent til revisionerne af skønnene for BNP-væksten og forbrugerpriserne.

REVISIONER I FORHOLD TIL SENESTE PROGNOSE

Tabel 6

Pct., år-år	BNP			Forbrugerpriser, HICP		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Prognose fra december 2010	2,0	1,9	1,9	2,2	1,9	1,5
Bidrag til ændret skøn fra:						
Eksportmarkedsvækst	0,0	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Renteudvikling	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valutakurser	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
Oliepriser	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,6	0,2
Andre faktorer	0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,2
Denne prognose	2,1	1,9	1,8	2,2	2,4	1,8

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

Boligboblen der bristede: Kan boligpriserne forklares? Og kan deres udsving dæmpes?

Niels Arne Dam, Tina Saaby Hvolbøl, Erik Haller Pedersen, Peter Birch Sørensen og Susanne Hougaard Thamsborg, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Det danske boligmarked gennemløb en dramatisk udvikling i sidste årti. I løbet af ganske få år i midten af 2000-tallet steg de reale boligpriser med en hastighed, der ikke er set siden de hektiske år fra 1983 til 1986. Derefter vendte udviklingen brat, og boligejerne oplevede store reale kapitaltab i 2008 og første halvdel af 2009.

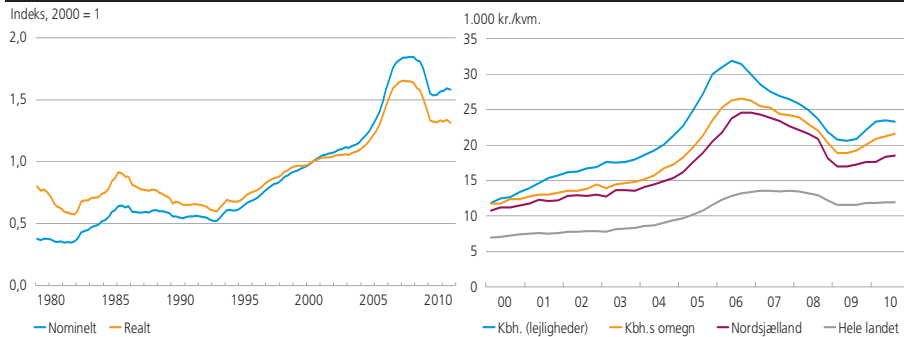
Boligprisernes himmelflugt bidrog i høj grad til den overophedning af dansk økonomi, der indtraf i 2006 og 2007, og nedturen på boligmarkedet begyndte, før den internationale og danske finansielle krise for alvor slog igennem på realøkonomien. Tilbageslaget på boligmarkedet kom på et meget uheldigt tidspunkt og forstærkede de kontraktive virkninger af finanskrisen.

Erfaringerne fra 2000'erne har dermed endnu en gang demonstreret, at store udsving i boligpriserne kan destabilisere samfundsøkonomien. Det er derfor vigtigt at forstå drivkræfterne bag udviklingen i boligpriserne. En bedre forståelse af prisdannelsen på ejerboliger er en forudsætning for, at der kan tilrettelægges en fremtidig økonomisk politik, som forebygger store udsving på boligmarkedet.

I del 2 af denne kvartalsoversigt foretager vi en nærmere analyse af de senere års udvikling på ejerboligmarkedet og diskuterer, hvordan man kan mindske udsvingene i boligpriserne. I denne oversigtsartikel giver vi et ikke-teknisk sammendrag af vore vigtigste resultater og konklusioner. Et af vore hovedresultater er, at boligboomet i sidste årti i høj grad var drevet af indførelsen af nye låneformer og i nogen grad af, at ejendomsværdiskatten blev fastfrosset i forbindelse med skattestoppet. Disse tiltag forstærkede konjunkturudsvingene og har medført, at der er udslagt til en lavere beskæftigelse i de kommende år, end vi ellers ville have haft. Udsvingene på boligmarkedet og dermed i samfundsøkonomien kan mindskes ved at genskabe forbindelsen mellem ejendomsværdiskatten og de aktuelle boligpriser, og ved at udfase adgangen til afdragsfrie realkreditlån til ejerboliger.

KONTANTPRIS PÅ ENFAMILIEHUSE (VENSTRE) OG REGIONAL UDVIKLING I BOLIGPRISERNE (HØJRE)

Figur 1



Anm.: Sæsonkorrigerede prisindeks (venstre). Den reale kontantpris er fundet ved at deflatere med nationalregnskabs deflator for det private forbrug. Kvadratmeterpriser på enfamiliehuse (højre), hvor intet andet er anført.

Kilde: Danmarks Statistik, Realkreditrådet (egen sæsonkorrektion) og MONA's databank.

KAN BOLIGPRISERNE FORKLARES?¹

I figur 1 (venstre) vises udviklingen i de nominelle og reale boligpriser i Danmark siden 1980. Den voldsomme stigning i boligpriserne, der fandt sted fra 2004 til 2007, og det efterfølgende store prisdyk i 2008-09, ses tydeligt. Den gennemsnitlige prisstigning i midten af sidste årti dækker over markante forskelle på tværs af landet. Fremgangen på boligmarkedet begyndte i København, ikke mindst på markedet for ejerlejligheder, og spredte sig hurtigt til Københavns omegn og Nordsjælland, jf. figur 1 (højre). Højindkomstkommunerne umiddelbart nord for København oplevede således usædvanligt kraftige prisstigninger på boliger. Uden for hovedstaden og Nordsjælland var prisudviklingen derimod langt mere behersket.

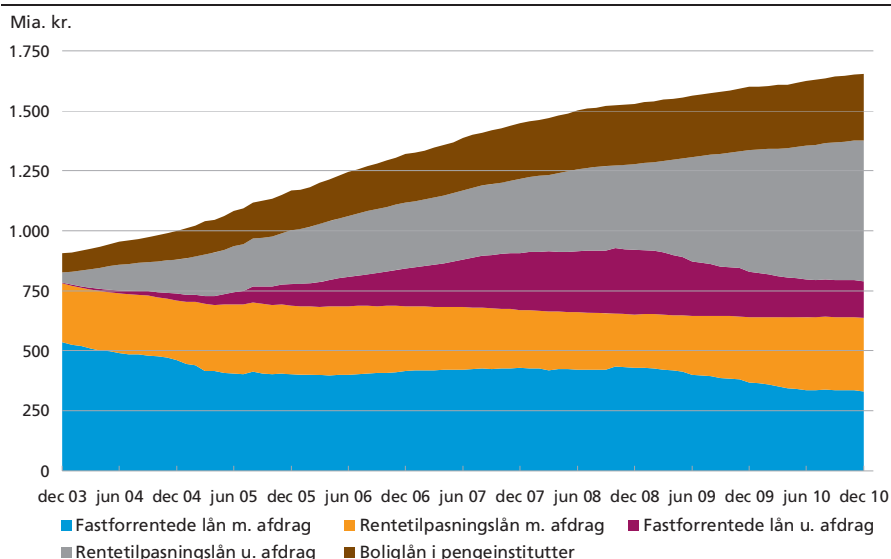
Et andet bemærkelsesværdigt træk ved udviklingen i sidste årti var udbredelsen af nye finansieringsformer, der blev understøttet af liberaliseringer af lovgivningen om boligfinansiering. Allerede i 1996 blev der åbnet for rentetilpasningslån, men de begyndte først for alvor at slå igennem efter årtusindskiftet. I oktober 2003 blev de afdragsfrie lån indført, og de blev hurtigt meget populære. I løbet af få år har de nye låneformer fortrængt de traditionelle fastforrentede lån med afdrag som den dominerende form for boligfinansiering, jf. figur 2.

Prisstigningerne på boliger ansporede til et kraftigt byggeboom. Historisk har der været en tæt sammenhæng mellem boliginvesteringerne og priserne på eksisterende boliger i forhold til prisen på nybyggeri. Det afspejler, at det bliver mere fordelagtigt at bygge nyt, når dette bliver

¹ Dette afsnit giver en oversigt over artiklen af Niels Arne Dam, Tina Saaby Hvolbøl, Erik Haller Pedersen, Peter Birch Sørensen og Susanne Hougaard Thamsborg, De senere års udvikling på ejerboligmarkedet – Kan boligpriserne forklares? Danmarks Nationalbank, del 2 i denne *Kvartalsoversigt*.

BOLIGKØBERNES FINANSIERINGSSAMMENSETNING

Figur 2

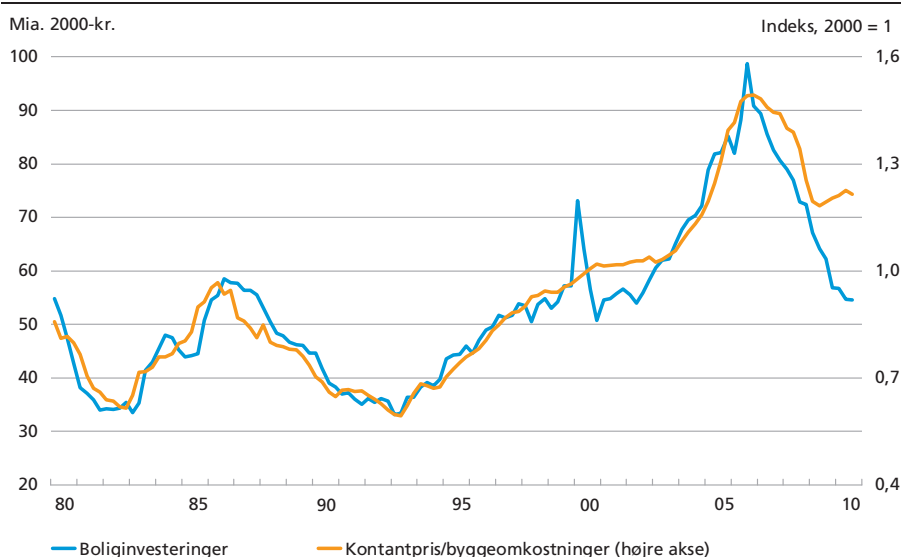


Kilde: Danmarks Nationalbank.

billigere i forhold til at købe eksisterende boliger. Under opsvinget reagerede boligbyggeriet da også kraftigt på, at eksisterende huse var blevet mere værd i forhold til prisen på at bygge nyt, jf. figur 3. I 2006 lå boliginvesteringerne således 61 pct. over niveauet i 2002.

KONTANTPRISER, BYGGEOMKOSTNINGER OG BOLIGINVESTERINGER

Figur 3

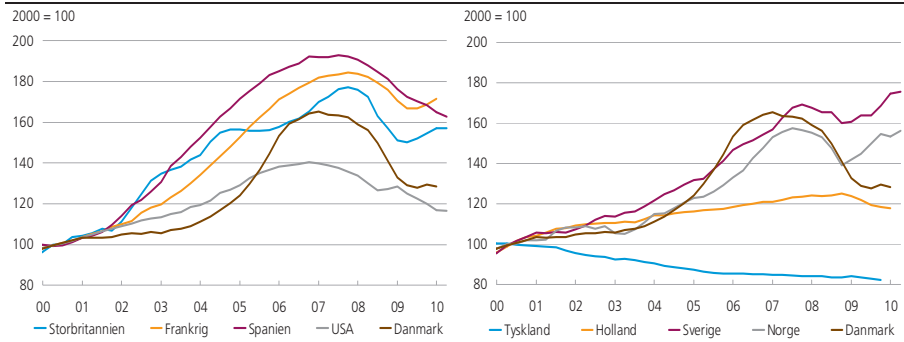


Anm.: Byggeinvesteringerne er sæsonkorrigerede kvartalstal opregnet til årsniveau. Som byggeomkostninger anvendes nationalregnskabs deflator for byggeinvesteringerne.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

REALE BOLIGPRISER I UDVALGTE OECD-LANDE

Figur 4



Anm.: Reale boligpriser: nominelle boligpriser deflateret med forbrugsdeflatoren fra nationalregnskabet.
Kilde: OECD House Price Database.

Det var ikke kun Danmark, der oplevede kraftige stigninger i boligpriserne i årene efter årtusindskiftet. I lande som Storbritannien, Frankrig, Spanien, USA, Norge og Sverige var der også solide reale prisstigninger frem til 2007, hvorefter boligpriserne generelt faldt kraftigt frem til 2009 og siden har været nogenlunde uændrede, jf. figur 4. Et særtræk ved udviklingen i Danmark var dog, at stigningerne i de danske boligpriser indtraf relativt sent, men at priserne til gengæld steg mere stejlt end i andre lande, da den danske "boligboble" endelig satte ind i 2005 og 2006. Udviklingen på det danske boligmarked i disse år var altså usædvanligt hektisk i både historisk og international sammenhæng.

En ny kontantprisrelation for Danmark

I et forsøg på at forklare den beskrevne udvikling har vi foretaget en økonometrisk analyse for at afdække, hvilke faktorer der bestemmer de danske boligpriser. Udgangspunktet er, at priserne på kort sigt er bestemt af efterspørgslen, da udbuddet kun langsomt kan ændres gennem nybyggeri og nedslidning af den eksisterende boligmasse. Traditionelt har man antaget, at boligefterspørgslen varierer positivt med husholdningernes disponible realindkomst og negativt med den såkaldte brugerpris på ejerboliger. Brugerprisen er et mål for den forventede omkostning ved at besidde en ejerbolig. I brugerprisen indgår realrenten efter skat og boligskatter (grundskyld og ejendomsværdiskat).¹ Et eventuelt forventet realt prisfald på boligen indgår også i brugerprisen, fordi det indebærer et formuetab for boligejeren. Til gengæld reduceres brugerprisen af en eventuel forventet realprisstigning på boliger, fordi boligejeren derved opnår en kapitalgevinst. Ved at opstille en relation (lig-

¹ Brugerprisen inkluderer egentlig også reale udgifter til boligreparation (afskrivninger), men da de ifølge Danmarks Statistik er meget stabile over tid og dermed ikke bidrager til at forklare boligpriserens udsving, inddrager vi ikke afskrivningerne i vort udtryk for brugerprisen.

ning) til bestemmelse af boligefterspørgslen kan man udlede den reale kontantpris, som boligkøberne er villige til at betale pr. kvadratmeter boligareal ved en given disponibel indkomst og en given brugerpris.

De traditionelle kontantprisrelationer i de eksisterende makroøkonomiske modeller for dansk økonomi har dog alle haft meget svært ved at forklare de senere års udvikling i boligpriserne. Vi har derfor undersøgt, om man kan opnå en bedre forklaring ved at antage, at boligkøberne reagerer på en boligudgift, der består af et vejet gennemsnit af den traditionelle brugerpris og den laveste førsteårsydelse, som det er muligt at opnå med de låneformer, der eksisterer på købstidspunktet. Førsteårsydelsen er lig med summen af første års afdrag, boligskatte og den nominelle renteudgift efter skat ved et fuldt lånefinansieret boligkøb. Ved at inddrage den minimale førsteårsydelse som forklarende variabel åbner vi mulighed for, at fremkomsten af nye låneformer såsom de afdragsfrie lån kan påvirke boligefterspørgslen og boligpriserne.

I princippet "burde" boligkøberne ikke betragte afdrag på boliglån som en del af omkostningen ved boligforbrug, men derimod som en opsparing, der reducerer den fremtidige renteudgift. I praksis vil boligkøberne dog nok i et vist omfang betragte afdrag som en omkostning. Det kan skyldes, at nogle potentielle boligkøbere gerne vil øge deres forbrug, men er begrænsede i deres lånemuligheder. De vil da være villige til at betale en højere boligpris, hvis de ved et boligkøb får adgang til et afdragsfrit lån. Der kan også være boligkøbere, der simpelt hen er kortsynede og derfor lægger mere vægt på at opnå den lavest mulige kontante udgift her og nu frem for at sikre en lavere fremtidig ydelse gennem afdrag på boliglånet.

Kortsynet adfærd kan også få rentetilpasningslån baseret på den korte rente til at fremstå mere attraktive, end de reelt er. Arbitrageadfærden på de finansielle markeder bevirker, at den lange obligationsrente tenderer at være lig med et gennemsnit af den aktuelle og de forventede fremtidige korte renter, med tillæg af en risikopræmie for usikkerheden om det fremtidige renteniveau. I en situation, hvor den korte rente ligger langt under den lange rente, er det altså ikke nødvendigvis mere fordelagtigt at finansiere et boligkøb med rentetilpasningslån end med et fastforrentet langfristet lån. En stejl rentekurve vil nemlig som regel afspejle, at der er udsigt til store fremtidige stigninger i den korte rente, eller at der er stor usikkerhed om det fremtidige renteniveau. Hvis boligkøberne ikke fuldt ud indser dette, kan adgangen til rentetilpasningslån baseret på den korte rente imidlertid få et boligkøb til at se mere attraktivt ud. Finansiering til en lav aktuel kort rente kan også være attraktiv for likviditetsbegrænsede boligkøbere, der gerne vil øge deres aktuelle forbrug på bekostning af fremtidigt forbrug.

Der er altså flere grunde til at formode, at fremkomsten af nye låneformer i begyndelsen af 2000'erne var med til at hæve boligefterspørgslen og boligpriserne. Som nævnt antager vi, at boligkøberne reagerer på en boligudgift, der er et vejet gennemsnit af den traditionelle brugerpris (den relevante boligomkostning for en rationel, ikke-likviditetsbegrænset boligkøber) og den lavest mulige førsteårsydelse, givet de tilgængelige låneformer på købstidspunktet. I vor økonometriske analyse lader vi data bestemme den vægt, hvormed førsteårsydelsen indgår i boligudgiften, idet vi vælger størrelsen af vægten således, at vi opnår den bedst mulige statistiske forklaring af boligpriserne. Med denne fremgangsmåde finder vi, at boligkøberne reagerer på en boligudgift, hvori førsteårsydelsen indgår med en vægt på 60 pct., mens den traditionelle brugerpris indgår med en vægt på 40 pct. En mulig tolkning heraf er, at 60 pct. af boligkøberne er likviditetsbegrænsede eller kortsynede, mens de resterende 40 pct. er fremadskuende og ikke mangler likviditet til at finansiere deres ønskede forbrug. En anden og ligeså plausibel fortolkning er, at de enkelte boligkøbere lægger en betydelig vægt (60 pct.) på mulighederne for forbrug her og nu, men at de også lægger en vis vægt (40 pct.) på hensynet til deres forbrugsmuligheder på længere sigt, som fx forbedres ved afdrag på lån (og ved, at inflationen udhuler realværdien af deres gæld).

Vor økonometriske relation til forklaring af det gennemsnitlige niveau for huspriserne tager højde for, at priserne kun gradvis tilpasser sig ændringer i den underliggende boligefterspørgsel, der som nævnt bestemmes af de disponible realindkomster og af vort vejede gennemsnit af brugerprisen og den minimale førsteårsydelse. Den lange rente på 30-årige fastforrentede realkreditobligationer indvirker på boligefterspørgslen og boligpriserne gennem brugerprisen, mens de korte renter og de krævede afdrag på boliglån virker via deres effekt på førsteårsydelsen. Boligskatterne indvirker både gennem brugerprisen og via førsteårsydelsen. Over tid vil ændringer i boligpriserne påvirke boligudbuddet ved at påvirke omfanget af nybyggeri. På den måde vil ændringer i boligefterspørgslen langsomt blive imødegået af ændringer i boligudbuddet, hvilket dæmper de langsigtede udsving i boligpriserne. I vor analyse af kontantpriserne tager vi højde for udviklingen i boligudbuddet.¹

Ved brug af ovennævnte forklarende variable har vi estimeret en kontantprisrelation på danske data for perioden fra 1. kvartal 1972 til 2. kvartal 2010. Da boligpriserne tilpasser sig trægt til ændringer i den

¹ I kontantprisrelationen tager vi udviklingen i boligudbuddet for givet. Vi har dog også estimeret en særskilt relation til forklaring af boliginvesteringerne, som præsenteres nærmere i Dam mfl. (2011a).

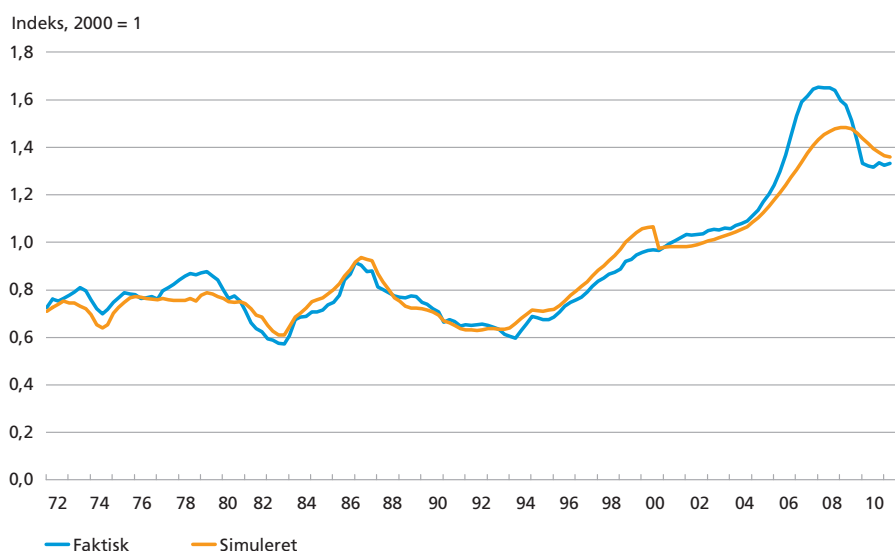
underliggende boligefterspørgsel, er der en statistisk sammenhæng mellem den aktuelle boligpris og priserne i de foregående perioder. Vi har foretaget en såkaldt dynamisk simulation af den estimerede kontantprisrelation, hvor den forudsagte huspris i en given periode ikke blot baseres på de aktuelt observerede niveauer for renter, indkomster og skatter mv., men også på de forudsagte huspriser i de foregående perioder. Derved kan vi undersøge, om relationen er god til at opfange udsvingene i boligpriserne, eller om forudsigelsen af boligpriserne har en tendens til "at køre af sporet" i forhold til den faktiske udvikling.

Resultatet af denne øvelse er illustreret i figur 5. Det fremgår, at relationen generelt har godt fat i de vigtigste udsving i boligpriserne frem til 2004, mens den har svært ved at forklare de voldsomme pristigninger i 2005-06 og det efterfølgende fald i 2008-09. Det understøtter den populære opfattelse af, at der var en "boble" på boligmarkedet i de sidste år før finanskrisen, hvor boligpriserne blev løsrevet fra de underliggende fundamentale økonomiske forhold, der normalt styrer prisdannelsen. Da boblen bristede, blev det efterfølgende prisfald til gengæld særligt dramatisk, fordi priserne i udgangspunktet lå så langt over deres fundamentale niveau.

Som tidligere nævnt, vil forventninger om fremtidige kapitalgevinster på boliger stimulere boligefterspørgslen ved at reducere brugerprisen. Forskellige undersøgelser tyder på, at husholdningernes forventninger

REAL HUSPRIS, FAKTISK OG SIMULERET

Figur 5



Anm.: Den simulerede huspris er baseret på en dynamisk simulation af den estimerede kontantprisrelation fra og med 1. kvartal 1972.

Kilde: MONA's databank og egne beregninger.

til den fremtidige udvikling i boligpriserne er stærkt påvirket af prisudviklingen i de nærmest forudgående perioder. En sådan antagelse er indbygget i vor økonometriske analyse. I "bobleårene" 2005-07 nåede vort skøn for den forventede boligprisstigning det højeste niveau i hele perioden fra 1972 til i dag. De høje forventninger om fremtidige kapitalgevinster bidrager til at forklare, hvorfor boligefterspørgslen og boligpriserne steg så kraftigt i "bobleårene". Alligevel kan vor estimerede kontantprisrelation altså ikke fange hele den faktiske prisstigning. Det kan skyldes, at relationen ikke tager højde for, at boligprisforventningerne kan have indgået med større vægt i boligkøbernes overvejelser i de år, hvor de observerede prisstigninger var særligt dramatiske. Den økonomiske litteratur om spekulative bobler på aktivmarkederne fremhæver netop, at forventninger om kapitalgevinster spiller en særlig rolle i "bobleperioder", hvor aktivpriserne synes at være ude af trit med de fundamentale økonomiske forhold.¹

Vor tolkning af boligprisernes udvikling i 2000-tallet er altså, at det er berettiget at tale om en decideret boligprisboble i årene 2005-07, hvor adfærden på boligmarkedet var "unormal" og præget af urealistiske forventninger til de fremtidige boligpriser. Det er samtidig værd at bemærke, at mens vor kontantprisrelation ikke opfanger hele den observerede prisstigning i bobleårene, så er den ganske god til at forklare den samlede ændring i boligpriserne fra begyndelsen til slutningen af sidste årti. Det ses af, at de to kurver i figur 5 ligger rimeligt tæt på hinanden på begge disse tidspunkter.

Hvor meget betød de nye låneformer og fastfrysningen af ejendomsværdiskatten for boligprisernes udvikling?

Ved hjælp af vor kontantprisrelation kan vi belyse, hvordan boligpriserne ville have udviklet sig, hvis de nye låneformer ikke var blevet indført. Vi antager i den forbindelse, at alle andre forklarende variable såsom renter, indkomster og skatter stadig ville have fulgt deres observerede historiske forløb. Dermed får vi et skøn over den isolerede effekt af de nye låneformer. Vi forudsætter i første omgang, at det store uforklærede "bobleelement" i boligpriserne i midten af sidste årti ville have været uændret. Dermed finder vi, at stigningen i de reale boligpriser fra 4. kvartal 1999 til boligpristoppen i 1. kvartal 2007 "kun" ville have været ca. 40 pct., hvis de nye låneformer ikke var blevet indført, i stedet for den faktiske stigning på 71 pct. Ifølge kontantprisrelationen har rentetilpasningslånene og de afdragsfrie lån haft omtrent lige stor betydning for boligpriserne.

¹ Se fx Case og Shiller (2003) og Arce og López-Salido (2011).

Vi har også beregnet den isolerede virkning af, at ejendomsværdiskatten er blevet fastfrosset i kroner og øre fra begyndelsen af 2002. I fravær af fastfrysningen ville den nominelle ejendomsværdiskat nogenlunde have fulgt udviklingen i boligpriserne. Derudover forudsætter vi, at alle andre forhold (herunder de nye låneformer) ville have udviklet sig, som de faktisk gjorde. Vi har udført to alternative beregninger. I den første antager vi, at boligkøberne alene reagerer på den aktuelle ejendomsværdiskat, dvs. at ingen tager højde for, at skatten efterhånden bliver udhulet af inflationen som følge af fastfrysningen. Under denne forudsætning indebærer vor kontantprisrelation, at de reale boligpriser ville være steget med ca. 5 procentpoint mindre frem mod pristoppen i 1. kvartal 2007.

Som nævnt kan vor kontantprisrelation imidlertid tolkes sådan, at en del (skønsmæssigt 40 pct.) af boligkøberne faktisk er fremadskuende og dermed ikke blot lægger vægt på den aktuelle, men også på den fremtidige boligudgift. Som et andet yderpunkt har vi derfor antaget, at disse boligkøbere fuldt ud indregner den fremtidige skattebesparelse, som fastfrysningen af den nominelle ejendomsværdiskat indebærer. Under konservative forudsætninger om de forventede boligprisstigninger finder vi da, at den reale stigning i boligpriserne fra slutningen af 1999 til begyndelsen af 2007 ville have været godt 9 procentpoint mindre, hvis man ikke havde fastfrosset ejendomsværdiskatten.

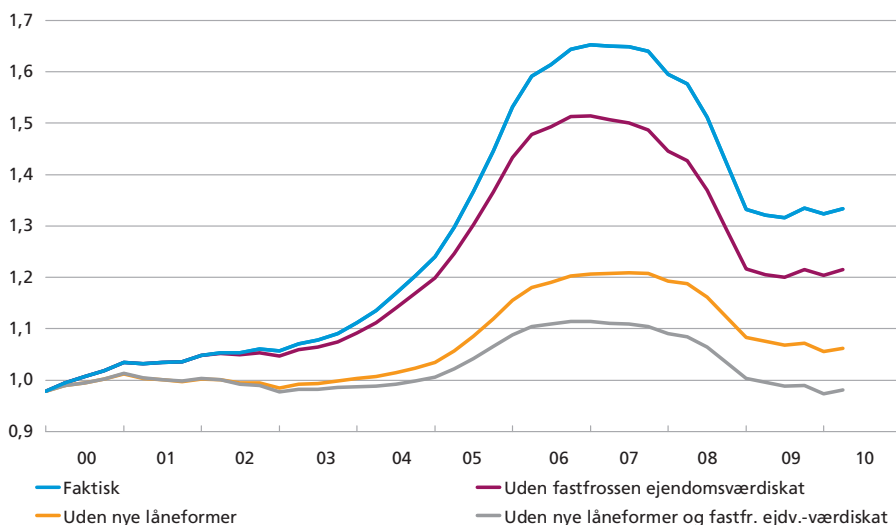
Disse skøn forudsætter som nævnt, at det uforklarede "bobleelement" i boligpriserne i 2005-07 ville have været upåvirket af indgreb, der ville have dæmpet boligpriserne. Det forekommer dog mere sandsynligt, at prisdæmpende indgreb ville have lagt en dæmper på de ekstraordinært høje prisstigningsforventninger i "bobleperioden", som vor estimerede kontantprisrelation har svært ved at opfange. I figur 6 har vi derfor forudsat, at når manglende adgang til de nye låneformer eller manglende fastfrysning af ejendomsværdiskatten ifølge kontantprisrelationen ville have dæmpet boligpriserne med en bestemt faktor, så ville bobleelementet i boligpriserne være blevet reduceret med samme faktor. Med andre ord antager vi, at den uforklarede boblekomponent i boligpriserne reduceres proportionalt med den forklarede priskomponent. Det er naturligvis meget vanskeligt at sige, hvordan de betragtede indgreb faktisk ville have påvirket det spekulative bobleelement i boligpriserne, men det er værd at bemærke, at vor beregningsmetode stadig levner plads til en vis boblekomponent i priserne i scenarierne med prisdæmpende indgreb.

Med de nævnte forudsætninger ser vi af den grå kurve i figur 6, at boligprisstigningsbølgen frem mod 2007 nærmest ville være blevet elimineret, hvis man ikke havde indført de nye låneformer og fastfrosset

REAL BOLIGPRIS MED OG UDEN NYE LÅNEFORMER OG SKATTESTOP, MED PROPORTIONAL KORREKTION AF IKKE-FORKLARET DEL

Figur 6

Indeks, 2000 = 1



Anm.: Kontrafaktiske forløb baseret på estimeret efterspørgselsrelation. Rentetilpasningslån antages først at slå igennem i 1. kvartal 2000. I fravær af fastfrysningen antages ejendomsværdiskatten at blive holdt konstant som andel af boligbeholdningen opgjort til markedsværdi. Modelleringen af fastfrysningen antager, at 40 pct. af boligkøberne fuldt ud indregner den forventede fremtidige skattebesparelse som følge af fastfrysningen, jf. teksten.

Kilde: MONA's databank samt egne beregninger.

ejendomsværdiskatten. Vore beregninger indebærer således, at de reale boligpriser kun ville være steget med ca. 15 pct. fra slutningen af 1999 til begyndelsen af 2007 i stedet for den stigning på 71 pct., der faktisk indtraf.

Dette markante resultat står tilsyneladende i modsætning til den udbredte opfattelse, at det først og fremmest var de lave renter og de stigende realindkomster, der lå til grund for boligboommet i sidste årti. Her må man dog være opmærksom på, at det var de nye låneformer, der gav boligkøberne mulighed for at drage fordel af de lave og faldende korte renter. Givet eksistensen af de nye låneformer har renteudviklingen haft væsentlig betydning for udviklingen i boligpriserne. Vor estimerede kontantprisrelation indebærer således, at godt 13 procentpoint af den samlede reale husprisstigning fra årtusindskiftet frem til pristoppen i 1. kvartal 2007 kan henføres til det lave niveau for den 30-årige obligationsrente, mens en tilsvarende del af prisstigningen skyldtes rentebesparelsen som følge af de lave (korte) renter på rentetilpasningslåne. Kontantprisrelationen indebærer endvidere, at knap 7 procentpoint af realprisstigningen kan tilskrives indkomstudviklingen, når der samtidig korrigeres for tilvæksten i boligbeholdningen.

Sammenfattende indebærer den estimerede relation altså, at ca. 20 procentpoint af den samlede realprisstigning på 71 pct. fra 4. kvartal 1999 til 1. kvartal 2007 kan forklares af indkomstudviklingen (korrigeret for stigningen i boligudbuddet) og det lave niveau for den 30-årige rente. Den øvrige del af stigningen skyldes den kombinerede effekt af de lave renter på rentetilpasningslåne, muligheden for afdragsfrie lån og boligkøbernes opskruede forventninger til de fremtidige stigninger i boligpriserne i midten af 2000'erne. Også fastfrysningen af ejendomsværdiskatten fra 2002 havde isoleret set en mærkbar prisdrivende effekt, men til gengæld blev priserne trukket ned af den stigning i boligskat, der indtraf fra 1999 til 2002 som følge af den såkaldte Pinsepakke.

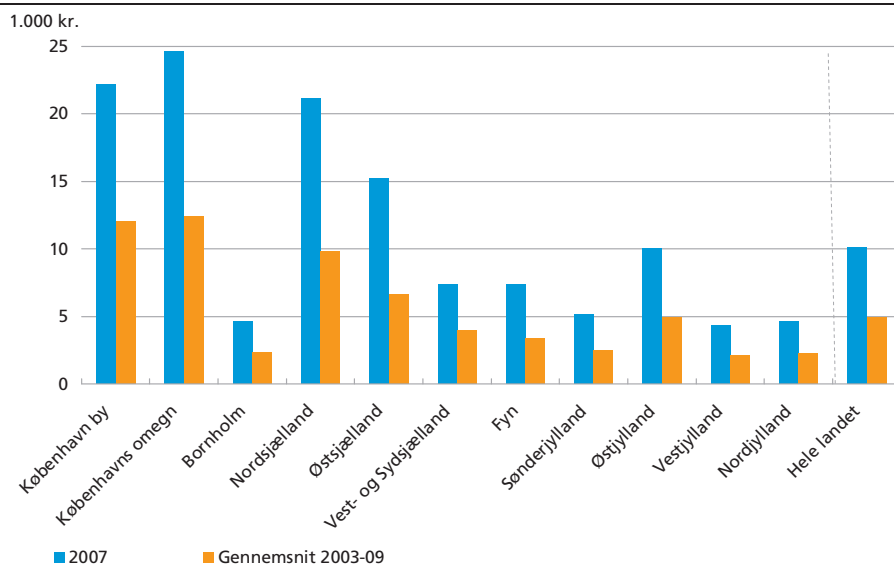
Regionale konsekvenser af fastfrysningen af ejendomsværdiskatten

Ifølge vore beregninger har det nominale skattestop for ejendomsværdiskatten haft en noget mindre betydning for boligpriserne end de nye låneformer, når vi ser på landet som helhed. Der er dog ingen tvivl om, at fastfrysningen af ejendomsværdiskatten har haft væsentlig betydning i hovedstadsområdet og Nordsjælland, hvor husene er dyrest, og hvor stigningerne i boligpriserne under opsvinget var kraftigst.

Dette antydes i figur 7, hvor det fremgår, at fastfrysningen i højkonjunktåret 2007 medførte en gennemsnitlig skattelettelse pr. husstand

SPARET EJENDOMSVÆRDISKAT PR. HUSSTAND SOM FØLGE AF FASTFRYSNINGEN AF EJENDOMSVÆRDISKATTEN

Figur 7



Anm.: Alle beløb i 2010-niveau. Ejendomsværdiskatten er beregnet ud fra et dataudtræk fra Danmarks Statistik, hvor alle enfamiliehuse er opdelt i intervaller af 100.000 kr. efter deres offentlige vurdering. Der ses bort fra nedslag i ejendomsværdiskatten for pensionister og boliger handlet før 1. juli 1998. Den kontrafaktiske ejendomsværdiskat er beregnet med en progressionsgrænse, der er fremskrevet ud fra de regler, der gjaldt til 2002.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

på knap 25.000 kr. i omegnen af København (der omfatter områderne både syd, vest og nord for byen), mens den kun var knap 5.000 kr. i Nordjylland. I København by og Nordsjælland var de gennemsnitlige skattelettelser næsten lige så store som i Københavns omegn, mens størstedelen af provinsen fik væsentligt mindre lettelser. Skattelettelserne er beregnet ved at sammenligne med en situation, hvor man havde videreført de regler for ejendomsværdiskatten, der var gældende frem til 2002, herunder reglerne for opregulering af progressionsgrænsen for skatteudskrivningen.

Er de aktuelle boligpriser overvurderede?

Det har stor betydning for den økonomiske udvikling i de kommende år, om de aktuelle boligpriser er overvurderede, da et eventuelt yderligere boligprisfald vil dæmpe væksten i den samlede efterspørgsel.

Når der tales om "overvurdering" af priserne, kan det forstås på to måder. For det første kan der være tale om, at de aktuelle boligpriser er "unormalt" høje set i forhold til de normale sammenhænge mellem renter, indkomster, boligskatte og huspriser. Figur 5 tyder ikke på, at det er tilfældet. Faktisk lå boligpriserne i 2010 lidt under det niveau, man skulle forvente ifølge vor estimerede kontantprisrelation.

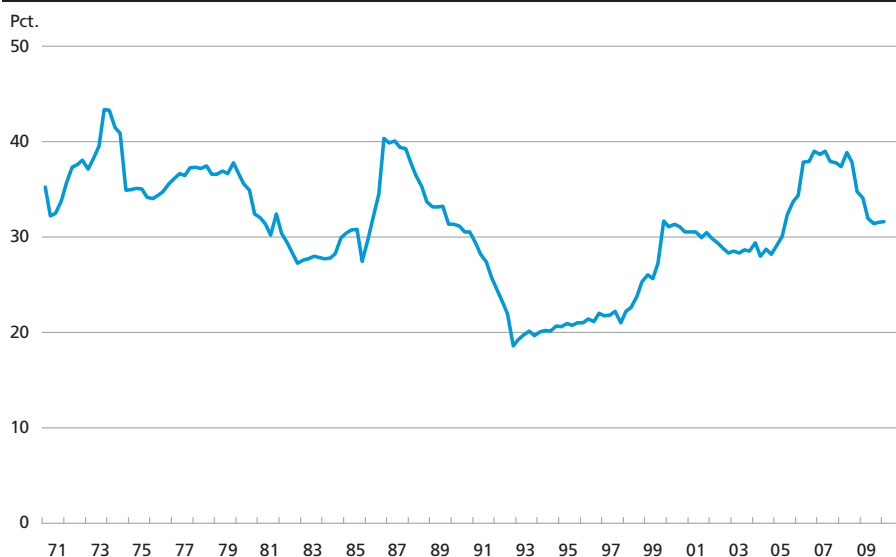
I figur 8 bekræftes indtrykket af, at de aktuelle boligpriser ikke er specielt høje set i lyset af det aktuelle niveau for indkomster og renter mv. Her vises udviklingen siden 1971 i den gennemsnitlige "boligbyrde" for landet som helhed. Boligbyrden er opgjort som finansieringsomkostningerne (inkl. afdrag) ved et fuldt lånefinansieret køb af et gennemsnitligt hus med have, tillagt grundskyld og ejendomsværdiskat. Disse boligomkostninger sættes i forhold til den gennemsnitlige disponible indkomst pr. husstand. I et længere perspektiv er det et fastforrentet lån med afdrag, der har været den gennemgående boligfinansieringsform, og derfor ligger denne låneform til grund for beregningerne bag figur 8. Vi ser, at den aktuelle boligbyrde ligger meget tæt på gennemsnittet for de seneste knap 40 år, som er 31 pct. Boligbyrden er faldet med godt 8 procentpoint siden den seneste top i 2007, da ejerboligpriserne var på deres højeste.

Vi har også beregnet udviklingen i boligbyrden i forskellige landsdele under antagelse af forskellige finansieringsformer. Disse beregninger tyder heller ikke på, at de aktuelle boligpriser generelt er overvurderede.

Selv om boligpriserne ikke er overvurderede i ovennævnte forstand, kan de dog godt ligge højere end det niveau, der er foreneligt med en ligevægt på boligmarkedet på længere sigt. For at vurdere, om det er tilfældet, har vi gennemført tre typer af beregninger. Den første metode bygger på den betragtning, at markedet for ejerboliger kun kan væ-

BOLIGBYRDE SIDEN 1971

Figur 8



Anm.: Boligbyrden måles som de stiliserede finansieringsomkostninger inkl. boligskatte ved køb af et enfamiliehus, opgjort som andel af den gennemsnitlige disponible husstandsindkomst. Finansieringsomkostningerne er baseret på et fastforrentet realkreditlån med afdrag med tillæg af et bankfinansieret lån for den del, der ikke kan finansieres af realkreditlån. Grundlaget for den beregnede boligbyrde er nærmere omtalt i Dam mfl. (2011a, appendiks D).

Kilde: Danmarks Statistik, Realkreditrådet, Skat og Danmarks Nationalbank.

re i langsigtslige vægt, hvis omkostningen ved at bo i en ejerbolig nogenlunde svarer til, hvad det normalt koster at leje sig ind i en tilsvarende bolig. Beregninger baseret på denne metode tyder på, at de reale ejerboligpriser skal ned på længere sigt. Der er dog store datamæssige problemer ved at anvende denne metode, da markedet for udlejning af parcelhuse er meget tyndt, og da markedet for lejeboliger i stort omfang er reguleret og præget af kødannelser. Det er derfor meget svært at afgøre, hvad der er et langtidsholdbart forhold mellem ejerboligpriser og huslejer.

Vore to andre beregningsmetoder er varianter af den såkaldte Tobins Q-metode, der bygger på, at prisen på eksisterende boliger i en langsigtslige vægt skal svare til omkostningen ved at anskaffe en nybygget bolig af tilsvarende størrelse og kvalitet. Den ene af de to varianter af Tobins Q-metoden indikerer, at de aktuelle boligpriser ligger noget over et holdbart langsigtsniveau, mens den anden variant giver et mere tve-tydigt resultat. Et grundlæggende problem ved anvendelse af denne tilgang er dog, at nybyggede og eksisterende boliger ofte ikke er sammenlignelige, fordi de ligger på grunde med meget forskellig beliggenhedsværdi. Beliggenhedsværdien af centralt beliggende grunde i de "dyre" fuldt udbyggede områder er bestemt af efterspørgslen efter boli-

ger med denne særlige beliggenhed, og derfor er der ikke en urokkelig omkostningsbestemt langsigtet ligevægtspris for sådanne boliger.

Tobins Q-metoden og metoden baseret på beregning af forholdet mellem huspriser og huslejer giver altså kun et svagt grundlag for at vurdere den langsigtede holdbarhed af de aktuelle boligpriser. Vi lægger derfor mere vægt på resultaterne af vor beregning af boligbyrden, der som nævnt ikke tyder på, at boligmarkedet aktuelt er overvurderet. Denne konklusion underbygges af, at de aktuelle boligpriser ligger ret tæt på det niveau, man ville forvente ud fra kontantprisrelationen.

Det er dog vigtigt at være opmærksom på de principielle forskelle mellem de omtalte beregningsmetoder. Mens beregningerne af huspris/husleje forholdet og Tobins Q vurderer de aktuelle boligpriser i forhold til et forventet langsigtet ligevægtsniveau, sigter kontantprisrelationen og beregningen af boligbyrden på at vurdere, om de aktuelle boligpriser er "rimelige" set i lyset af de aktuelle niveauer for renter, indkomster og boligskatte. Spørgsmålet er derfor, hvordan boligpriserne kan forventes at udvikle sig i de kommende år, hvor renterne ventes at stige?

Hvor er boligmarkedet på vej hen?

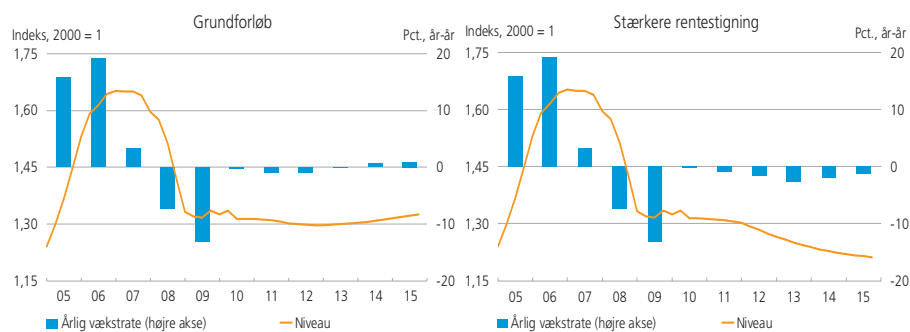
Vi har forsøgt at besvare dette spørgsmål ved at fremskrive udviklingen i boligefterspørgslen og -udbuddet. Det har vi gjort ved at indbygge vor estimerede kontantprisrelation og en nyestimeret relation for boliginvesteringerne i Nationalbankens makroøkonometriske model MONA. Med denne tilpassede model har vi foretaget en mellemfristet fremskrivning af udviklingen i dansk økonomi til og med 2015, givet den forventede gennemsnitlige vækst på de danske eksportmarkeder og forventningerne til den internationale renteutvikling mv.

Implikationerne for de reale huspriser af den mellemfristede fremskrivning fremgår af figur 9. I den venstre del af figuren vises grundforløbet; her antager vi, at den lange realkreditrente når op på 6 pct. fra 2013 og frem, mens den korte realkreditrente gradvis stiger til 4 pct. frem mod 2015. I dette scenario forventes den reale kontantpris at ligge omtrent fladt i de kommende år, dvs. de nominelle huspriser ventes i gennemsnit at stige nogenlunde i takt med den almindelige inflation. Når den reale kontantpris ikke falder på trods af den forventede rentestigning, skyldes det bl.a., at den forventede gradvise normalisering af konjunktursituationen frem mod 2015 giver grundlag for en vis stigning i de disponible realindkomster, som holder boligefterspørgslen oppe.

I figur 9 (højre) viser vi den modelberegnete udvikling i boligpriserne i et alternativt scenario, hvor de internationale og danske renter fra 2012 stiger hurtigere og kraftigere end i grundforløbet omtalt ovenfor. I det-

MELLEMLISTET FREMSKRIVNING AF DE REALE KONTANTPRISER

Figur 9



Anm.: Fremskrivning af den reale kontantpris baseret på MONA udvidet med nye relationer for huspris og boliginvesteringer. Grundforløbet er baseret på prognosen publiceret i denne *Kvartalsoversigt* suppleret med en teknisk fremskrivning for 2014-15.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

te scenario er både den korte og den lange obligationsrente i 2015 1 procentpoint højere end i grundforløbet. Den stejle rentestigning vil dæmpe væksten i dansk økonomi, hvilket reducerer boligefterspørgslen og dermed boligpriserne. Derudover er der en direkte negativ virkning på boligpriserne som følge af, at den ekstra rentestigning øger husholdningernes boligudgifter. Resultatet bliver, at de reale kontantpriser falder med 6-7 procent frem mod 2015, jf. figur 9 (højre).

Vi betragter grundforløbet i figur 9 (venstre) som det mest sandsynlige, idet renterne i det alternative forløb til højre i figuren kommer noget op over det niveau, der anses for normalt på længere sigt. Det må dog samtidigt understreges, at modelberegninger som de her viste har svært ved at fange de udsving i boligpriserne, der kan forekomme som følge af pludselige skift i husholdningernes forventninger til fremtiden. Fremskrivningen bygger også på den forudsætning, at der ikke indtræffer et nyt uventet tilbageslag i den internationale økonomi, fx som følge af, at den europæiske statsgældskrise forværres.

KAN UDSVINGENE I BOLIGPRISERNE DÆMPES?¹

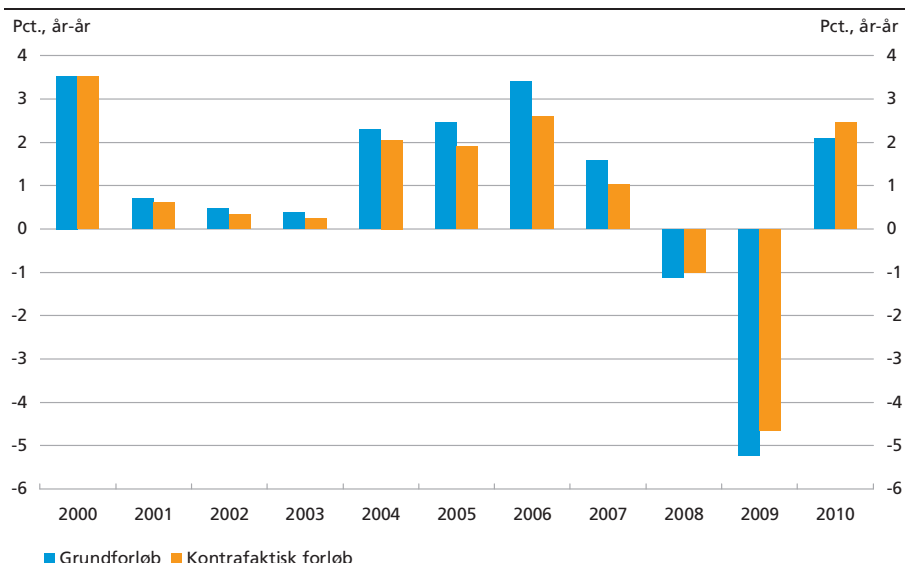
Omkostninger ved svingende boligpriser

Det boligboom og den efterfølgende nedtur på boligmarkedet, som fulgte med de nye låneformer og fastfrysningen af ejendomsværdiskatten, har forstærket konjunktursvingene i dansk økonomi siden midten af sidste årti. Det fremgår af figur 10, hvor de gule søjler viser de faktiske vækstrater i det reale bruttonationalprodukt, BNP, mens de blå søj-

¹ Dette afsnit giver en kort oversigt over artiklen af Niels Arne Dam, Tina Saaby Hvolbøl og Peter Birch Sørensen, Kan udsvingene i boligpriserne dæmpes? Danmarks Nationalbank, del 2 af denne *Kvartalsoversigt*.

BOLIGMARKEDETS BETYDNING FOR VÆKSTEN I BNP

Figur 10



Anm.: Egne beregninger på MONA med nye relationer for huspris og boliginvesteringer, jf. Dam mfl. (2011a). Grundforløbet er baseret på prognosen publiceret i denne Kvartalsoversigt med en teknisk fremskrivning for 2014-15, jf. Dam mfl. (2011a, afsnit 5). Det kontrafaktiske forløb er baseret på, at adgangen til afdragsfrie og rentetilpasningslån aldrig indførtes, og at ejendomsværdiskatten ikke blev fastfrosset fra 2002. Disse antagelser følges op af en proportional korrektion af de ikke-forklarede residualer i boligprisudviklingen fra og med 2004, jf. diskussionen ovenfor.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

ler viser de vækstrater, vi ifølge Nationalbankens MONA-model ville have oplevet, hvis boligpriserne havde fulgt den nederste grå kurve i figur 6 (uden nye låneformer og skattestop) i stedet for det faktiske forløb. Vi ser, at væksten ville have været lavere i midten af sidste årti, hvor økonomien var overophedet. Til gengæld ville konjunkturtilbageslaget i kølvandet på finanskrisen have været lidt mindre, og væksten i 2010 ville have været lidt større.¹ Vore beregninger viser, at ca. to tredjedele af de ekstra konjunkturudsving, der fulgte med boligboblen, kan henføres til de afdragsfrie lån og det nominale skattestop.

Modelberegningerne bag figur 10 og den mellemfristede fremskrivning bag figur 9 viser endvidere, at ledigheden i fravær af boligboom ville have været højere i midten af 00'erne, men konkurrenceevnen ville til gengæld have udviklet sig gunstigere. Dermed ville der i de kommende år have været udsigt til en stærkere eksportudvikling og en højere beskæftigelse i eksportindustrien. Modelberegningerne viser også, at boligboom bidrog væsentligt til et generelt boom i virksomhedernes

¹ Denne analyse bekræfter den hypotese om effekten af produktudviklingen på realkreditmarkedet, der blev fremført i Nationalbankens *Kvartalsoversigt* for 1. kvartal 2006. Heri hed det på s. 31: "Produktudviklingen kan desuden styrke sammenhængen mellem boligformuen og forbruget og indebære større prisbevægelser på boligen og dermed større konjunkturudsving end hidtil."

investeringer. Det vil dæmpe efterspørgslen efter arbejdskraft i de kommende år, fordi udbygningen af kapitalapparatet i et vist omfang kan erstatte behovet for arbejdskraft i produktionen. Dette forhold betyder sammen med svækkelsen af konkurrenceevnen, at boligboomet vil medføre et højere ledighedsniveau i de kommende år, end der ellers ville have været udsigt til. Dertil kommer, at fastfrysningen af ejendomsværdiskatten har svækket de offentlige finanser. Ifølge modelberegningen medfører fastfrysningen, at saldoen på de offentlige finanser i 2015 forringes med ca. 10 mia. kr.

Disse resultater illustrerer, at der er betydelige makroøkonomiske omkostninger ved store udsving i boligpriserne. Der er også mikroøkonomiske velfærdsomkostninger ved store boligprisudsving, da kombinationen af store uventede prisudsving og store flytteomkostninger betyder, at boligejerne kan blive "fastlåst" i et andet boligforbrug end det, de egentlig ville have foretrukket ved de gældende boligpriser. Ved en nærmere analyse skønner vi med nogen usikkerhed, at disse velfærdsomkostninger kan udgøre op til 2,5 mia. kr. årligt. Dertil kommer, at de store udsving i boligpriserne kan medføre betydelige og ofte vilkårlige omfordelinger af indkomster og formuer.

Beskatning og udsving i boligpriserne

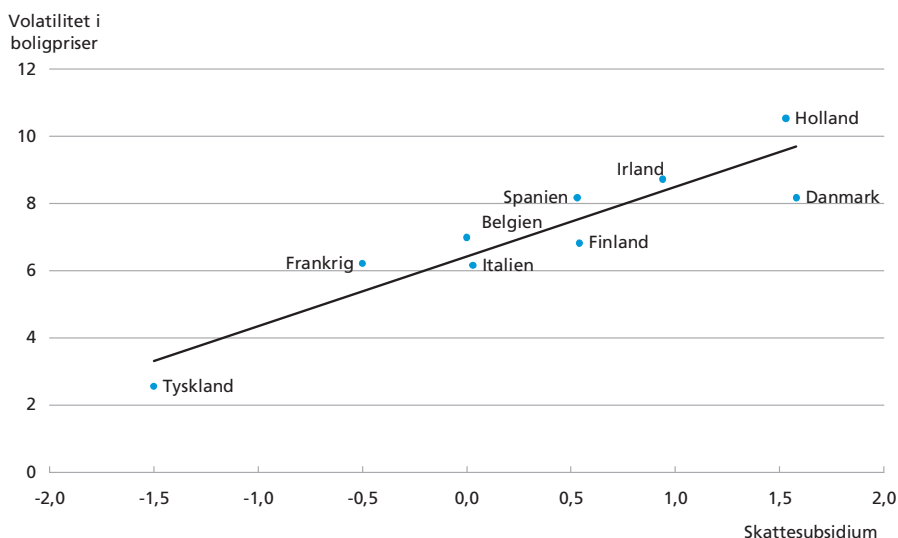
Analysen baseret på vor estimerede kontantprisrelation viser, at den generelle finanspolitik ikke er et særligt effektivt instrument til at imødegå de store udsving i boligpriserne. Heller ikke pengepolitikken kan bruges til at imødegå uheldige bobletendenser på boligmarkedet, da den danske rentepolitik er bundet af opgaven med at sikre den faste kronkurs over for euroen. Der er derfor brug for andre instrumenter, som kan dæmpe udsvingene på boligmarkedet.

I den forbindelse er især skattepolitikken relevant. Internationale erfaringer viser, at de gennemsnitlige udsving i boligpriserne alt andet lige er større, jo mere man subsidierer ejerboligforbrug gennem skattesystemet. Det illustreres i figur 11. Den lodrette akse måler volatiliteten i boligpriserne, opgjort som deres gennemsnitlige procentvise afvigelse (i et tilfældigt valgt år) fra den underliggende langsigtede pristrend. Den vandrette akse måler størrelsen af skattesubsidiet til ejerboligforbrug, defineret som skatteværdien af rentefradraget fratrukket eventuelle boligrelaterede skatter (i Danmark grundskyld og ejendomsværdiskat) opgjort i forhold til den aktuelle ejendomsværdi. Vi ser en klar tendens til, at lande med et større skattesubsidium til ejerboligforbrug oplever større udsving i boligpriserne. Det kan forklares som følger:

Beskatningen af kapitalindkomst og den tilhørende rentefradragsret sænker boligejernes finansieringsomkostning ved boligkøb og betyder

BOLIGPRISUDSVING OG SKATTESUBSIDIUM I EN RÆKKE OECD-LANDE

Figur 11



Anm.: Skattesubsidiet til ejerboligforbrug er beregnet på grundlag af skattereglerne og renteniveauerne i 1999. Den indlagte regressionslinie er estimeret ved mindste kvadraters metode ($R^2 = 0,847$).

Kilde: Data leveret af Paul van den Noord samt egne skøn for Danmark.

dermed, at en stigning i boligprisen slår mindre igennem på den løbende boligudgift. Rentefradraget medfører således, at boligefterspørgslen bliver mindre følsom over for udsving i boligpriserne. Hvis fx en stigning i de samlede indkomster fører til, at flere ønsker at erhverve en bolig, betyder rentefradraget, at der kræves en større stigning i boligpriserne for at genskabe en ligevægt på boligmarkedet.

Mens rentefradraget alt andet lige øger boligprisernes volatilitet, vil ejendomsskatter på boliger trække i den modsatte retning, i det omfang skatterne udskrives på grundlag af de aktuelle ejendomsværdier og dermed reguleres i takt med udviklingen i boligpriserne. Hvis en stigning i boligpriserne fører til en højere boligskat, vil prisstigningen slå hårdere igennem på boligudgiften og dermed gøre boligefterspørgslen mere følsom over for ændringer i kontantpriserne. Boligskatter, som følger udviklingen i ejendomsværdierne, vil derfor mindske størrelsen af de boligprisudsving, der fremkaldes af stød til boligefterspørgslen.

Det følger af denne analyse, at fastfrysningen af den nominelle ejendomsværdiskat og den deraf følgende afkobling af skatten fra den aktuelle ejendomsværdi har fjernet en vigtig automatisk stabilisator på det danske boligmarked. Når ejendomsværdiskatten ikke længere får lov at følge boligprisernes op- og nedture, kan den heller ikke bidrage til at mindske prisudsvingene. Vi skønner ud fra den empiriske sammenhæng, som fremgår af figur 11, at boligpriserne efter fastfrysningen af ejen-

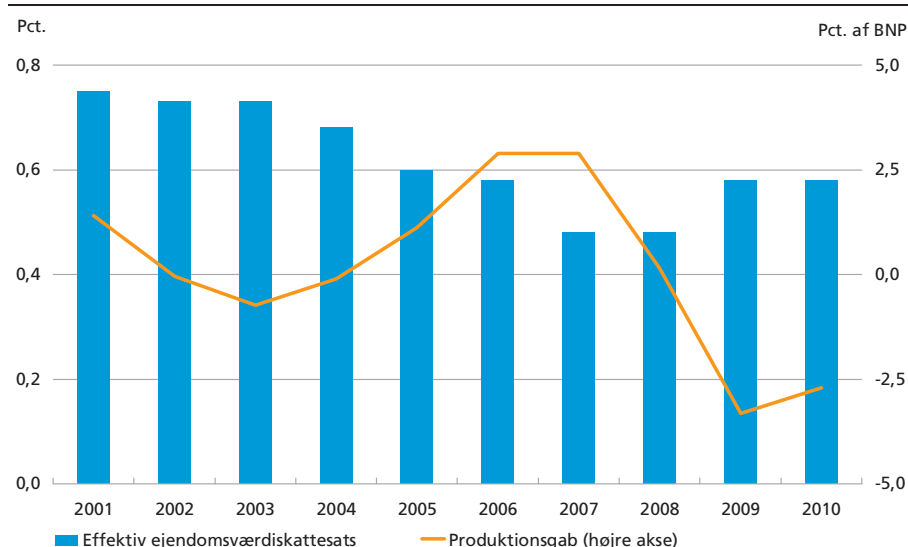
domsværdiskatten i gennemsnit vil afvige godt 7,5 procentpoint fra deres langsigtede ligevægtsværdi. I en situation uden fastfrysning ville priserne derimod kun afvige med gennemsnitligt 6 procentpoint fra ligevægtsniveauet. Det svarer til, at volatiliteten i boligpriserne øges med godt en fjerdedel i forhold til en situation, hvor fastfrysningen ikke var blevet indført. Analysen bag figur 6 understøtter ligeledes konklusionen om, at skattestoppets nominalprincip for ejendomsværdiskatten har øget boligprisernes volatilitet.

I figur 12 giver vi en anden illustration af de destabiliserende virkninger, som fastfrysningen af ejendomsværdiskatten har medført. I figuren vises udviklingen i den effektive ejendomsværdiskattesats over det sidste årti. Denne sats måler den faktisk betalte ejendomsværdiskat i forhold til den aktuelle ejendomsværdi ved de offentlige vurderinger. Derudover viser vi udviklingen i produktionsgab, der angiver den procentvise afvigelse mellem det faktiske BNP og det BNP-niveau, man skønsmæssigt ville have haft i en normal konjunktursituation.

Fastfrysningen af den nominelle ejendomsværdiskat medførte ifølge figur 12, at den effektive ejendomsværdiskat *faldt* i takt med, at boligpriserne (og de offentlige vurderinger) steg, og økonomien blev stadig mere overophedet frem mod årene 2006-07. Til gengæld *steg* den effektive ejendomsværdiskat i 2008 og især i 2009, hvor højkonjunktoren blev afløst af en lavkonjunktur, og boligpriserne faldt markant. Ændringerne

EFFEKTIV EJENDOMSVÆRDISKATTESATS OG PRODUKTIONSGAB

Figur 12



Anm.: Den effektive ejendomsværdiskattesats er beregnet som provenuet fra ejendomsværdiskatten i forhold til den offentligt vurderede værdi af den beskattede boligbeholdning ud fra Finansministeriets lovmodel. Produktionsgab er Finansministeriets skøn.

Kilde: Økonomi- og Erhvervsministeriet og Finansministeriet.

i den effektive beskatning forstærkede konjunktursvingene ikke blot ved at øge udsvingene i boligpriserne, men også fordi faldet i den effektive ejendomsværdiskat udløste en stigning i de disponible indkomster i takt med, at overophedningen tiltog, mens den stigende effektive ejendomsværdiskat gjorde indhug i de disponible indkomster, da konjunkturerne gik ned. Vore beregninger viser således, at fastfrysningen af ejendomsværdiskatten forhindrede en automatisk skatteforhøjelse, der voksede gennem opsvinget til at udgøre 9 mia. kr. i 2007, mens husholdningerne til gengæld gik glip af en automatisk skattelettelse på 4 mia. kr. fra 2007 til 2009-10, når man sammenligner med en situation, hvor fastfrysningen ikke var blevet indført. Disse automatiske ændringer i de disponible indkomster ville ligesom de mindre udsving i boligpriserne have bidraget til at stabilisere økonomien.

Samlet giver disse analyser stærke argumenter for at ophæve fastfrysningen og genskabe forbindelsen mellem ejendomsværdiskatten og den aktuelle ejendomsvurdering. Det kan gøres uden at øge det samlede beskatningsniveau på kort sigt, hvis man samtidig nedjusterer satsen for ejendomsværdiskatten. Hvis man genskaber koblingen mellem ejendomsværdiskatten og boligpriserne, vil det bidrage til at stabilisere boligmarkedet og samfundsøkonomien og til at forebygge, at de offentlige finanser svækkes yderligere.

De afdragsfrie lån og ustabiliteten på boligmarkedet

Som nævnt tyder vor empiriske analyse på, at afdrag på boliglån delvis betragtes som en omkostning af boligkøberne, på linje med renter og skatter. Dermed har også indførelsen af afdragsfrie lån i boligfinansieringen forstærket udsvingene i boligpriserne. Hvis priserne stiger, betyder lån med afdrag, at den samlede ydelse på lån til boligkøb stiger mere, end når lånet er afdragsfrit. Den højere ydelse dæmper boligefterspørgslen og tager derved toppen af prisstigningen. Hvis boligpriserne omvendt falder, indebærer lån med afdrag, at terminsydelsen ved boligkøb falder mere, end når lånet er afdragsfrit. Faldet i ydelsen stimulerer boligefterspørgslen og hjælper til at holde hånden under boligpriserne. Afdrag på boliglån har altså en stabiliserende virkning på boligpriserne. Denne stabiliseringseffekt går tabt i takt med udbredelsen af de afdragsfrie lån. Ifølge vor kvantitative analyse har de afdragsfrie lån forøget boligprisernes volatilitet i endnu højere grad end fastfrysningen af ejendomsværdiskatten.

Det taler for, at fremtidige realkreditlån til ejerboliger alene ydes med afdrag. En sådan reform vil ligesom en ophævelse af skattestoppets nominalprincip bidrage til mindre udsving på boligmarkedet. Ved at sikre, at der opbygges større friværdier, vil en udfasning af de afdragsfrie re-

alkreditlån også mindske boligejernes og dermed samfundsøkonomiens sårbarhed over for uventede negative stød til boligmarkedet. For at undgå at belaste boligmarkedet for meget på kort sigt, bør en udfasning af adgangen til afdragsfrie lån ske lempeligt. Det kan fx ske ved, at man over en periode reducerer belåningsgrænsen for nye afdragsfrie realkreditlån til ejerboliger med 10 procentpoint om året.

Hvordan påvirkes boligmarkedet af de foreslåede indgreb?

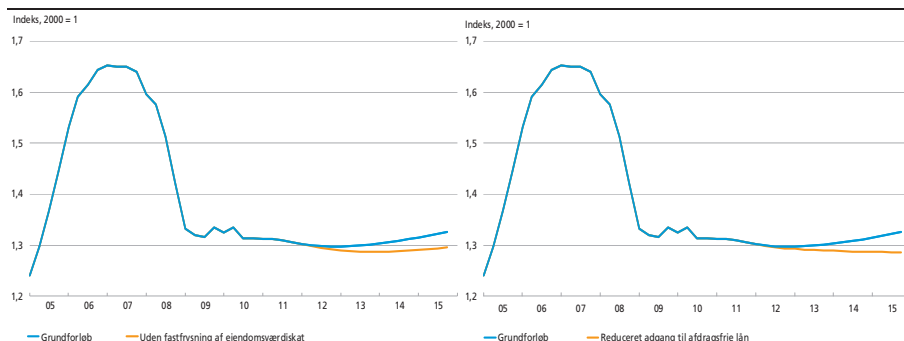
I figur 13 bruger vi MONA-modellen udbygget med de nye relationer for boligmarkedet til at beregne, hvordan de ovenfor diskuteret indgreb kan ventes at påvirke boligmarkedet på kort og mellemlangt sigt. Vi vurderer effekterne ved at sammenligne med det samme grundforløb, som blev vist i figur 9 (venstre).

I figur 13 (venstre) vises den simulerede virkning på de reale boligpriser af at genskabe forbindelsen mellem ejendomsværdiskatten og den aktuelle ejendomsvurdering. Satsen for ejendomsværdiskatten forudsættes samtidigt at blive nedsat, så den samlede beskatning er uændret på kort sigt, mens den efterfølgende ikke længere udhules af inflationen. Vi ser, at en sådan omlægning kun vil have en meget beskeden negativ virkning på boligpriserne i de nærmeste år.

I figur 13 (højre) viser vi den modelberegnete virkning af, at man ved nye boligkøb gradvis nedtrapper brugen af afdragsfrie lån med 10 procentpoint om året i forhold til boligens værdi. Også dette indgreb ses at have relativt begrænsede virkninger på boligpriserne.

KORTSIGTVIRKNINGER AF EN OPHÆVELSE AF DEN NOMINELLE FASTFRYSNING AF EJENDOMSVÆRDISKATTEN (VENSTRE) OG AF EN GRADVIS BEGRÆNSNING AF ADGANGEN TIL AFDRAGSFRIE LÅN (HØJRE)

Figur 13



Anm.: Egne beregninger på MONA med nye relationer for huspris og boliginvesteringer, jf. Dam mfl. (2011a). Grundforløbet er baseret på prognosen publiceret i denne Kvartalsoversigts del 1 suppleret med en teknisk fremskrivning for 2014-15, jf. igen Dam mfl. (2011a). Modelleringen af fastfrysningen af ejendomsværdiskatten antager, at 40 pct. af boligkøberne fuldt ud indregner den forventede fremtidige skattebesparelse som følge af fastfrysningen, jf. teksten.

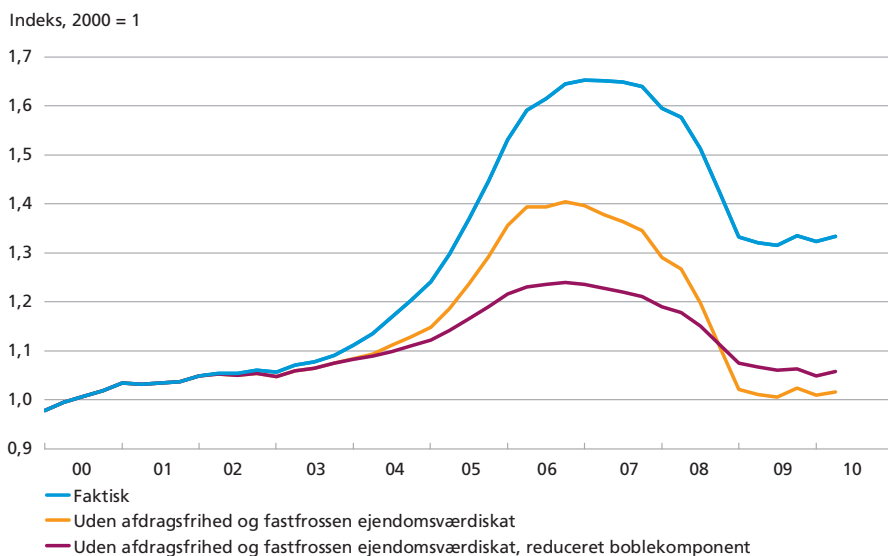
Kilde: Danmarks Nationalbank.

De foreslåede tiltag kan altså gennemføres uden alvorlige negative konsekvenser for boligmarkedet på kort sigt og vil bidrage væsentligt til at stabilisere markedet på længere sigt. Hvis der fx skulle indtræffe en uventet rentestigning eller et konjunkturtilbageslag, vil de foreslåede reformer dæmpe det resulterende fald i boligpriserne. Det vil med andre ord virke som en forsikring mod store fremtidige stigninger og fald i boligpriserne, hvis man udfaser de afdragsfrie lån og genskaber sammenhængen mellem ejendomsværdiskatten og boligpriserne.

Den stabiliserende effekt af de foreslåede reformer er illustreret i figur 14. Som vi så i afsnit 1, lå indførelsen af afdragsfrie lån og fastfrysningen af ejendomsværdiskatten netop bag en stor del af prisboomt på boligmarkedet i midten af 2000-tallet. I figuren vises den samlede effekt af disse to tiltag på udviklingen i de reale boligpriser i 00'erne, som den kan beregnes ud fra den estimerede kontantprisrelation. I det scenario, der illustreres med den gule kurve, har vi antaget, at det uforklarede bobleelement i de voldsomme prisstigninger i 2005-06 ville have været lige så stort, selvom de afdragsfrie lån og skattestoppet ikke var blevet indført. I så fald ville den samlede reale prisstigning fra årtusindskiftet til

REAL BOLIGPRIS MED OG UDEN AFDRAGSFRIHED OG FASTFROSSEN
EJENDOMSVÆRDISKAT

Figur 14



Anm.: Kontrafaktiske forløb baseret på den estimerede kontantprisrelation. I fravær af fastfrysningen af ejendomsværdiskatten antages den i MONA's databank imputerede ejendomsværdiskat at blive holdt konstant som andel af boligbeholdningen opgjort til markedsværdi. Modelleringen af fastfrysningen antager, at 40 pct. af boligkøberne fuldt ud indregner den forventede fremtidige skattebesparelse som følge af fastfrysningen, jf. boks 3.3 i Dam mfl. (2011a). I forløbet med reduceret boblekomponent (rød kurve) dæmpes de ikke-forklarede residualer i 2004-09 med 66 pct., som svarer til, hvad den forklarede del af den kumulerede prisvækst i perioden 1. kvartal 2004 til 1. kvartal 2007 dæmpes med i fravær af afdragsfrihed og fastfrysning af ejendomsværdiskatten.

Kilde: MONA's databank og egne beregninger.

toppen i 1. kvartal 2007 have været 44 pct. i stedet for de faktiske 71 pct.

I scenariet vist med den røde kurve i figur 14 har vi mere plausibelt antaget, at den lavere prisstigningstakt, der følger direkte af at fjerne fastfrysningen og de afdragsfrie lån, også ville have reduceret det ikke-forklarede bobleelement i priserne. I dette tilfælde ville den samlede reale prisstigning frem til toppen i begyndelsen af 2007 kun have været 28 pct. mod de faktiske 71 pct.

Konklusion

Ændringer i kontantpriserne må nødvendigvis spille en stor rolle i skabelsen af ligevægt mellem udbud og efterspørgsel på ejerboligmarkedet, når boligefterspørgslen svinger fx som følge af ændringer i renter og indkomster. Det skyldes, at boligudbuddet kun langsomt kan ændres gennem nybyggeri og nedslidning af den eksisterende boligmasse. Vore analyser viser imidlertid, at de boligprisudsving, som er nødvendige for at sikre ligevægt på boligmarkedet, kan reduceres væsentligt gennem et mere hensigtsmæssigt regelsæt for beskatning og finansiering af boliger.

LITTERATUR

Arce, Óscar og David López-Salido (2011), Housing bubbles. *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 3, januar.

Case, Karl E. og Robert J. Shiller (2003), Is there a bubble in the housing market? *Brookings Papers on Economic Activity*, nr. 2.

Dam, Niels Arne, Tina Saaby Hvolbøl, Erik Haller Pedersen, Peter Birch Sørensen og Susanne Hougaard Thamsborg (2011a), De senere års udvikling på ejerboligmarkedet: Kan boligpriserne forklares? Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal, Del 2.

Dam, Niels Arne, Tina Saaby Hvolbøl og Peter Birch Sørensen (2011b), Kan udsvingene i boligpriserne dæmpes? Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal, Del 2.

Konjunkturudsving og offentlige finanser

Ann-Louise Winther, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Udviklingen i de offentlige finanser afhænger dels af den førte finanspolitik, dels af den økonomiske konjunktur. Under en økonomisk tilbagegang som den, vi netop har oplevet, bliver de offentlige finanser automatisk forværret, da faldende indkomster, forbrug, produktion og beskæftigelse giver faldende indtægter fra skatter og afgifter og stigende udgifter til fx dagpenge. Omvendt sker der under en højkonjunktur som den, der lå forud for den økonomiske krise, en automatisk stigning i de offentlige indtægter og et fald i udgifterne. Udviklingen i den faktiske offentlige saldo afhænger derfor både af aktive finanspolitiske beslutninger om ændringer i skatter og offentlige udgifter og af automatiske effekter fra konjunkturudviklingen. På den baggrund er den faktiske saldo ikke et retvisende mål for den aktive finanspolitik og den underliggende stilling på de offentlige finanser.

Selv om sammenhængen mellem økonomisk aktivitet og offentlige finanser er tydelig, er det ikke oplagt, hvordan man måler og korrigerer for konjunktorens indflydelse på den offentlige saldo. Denne artikel sætter fokus på forskellige metoder til at rense den faktiske saldo for både cykliske og andre midlertidige udsving. Ved at korrigere den faktiske saldo for disse faktorer kan man få et mål for den strukturelle budgetsaldo, som giver et billede af den underliggende udvikling i de offentlige finanser og for den aktive finanspolitikens virkning på den offentlige budgetsaldo. Da finanspolitikken gerne skulle have en stabiliserende virkning på økonomien, er det vigtigt, at den vurderes og tilrettelægges under hensyn til disse sammenhænge.

Den strukturelle budgetsaldo bliver beregnet både af Finansministeriet, De Økonomiske Råd, DØR, og en række internationale organisationer, herunder Europa-Kommissionen, OECD, Den Internationale Valutafond, IMF, og Den Europæiske Centralbank, ECB. Opgørelsen indgår i institutionernes vurdering af de offentlige finanser og den aktuelle finanspolitik. I EU-samarbejdet spiller den strukturelle saldo en central rolle i vurderingen af, om landene opfylder kravene i stabilitets- og vækstpagten, herunder i EU's underskudsprocedure, hvor kravene bl.a. er defineret i forhold til den strukturelle saldo.

Artiklen gennemgår først den overordnede beregning af den strukturelle budgetsaldo. Herefter beskrives de forskellige metoder, som anvendes i beregningen, og hvordan opgørelsen af den strukturelle budgetsaldo i Danmark afhænger af den valgte metode. Fokus vil især være på de tre metoder, som benyttes af henholdsvis Finansministeriet, Kommissionen og ECB.

Metoderne er forskellige på flere punkter, hvilket også resulterer i, at opgørelserne afviger fra hinanden. I den mest udbredte metode er usikkerheden i opgørelsen koncentreret om skønnet for produktionsgabet. Det er især niveauet for, men ikke nødvendigvis ændringerne i den strukturelle saldo, som er følsomt over for denne usikkerhed. Det er desuden afgørende for opgørelsen af den danske strukturelle budgetsaldo, at der korrigeres for en række midlertidige forhold i form af ekstraordinære skatteindtægter, som i nogle år påvirker den faktiske saldo kraftigt. Når der er korrigeret for midlertidige forhold, er år til år-ændringerne i den strukturelle saldo forholdsvis robuste og kan sammenholdes med opgørelser over direkte provenueffekter af de gennemførte finanspolitiske tiltag.

MÅLING AF DEN STRUKTURELLE SALDO

Den strukturelle budgetsaldo er rensset for konjunkturudsving og andre midlertidige faktorer og er derfor et udtryk for den underliggende udvikling i de offentlige finanser. Der er en tydelig sammenhæng mellem økonomisk aktivitet og de offentlige finanser, jf. figur 1. Den høje og progressive indkomstbeskatning og det høje niveau for en række afgifter og arbejdsløshedsdagpenge gør, at de offentlige finanser er meget følsomme over for udsving i den økonomiske aktivitet. På trods af den tydelige sammenhæng er det dog ikke givet, hvordan man måler og korrigerer for den konjunkturafhængige del af de offentlige finanser.

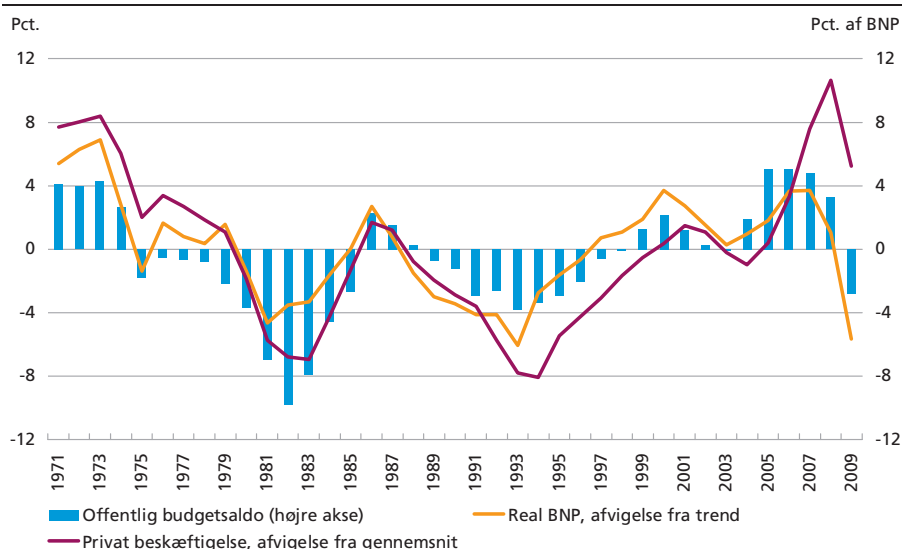
Den strukturelle budgetsaldo beregnes residualt ved at fratrække en cyklisk komponent og andre midlertidige forhold fra den faktiske budgetsaldo:

Strukturel saldo	=	Faktisk saldo	–	Cyklisk komponent	–	Midlertidige forhold
------------------	---	---------------	---	-------------------	---	----------------------

Den cykliske komponent er den del af det offentlige budget, som afhænger af konjunktoren. Derudover kan man korrigere for faktorer, som ikke er systematisk afhængige af konjunktoren, men som svinger meget over tid som følge af midlertidige eller ekstraordinære forhold. Sådanne poster er fx indtægterne fra pensionsafkastskatten og fra olieproduktionen i Nordsøen.

KONJUNKTURCYKLER OG OFFENTLIG BUDGETBALANCE

Figur 1



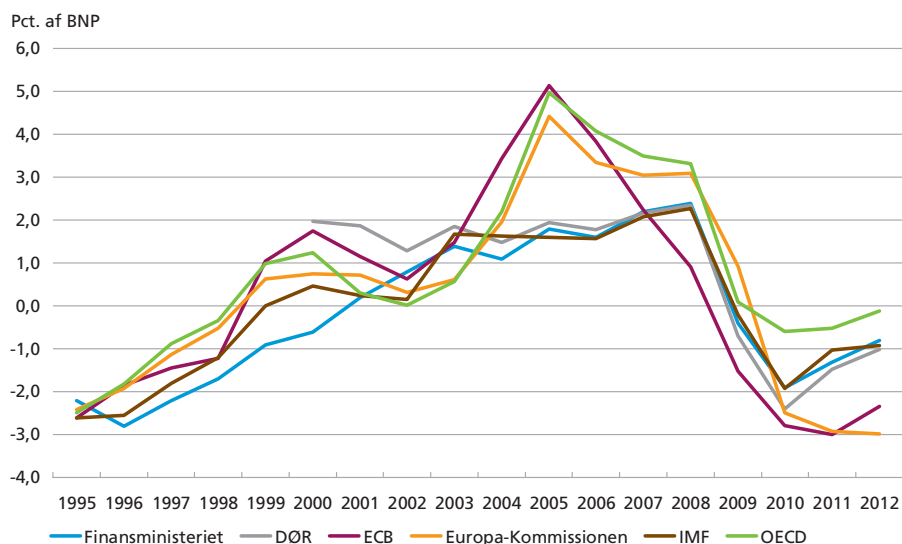
Anm.: Den gule kurve angiver real BNP's afvigelse fra sin trend i perioden 1971-2009. Den røde kurve angiver den private beskæftigelses afvigelse fra sit gennemsnit i perioden 1971-2009.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

En række nationale og internationale institutioner beregner den strukturelle saldo for Danmark, jf. figur 2. Set over en knap 20-årig periode

STRUKTURELLE BUDGETBALANCER

Figur 2



Anm.: For Europa-Kommissionen viser opgørelsen den strukturelle saldo i 2003-12. Opgørelsen inden 2003 er den cyklisk korrigerede budgetbalance, idet opgørelsen af den strukturelle balance kun findes fra 2003. Opgørelsen af ECB's strukturelle balance er foretaget ved at anvende ECB's metode på tal fra Danmarks Statistik og Nationalbankens prognose fra Kvartalsoversigten, 3. kvartal 2010.

Kilde: Danmarks Statistik, Finansministeriet (2010), De Økonomiske Råd (2010), Nationalbanken (2010), Europa-Kommissionen (2010a), International Monetary Fund (2010) og OECD (2010).

viser de forskellige opgørelser den samme overordnede tendens i den strukturelle saldo. Den underliggende positive bevægelse siden midten af 1990'erne og frem mod 2008 er mærkbart påvirket af faldende renteudgifter og faldende strukturel ledighed. Under den seneste krise viser alle opgørelser en kraftig forværring af den strukturelle saldo, hvilket afspejler de diskretionære finanspolitiske lempelser, som blev foretaget for at afdæmpe faldet i den økonomiske vækst. I nogle perioder er der dog store forskelle mellem opgørelserne. Et eksempel er perioden 2004-06, hvor den strukturelle saldo ifølge Kommissionen, OECD og ECB viser en markant forbedring, mens den ifølge Finansministeriet, DØR og IMF var stort set uændret. Forskellen skyldes primært, at de sidstnævnte institutioner korrigerer saldoen for en række ekstraordinære indtægter fra pensionsafkastskat, selskabsskat og olieproduktionen i Nordsøen. Da de øvrige institutioner ikke korrigerer for disse ekstraordinære indtægter, kommer de til at indgå i den strukturelle saldo. Det giver dermed et misvisende billede af en stram finanspolitik i en periode, hvor finanspolitikken blev lempet. I de følgende afsnit gives et overblik over forskellige metoder til at beregne den cykliske komponent og de regler, der benyttes for korrektion for andre midlertidige forhold på tværs af institutioner.

METODER TIL BEREGNING AF DEN CYKLISKE KOMPONENT

Der findes overordnet to metoder til beregning af den cykliske komponent i budgetsaldoen, en aggregeret og en disaggregeret, jf. figur 3. Den aggregerede metode kan opdeles i to trin. Først skønnes over konjunkturudsvingenes størrelse. Det gøres ved at beregne et produktionsgab, som er et mål for, hvor meget det faktiske bruttonationalprodukt, BNP, afviger fra et estimeret potentielt BNP. Dernæst beregnes budgettets elasticitet med hensyn til produktionsgab, dvs. budgettets samlede konjunkturfølsomhed. Den cykliske komponent findes ved at gange produktionsgabets med budgetelasticiteten, jf. figuren. Denne tilgang benyttes af Kommissionen og OECD¹.

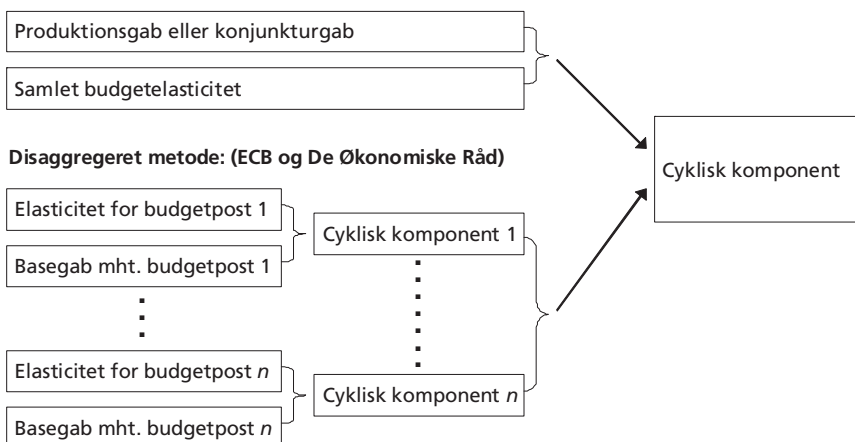
Finansministeriet bruger en lignende metode, idet der dog i stedet for produktionsgabets benyttes et konjunkturgab, som er et vejet gennemsnit af produktionsgabets og beskæftigelsesgabets, hvor beskæftigelsesgabets er beregnet som forskellen mellem den faktiske beskæftigelse og en estimeret strukturel (konjunkturrensat) beskæftigelse². IMF er for nylig gået over til en metode, som ligger tæt på Finansministeriets.

¹ Larch og Turrini (2009) og André og Girouard (2005).

² Finansministeriet (2009).

METODER TIL BEREGNING AF CYKLISK KOMPONENT

Figur 3

Aggregeret metode: (Finansministeriet, Europa-Kommissionen, IMF og OECD)

I de følgende afsnit gennemgås metoder til beregning af produktionsgab og konjunkturgab og dernæst tilgange til bestemmelse af budgetelasticiteter. Fokus vil være på fremgangsmåden, som benyttes i Kommissionen og Finansministeriet.

ECB og DØR bruger en tilgang, som ofte betegnes den disaggregerede metode¹. Den benytter ikke det samlede produktionsgab i beregningen af den cykliske komponent, men behandler i stedet de konjunkturafhængige poster på budgettet enkeltvis. Der tages udgangspunkt i, at hver post afhænger af sin egen base. Fx afhænger indtægten fra indirekte skatter af det private forbrug. Øvelsen går derfor ud på at bestemme gabet, dvs. afvigelsen mellem det faktiske og det normale niveau for hver base, fx for det private forbrug, samt budgetposternes følsomhed over for den valgte base. Den samlede cykliske komponent i budgettet er summen af de enkelte budgetposters cykliske komponenter. Metoden gennemgås med fokus på ECB's tilgang.

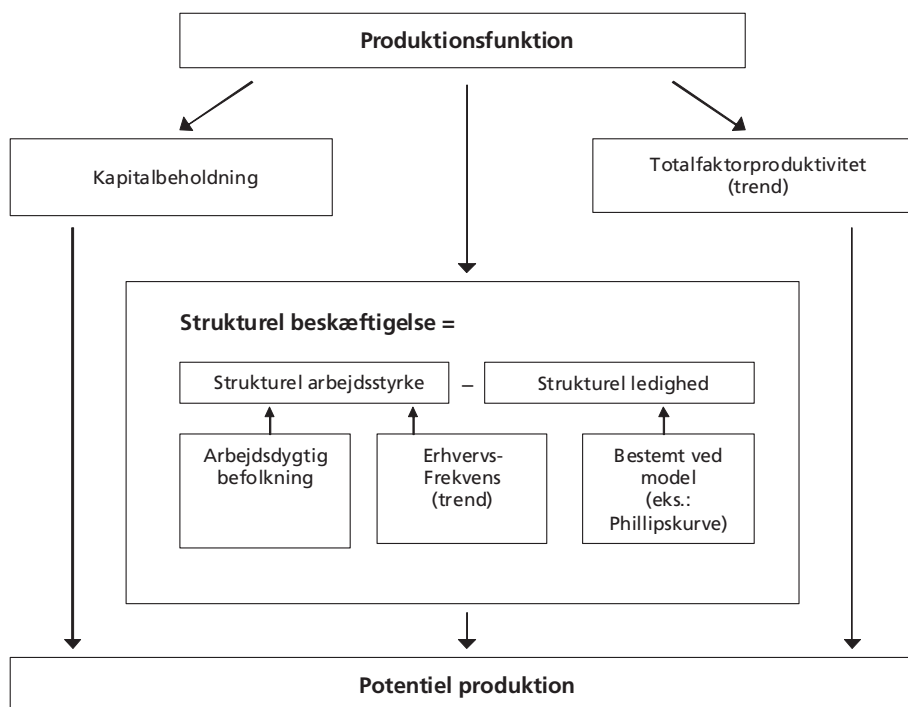
Beregning af produktionsgab og konjunkturgab

Produktionsgab angiver forskellen mellem faktisk og potentielt BNP, som ikke direkte kan observeres og derfor må estimeres. En efterhånden udbredt tilgang til estimation af potentiel produktion tager udgangspunkt i en konkret produktionsfunktion, der beskriver produktionens potentielle niveau. Typisk modelleres produktionen som funktion af

¹ Bouthevillain mfl. (2001) og De Økonomiske Råd (2010).

METODE TIL BEREGNING AF POTENTIEL PRODUKTION

Figur 4



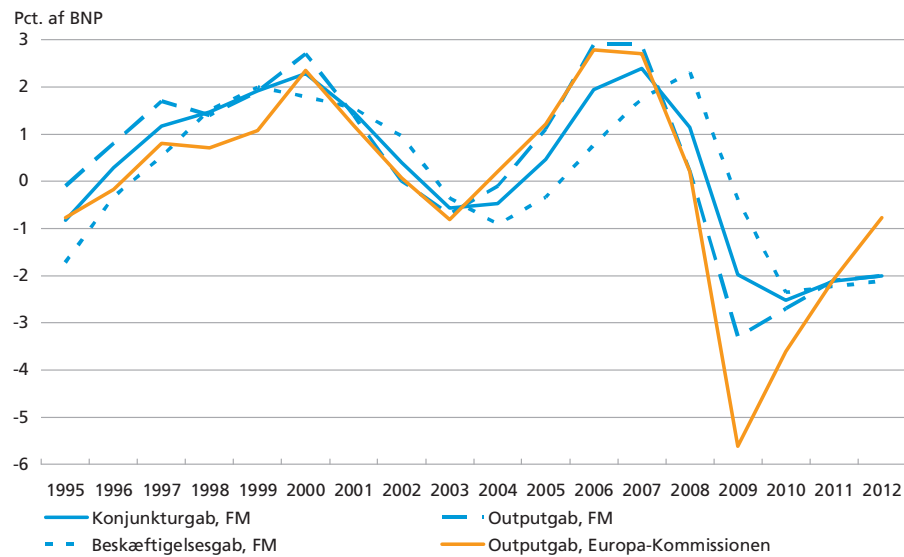
kapital, arbejdskraft og totalfaktorproduktivitet, jf. figur 4. Tilgangen har den fordel, at potentiel produktion har rod i en konkret om end simpel model for den bagvedliggende teknologi. Øvelsen går dermed ud på at rense hver inputfaktor i produktionsfunktionen for cykliske udsving for derved at kunne bestemme det potentielle niveau for produktionen. Udfordringen er i den forbindelse at fastslå de underliggende strukturelle niveauer for totalfaktorproduktiviteten og beskæftigelsen. Den strukturelle beskæftigelse findes typisk residualt ud fra skøn over de strukturelle niveauer for arbejdsstyrke og ledighed. Det antages normalt, at den faktiske kapitalbeholdning altid er på sit potentielle niveau. Da de underliggende trends i variablene ikke er direkte observerbare, må de findes ved estimation. Ved brug af en produktionsfunktion afhænger målet for potentiel produktion derfor i sidste ende af de antagelser og metoder, der ligger til grund for estimationen af de underliggende trends i en række variable.

Både Kommissionen og Finansministeriet benytter produktionsfunktionsmetoden til at beregne produktionsgab¹. Over en længere periode

¹ Europa-Kommissionen (2010b) og Finansministeriet (2004).

PRODUKTIONSGAB OG KONJUNKTURGAB

Figur 5



Kilde: Europa-Kommissionen (2010a) og Finansministeriet (2010).

samvarierer de to institutioners skøn, jf. figur 5. Der er dog en større afvigelse mellem deres produktionsgab under den seneste konjunkturvending. Kommissionen vurderer et noget større negativt produktionsgab under krisen, men også en langt hurtigere efterfølgende lukning af gabet end Finansministeriet. I 2009, hvor konjunkturen nåede sit lavpunkt, kan forskellen mellem de to negative produktionsgab henføres til, at Finansministeriet skønner et fald i den potentielle produktion, mens Kommissionen stort set holder den uændret. Det er især kompliceret at skønne over potentiel produktion ved vendepunkter i konjunkturerne.

I fremskrivningen frem mod 2012 skyldes forskellen, at Kommissionen forventer en meget lav potentiel vækst, og at gabet dermed lukker hurtigere. Forskellene mellem produktionsgabene understreger den usikkerhed, der er forbundet med at skønne over den fremtidige udvikling i både de faktiske og strukturelle niveauer for inputfaktorerne i produktionen.

Ud over de forskellige vurderinger af produktionsgabet har det også betydning, at Kommissionen benytter produktionsgabet i beregningen af den cykliske komponent i saldoen, mens Finansministeriet benytter en sammenvejning af produktionsgabet og beskæftigelsesgabet. Sidstnævnte størrelse angiver gabet mellem faktisk og strukturel beskæftigelse og kræver dermed, at den strukturelle beskæftigelse estimeres. Motivationen for at benytte en sammenvejning af de to gab er ifølge Finansministeriet (2009), at nogle indtægtsposter knytter sig til pro-

duktionsgab og andre til beskæftigelsesgab. Fx er indtægterne fra personlige indkomstskatter tæt knyttet til udviklingen i beskæftigelsen, mens fx indtægter fra indirekte skatter afhænger mere direkte af efterspørgsel og produktion. Det kan have betydning for beregningen af den cykliske komponent i budgetsalden, især ved vendepunkter i konjunktoren, idet ændringer i beskæftigelsen ofte er forsinkede i forhold til ændringer i produktionen. Det skyldes bl.a., at virksomhederne typisk tilpasser arbejdskraften til produktionen med en vis forsinkelse. Derfor kan det tage noget tid, før en nedgang i produktionen, som den vi lige har oplevet, slår fuldt igennem på beskæftigelsen. Ved at beregne, hvor afhængige de enkelte indtægtsposter er af variation i henholdsvis beskæftigelses- og produktionsgab, findes de vægte, hvormed de to gab indgår i et samlet konjunkturgab. Ifølge Finansministeriet indgår produktionsgab med en vægt på 0,56 pct., mens beskæftigelsesgab udgør de resterende 0,44 pct. Da beskæftigelsesgab er noget mindre og forsinket i forhold til produktionsgab, bliver forskellen mellem Kommissionens produktionsgab og Finansministeriets konjunkturgab endnu større.

Beregning af budgetelasticiteter

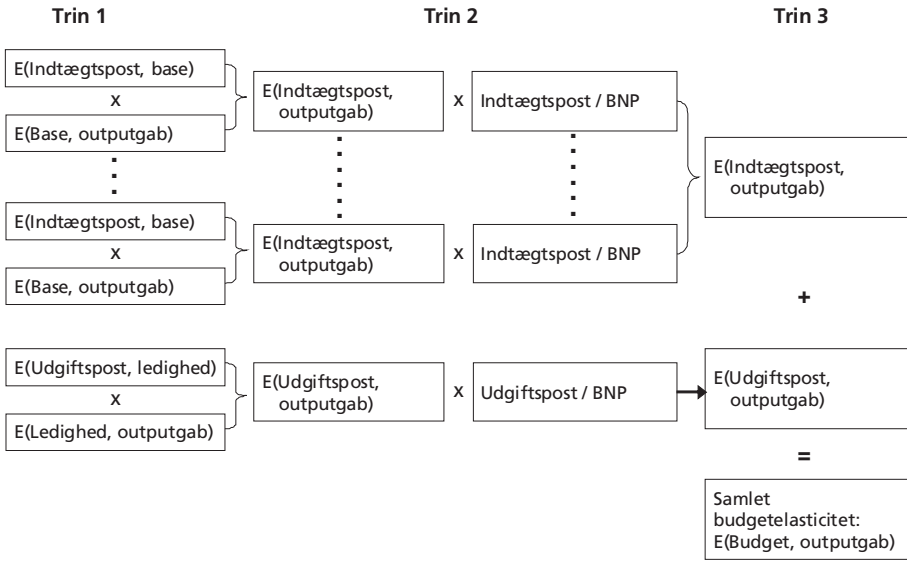
Når et mål for konjunkturudsvingenes størrelse er fundet, enten i form af et produktionsgab eller et konjunkturgab, mangler man at beregne budgettets følsomhed over for konjunkturudsving for at nå frem til et samlet mål for budgettets cykliske komponent. Der findes generelt to alternative tilgange til at beregne budgetelasticiteten. Den første metode er baseret på direkte økonometrisk estimation. Den benyttes bl.a. af Kommissionen, som anvender OECD's estimater i deres beregning af den cykliske komponent. Alternativt kan budgetelasticiteterne bestemmes ud fra simulationer i en makroøkonomisk model, hvor man måler effekten på de konjunkturfølsomme budgetposter ved et simuleret konjunkturudsving. Denne metode benyttes bl.a. af Finansministeriet. Metoderne er skitseret i de følgende afsnit.

Økonometrisk estimation af budgetelasticiteter

Den samlede budgetelasticitet kan måles ved at estimere effekten på de konjunkturfølsomme offentlige budgetposter af ændringer i konjunktoren, målt ved ændringer i produktionsgab. OECD's fremgangsmåde, som er beskrevet i André og Girouard (2005), går ud på at estimere en række elasticiteter for de konjunkturfølsomme budgetposter, som derefter lægges sammen til en samlet budgetelasticitet. De konjunkturfølsomme budgetposter er givet ved fire indtægtsposter; personlige indkomstskatter, sociale bidrag, selskabsskat og indirekte skatter samt en

ESTIMATION AF SAMLET BUDGETELASTICITET

Figur 6



Anm.: $E(x,y)$ angiver x 's elasticitet med hensyn til y .

udgiftspost; udgifterne til arbejdsløshedsunderstøttelse. Metoden består overordnet af tre trin, som er skitseret i figur 6.

I første trin udføres selve estimationen af de enkelte budgetelasticiteter. For hver af de fem budgetelasticitet kræver det, at man kender 1) den enkelte budgetposts følsomhed over for dens indtægts- eller udgiftsbasis og 2) basens følsomhed over for produktionsgab.

For indtægtsposterne afhænger følsomheden over for skattebasen af skattesystemets struktur. Fx er følsomheden af progressive skatter, såsom indkomstskatter, over for ændringer i skattebasen højere end 1. De forskellige indtægtsposters elasticiteter bestemmes i OECD's beregning ud fra oplysninger om skattesystemet og detaljerede indtægtsdata i 2003. Elasticiteten for udgifter til arbejdsløshedsdagpenge med hensyn til ledighed er antaget at være 1. Budgetposternes følsomhed over for baserne kan ændre sig, hvis skattesystemet og reglerne for indkomstoverførsler ændres.

Basernes følsomhed over for ændringer i produktionsgab findes ved økonometrisk estimation over perioden 1980-2003. Ved at gange de to følsomheder sammen findes elasticiteten for hver budgetpost med hensyn til produktionsgab. Usikkerheden i målingen af produktionsgab overføres derved til estimatet af budgetelasticiteten. En anden svaghed ved metoden er, at den ikke tager højde for, at de faktorer, som driver konjunkturcyklen, kan variere over tid. Sammensætningen af det underliggende stød er afgørende for budgettets konjunkturfølsomhed, idet stød til fx det private forbrug har langt større virkning på den offentlige

budgetsaldo end et eksportdrevet stød. Det skyldes, at det private forbrug er afgiftsbelagt, mens der ikke betales afgifter af eksport. En konjunkturopgang, som primært er drevet af øget udenlandsk efterspørgsel, vil derfor næsten udelukkende påvirke de offentlige finanser gennem højere disponible indkomster og lavere indkomstoverførsler som følge af højere produktion og beskæftigelse, jf. Olesen og Winther (2009). Metoden medfører, at de estimerede budgetelasticiteter bliver et udtryk for budgettets gennemsnitlige følsomhed over for konjunkturudsvingene i den periode, som estimationen løber over.

I *andet* trin ganges de estimerede budgetelasticiteter sammen med de vægte, hvormed de enkelte elasticiteter indgår i den samlede budgetelasticitet. Vægtene er givet ved de enkelte budgetposters andel af BNP. Ved at gange vægte og elasticiteter sammen findes henholdsvis én elasticitet for indtægtssiden og én elasticitet for udgiftssiden.

I *tredje* og sidste trin findes den samlede budgetelasticitet ved at lægge den numeriske værdi af indtægts- og udgiftselasticiteten sammen. OECD finder, at den er 0,59 for Danmark. Det vil sige, at den offentlige budgetsaldo ændres med 0,59 pct. af BNP, hvis produktionsgabet ændres med 1 pct. af BNP.

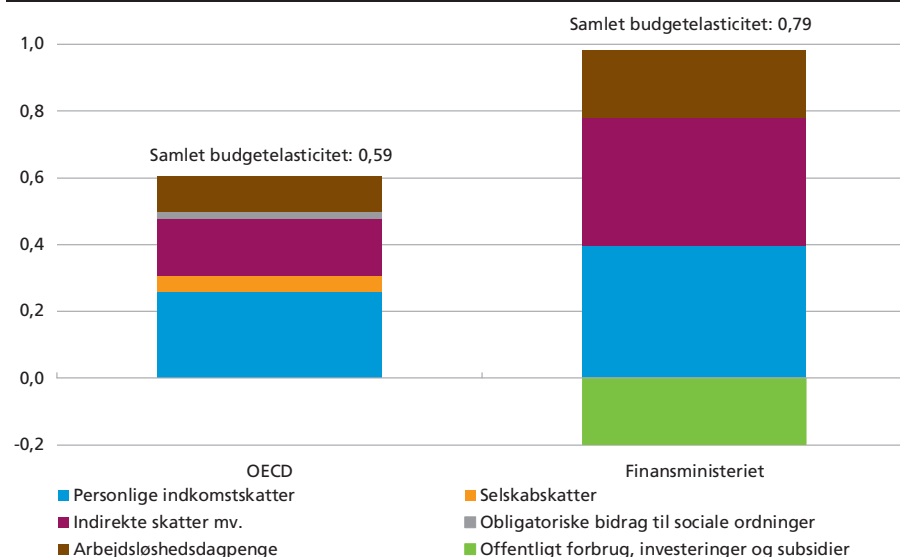
Budgetelasticiteter baseret på modelsimulationer

Budgetelasticiteterne kan alternativt baseres på modelberegninger. I det følgende tages der udgangspunkt i Finansministeriets beregninger af de offentlige finansers konjunkturfølsomhed, jf. Skaarup (2005). De er baseret på simulationer på den makroøkonomiske model, ADAM, og tager dermed udgangspunkt i en model for økonomiske sammenhænge og institutionelle forhold i danske økonomi.

Beregningsen går ud på at måle effekten på de konjunkturfølsomme budgetposter af at øge bruttoværditilvæksten, BVT, med 1 pct. i modellen. Stigningen i BVT er udelukkende konjunkturdrevet, og et centralt problem ved den modelbaserede beregning er, at det underliggende stød til økonomien skal modelleres. Det er derfor nødvendigt at tage stilling til, hvilke underkomponenter i den økonomiske vækst der driver konjunktoren. Finansministeriets beregning tager udgangspunkt i et stød, der er nogenlunde ligeligt sammensat af stigninger i den private sektors efterspørgselskomponenter, dvs. privat forbrug, investeringer, eksport og import. Modelsimulationen viser, at den offentlige budgetsaldo forbedres med 0,79 pct. af BNP ved en stigning i realt BVT på 1 procentenhed. I figur 7 sammenholdes OECD's og Finansministeriets resultater, idet den estimerede og modelbaserede budgetelasticitet er vist på underkomponenter. Den højere modelbaserede elasticitet skyldes først og fremmest, at skatter og afgifter viser større konjunkturfølsomhed i modelsimulationen end i den økonometriske estimation. Det er på

BUDGETELASTICITETER

Figur 7



Anm.: Budgetelasticiteten angiver ændringen i den offentlige budgetsaldo (i procent af BNP) ved en ændring i produktionsgab på 1 pct. af potentielt BNP. Finansministeriets elasticiteter er et gennemsnit af virkningen i år 1-3 ved en forøgelse af BVT med 1 pct. I Finansministeriets beregning indgår selskabsskattens elasticitet ikke, idet der tages separat højde for denne indtægtspost i korrektionen for andre midlertidige forhold.

Kilde: Skaarup (2005), André og Girouard (2005) og Europa-Kommissionen (2005).

trods af, at Finansministeriet ikke inkluderer den cykliske del af indtægterne fra selskabsskat i deres beregning af den cykliske komponent, da der korrigeres separat for midlertidige udsving i selskabsskatteprovenu-
et, jf. afsnittet "Midlertidige forhold", side 86.

Resultaterne for udgiftssiden trækker i den modsatte retning. OECD's beregning viser, at de offentlige udgifter er signifikant følsomme over for udsving i produktionsgab, mens de i Finansministeriets modelberegning samlet set ikke påvirkes af ændringer i konjunktoren. Det skyldes, at modelberegningen tager højde for de cykliske effekter på samtlige budgetposter, mens de estimerede resultater kun tager højde for effekter på fem udvalgte budgetposter. Under fx en højkonjunktur vil udgifterne til arbejdsløshedsdagpenge falde. Men den højere økonomiske aktivitet vil samtidig medføre, at priser og offentlige lønninger stiger, og det vil øge udgifterne til offentligt forbrug, investeringer og subsidier. Ifølge Finansministeriets modelberegning er denne udgiftsstigning omtrent lige så stor som faldet i udgifterne til arbejdsløshedsdagpenge.

Resultaterne af begge metoder er som nævnt følsomme over for ændringer i skattesystemet og reglerne for indkomstoverførsler. I Danmark er der grund til at tro, at nogle af budgetelasticiteterne har været faldende over en længere årrække. Fx er både de marginale skattesatser

BUDGETELASTICITETEN OG DE AUTOMATISKE STABILISATORER

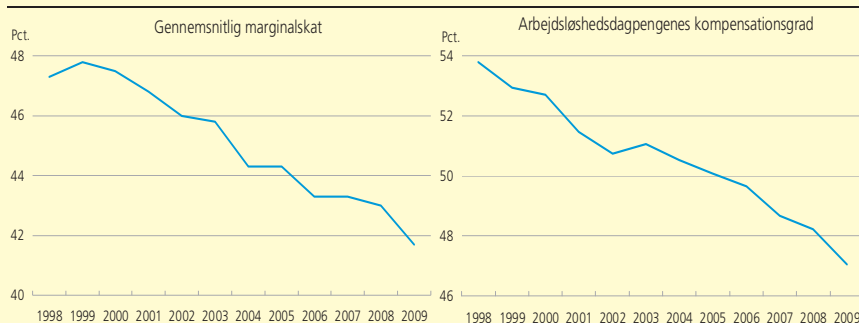
Boks 1

Når den samlede produktion og indkomst falder, sker der automatisk et fald i provenuet af skatter og afgifter, fordi skatte- og afgiftsgrundlaget svækkes. Samtidigt sker der automatisk en stigning i udbetalingen af arbejdsløshedsunderstøttelse, da et produktionsfald udløser en stigning i arbejdsløsheden. Disse automatiske budgetreaktioner bidrager til at mindske faldet i husholdningernes disponible indkomster og hjælper derved til at stabilisere økonomien. I tilfælde af en produktionsstigning sker der ligeledes en automatisk stigning i det opkrævede skatte- og afgiftsprovenu og et automatisk fald i den udbetalte understøttelse, der bidrager til at formindske risikoen for en økonomisk overophedning.

Størrelsen af de automatiske stabilisatorer afhænger bl.a. af den gennemsnitlige værdi af den marginale indkomstskattesats og af den gennemsnitlige kompensationsgrad i dagpengesystemet (forholdet mellem dagpengesats og gennemsnitsløn). I de seneste årtier er marginalsatserne blevet sænket som led i en række skattereformer. Endvidere er den gennemsnitlige kompensationsgrad faldet, bl.a. som følge af en serie af arbejdsmarkedsreformer. I figur 8 fremgår de seneste 12 års fald i den gennemsnitlige marginalskat og kompensationsgrad. Begge størrelser var også faldende forud for denne årrække. Reformerne har styrket arbejdsudbuddet og sænket den strukturelle ledighed og har derved skabt grundlag for en højere velstand og en mere holdbar stilling på de offentlige finanser.

MARGINALSKAT OG KOMPENSATIONSGRAD

Figur 8



Anm.: Den gennemsnitlige marginalskat er angivet som en stigning i indkomstskat og arbejdsmarkedsbidrag ved en ekstra lønindkomst på 100 kr. Beregningen er foretaget på basis af stikprøver på 3,3 pct. af befolkningen. Arbejdsløshedsdagpengenes kompensationsgrad er for en arbejder i industrien, jf. ADAM.

Kilde: Lovmodellen og ADAM.

En bivirkning af reformerne har dog været, at nogle af de automatiske stabilisatorer i dag er mindre end før. Dermed er også konjunkturfølsomheden af de offentlige budgetter blevet mindre. Nedenfor præsenteres en simpel metode til beregning af denne effekt på den automatiske offentlige budgetreaktion. Metoden skal kun ses som et forsøg på at give et groft overslag over størrelsesordenen af effekten.

Metoden tager udgangspunkt i budgetelasticiteten (E), der er defineret som

$$E \equiv \frac{\Delta b}{\Delta Y / Y}, \quad b \equiv \frac{B}{Y}, \quad (1)$$

hvor B er saldoen på det offentlige budget, Y er BNP, og Δ angiver ændringen i den

FORTSAT

Boks 1

efterstående variabel. Det antages, at BNP initialt ligger på sit potentielle niveau. Dermed er nævneren i definitionen af budgetelasticiteten lig med ændringen i produktionsgab. Som følge af de automatiske stabilisatorer afhænger budgetsaldoen B af BNP. Ved brug af definitionen af b i (1) kan man let vise, at

$$\Delta b = \frac{db}{dY} \cdot \Delta Y = \frac{\Delta Y}{Y} \cdot \left(\frac{dB}{dY} - b \right) \Rightarrow$$

$$E = \frac{dB}{dY} - b. \quad (2)$$

I (2) er b lig med den initiale budgetsaldo (i forhold til BNP), der er lig med den strukturelle saldo, givet antagelsen om, at BNP initialt ligger på sit strukturelle niveau. Det første led på højresiden af (2) angiver forbedringen af den offentlige budgetsaldo, når BNP stiger med 1 krone. Indkomstskattens bidrag til budgetelasticiteten (bidraget til brøken dB/dY) kan skrives som $m \cdot a$, hvor m er den gennemsnitlige marginalsattesats i indkomstskattesystemet, og a er indkomstskattegrundlaget opgjort som andel af BNP. Hvis indkomstskatteprovenuet betegnes P , kan vi af den højre søjle i hovedtekstens figur 7 aflæse, at

$$\frac{\Delta P}{Y} \times 100 = \frac{m \cdot a \cdot \Delta Y}{Y} \times 100 = m \cdot a = 0,4. \quad (3)$$

Resultatet i (3) følger af, at det eksperiment med ADAM-modellen, der ligger til grund for figur 7, involverer en stigning i BNP (helt præcist: BVT) på netop 1 pct., dvs. $(\Delta Y / Y) \times 100 = 1$. Figur 8 viser udviklingen i den gennemsnitlige marginalsattesats i perioden 1998-2009. I gennemsnit over perioden har marginalsattesatsen været 0,45. Idet vi forenkende antager, at estimationsperioden for ADAM-modellen svarer til tidsperioden i figur 8, kan vi ved brug af resultatet i (3) estimere størrelsen af parameteren a til $a = 0,4 / 0,45 = 0,89$. Fra 1998 til 2009 har den gennemsnitlige marginalsattesats ifølge figuren udvist et fald i størrelsesordenen $\Delta m = -0,06$. Dermed har marginalsattesænkningen isoleret set medført en ændring i budgetelasticiteten i størrelsesordenen

$$\Delta E = \Delta m \cdot a = -0,06 \cdot 0,89 = -0,05.$$

Det i figur 8 viste fald i dagpengesystemets kompensationsgrad har ligeledes reduceret budgetelasticiteten. Hvis k er den gennemsnitlige kompensationsgrad, W er gennemsnitslønnen på arbejdsmarkedet, og A er antallet af arbejdsløse, kan udgifterne til arbejdsløshedsunderstøttelse (U) skrives som $U = kWA$, hvor WA kan tolkes som det samlede tab af lønindkomst, som arbejdsløsheden medfører. Det er rimeligt at antage, at størrelsen af dette indkomststab er en aftagende funktion $f(\cdot)$ af BNP-niveauet, dvs. $WA = f(Y)$, hvor $f'(Y) < 0$. Dagpengesystemets bidrag til budgetelasticiteten i (2) kan dermed skrives som $-dU / dY = -k \cdot f'(Y)$. Ved brug af samme ræsonnement, som lå til grund for udledningen af resultatet i (3), finder vi ved aflæsning af højre del af figur 7, at $-k \cdot f'(Y) = 0,2$. Dagpengenes kompensationsgrad var i gennemsnit 0,51 over perioden fra 1998 til 2009. Dermed får vi estimeret $f'(Y) = -0,2 / k = -0,2 / 0,51 = -0,40$. Fra begyndelsen til slutningen af den be-

FORTSAT

Boks 1

tragtede periode ændredes kompensationsgraden med $\Delta k = -0,07$. Det følger da, at faldet i kompensationsgraden alt andet lige har haft en indvirkning på budgetelasticiteten i størrelsesordenen

$$\Delta E = -\Delta k \cdot f'(Y) = 0,07 \cdot (-0,40) = -0,03.$$

Ifølge denne simple beregning betyder faldet i marginalsatserne og kompensationsgraden fra 1998 til 2009 et samlet fald i budgetelasticiteten på knap 0,1. Det er ikke de eneste eksempler på, at de automatiske stabilisatorer er reduceret i de senere år. Med fastfrysningen af den nominelle ejendomsværdiskat siden begyndelsen af 2002 har man således helt afmonteret en vigtig automatisk stabilisator på boligmarkedet og dermed i samfundsøkonomien. Som nærmere beskrevet i Dam mfl. (2011a og 2011b) har dette medført større udsving i boligpriserne og i den økonomiske aktivitet.

og arbejdsløshedsdagpengenes kompensationsgrad faldet over en længere periode som følge af en række skatte- og arbejdsmarkedsreformer. Beregningerne i boks 1 tyder på, at faldet i disse automatiske stabilisatorer fra 1998 til 2009 har medført et fald i den samlede budgetelasticitet i størrelsesordenen 0,1. Det skal ses i lyset af, at den totale budgetelasticiteten ifølge figur 7 er omkring 0,6-0,8.

Disaggregeret metode

Den disaggregerede metode, som bl.a. benyttes af ECB, tillader forskellige komponenter af BNP at have forskellig indflydelse på budgetbalancen. En af svaghederne ved at beregne den cykliske komponent som funktion af produktionsgab eller konjunkturgab er som sagt, at metoden ignorerer konjunktorens sammensætning i beregning af budgettets følsomhed over for konjunkturudsving. ECB's metode tager højde for det, idet der beregnes konjunkturfølsomheder for en række budgetposter i stedet for en samlet følsomhed for hele budgettet, jf. Bouthevillain mfl. (2001). Det antages, at fire indtægtsposter og én udgiftspost på budgettet er følsomme over for konjunkturudsving. De valgte poster er de samme som i OECD's beregning af budgetelasticiteterne og er sammen med deres tilhørende bestemmende baser vist i tabel 1.

Beregningen af de fem cykliske underkomponenter kræver et estimat for hver budgetposts elasticitet med hensyn til basen og et estimat for "base-gabene", der defineres som basernes afvigelse fra deres strukturelle niveauer. Summen af underkomponenterne udgør dermed budgettets samlede cykliske komponent.

Metoden er simpel, gennemskuelig og kan let reproducere, hvilket er en fordel, når den strukturelle balance skal sammenlignes på tværs af

BUDGETPOSTER OG BASER		Tabel 1
Budgetpost		Makroøkonomisk base
Direkte skatter fra husholdningerne		Beskæftigelse i privat sektor og gennem-
Sociale bidrag fra privatansatte		snitlig aflønning pr. ansat i privat sektor
Indirekte skatter		Privat forbrug
Selskabsskatter		Indikator for selskabernes bruttoprofit
Udgifter til arbejdsløshedsdagpenge.		Antal arbejdsløse

Kilde: Bouthevillain mfl. (2001).

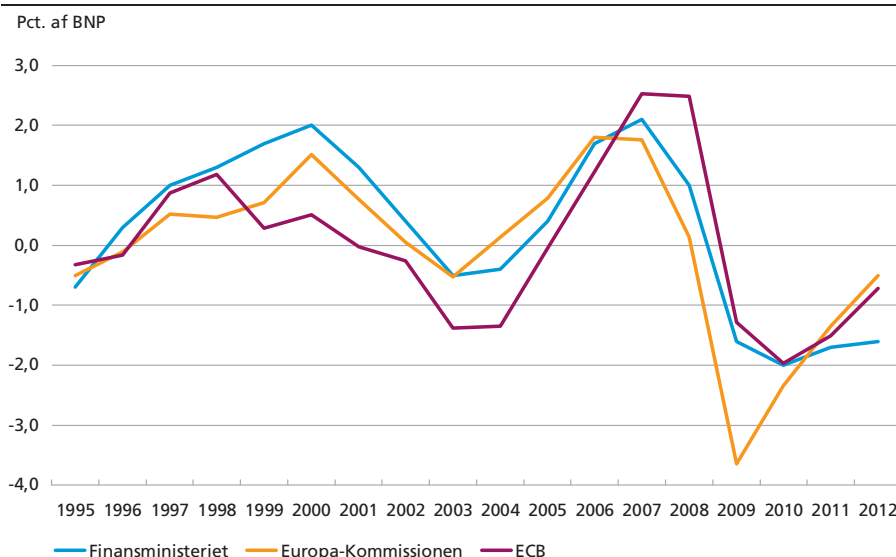
lande. HP-filteret har dog en række svagheder og er derfor ikke helt uproblematisk at bruge. HP-filtrering er en rent statistisk øvelse, som dekomponerer en variabel i en cyklisk komponent og en trend. Trenden er simpelt bestemt som et symmetrisk glidende gennemsnit. Det betyder, at den bliver meget upræcist bestemt i enderne af tidsrækken, da den her vil afhænge af relativt få observationer. Det er uheldigt, da det ofte er de sidste observationer af trenden, som har størst interesse i forhold til tilrettelæggelsen af den økonomiske politik. I ECB's metode løses problemet med endepunkterne ved mekanisk at fremskrive variablene i en årrække ud over den periode, der skønnes over. Trenden kommer dermed til at afhænge af denne mekaniske fremskrivning, som meget vel kan vise sig at være forskellig fra, hvordan den faktiske udvikling bliver. Ideelt set burde de strukturelle niveauer for baserne udledes fra teoretiske modeller, på samme måde som potentiel produktion kan udledes med produktionsfunktionsmetoden.

Opgørelser af den cykliske komponent

Som ventet giver de tre forskellige metoder til beregning af den cykliske komponent i budgetsaldoen forskellige resultater, jf. figur 9. Resultaterne for Kommissionen og Finansministeriet ligger generelt tættest på hinanden, hvilket afspejler, at deres overordnede tilgang er den samme. Finansministeriets brug af beskæftigelsesgabet i målet for konjunktursving betyder, at den cykliske komponent er forsinket i forhold til Kommissionens. Fra 2009 afviger de to opgørelser mest fra hinanden, hvilket kan henføres til de tidligere beskrevne forskelle i fremskrivningen af potentiel produktion. Forskellene i fremskrivningen af produktionsgabet understreger den store usikkerhed, der er forbundet med at skønne over den fremtidige udvikling i både de faktiske og strukturelle niveauer for produktionen. ECB's disaggregerede metode er anvendt på data fra Danmarks Statistik og Nationalbankens prognose i Kvartalsoversigten, 3. kvartal 2010. Beregningen med ECB's metode giver i det meste

DEN OFFENTLIGE SALDOS CYKLISKE KOMPONENT

Figur 9



Anm: Opgørelsen af ECB's cykliske komponent er foretaget ved at anvende ECB's metode på tal fra Danmarks Statistik og Nationalbankens prognose fra Kvartalsoversigten, 3. kvartal 2010. I Kommissionens beregning af den cykliske komponent anvendes en budgetelasticitet på 0,65, hvilket er lidt højere end OECDs på 0,59. Det skyldes, at de offentlige udgifters elasticitet med hensyn til produktionsgab indgår med en større vægt i den samlede budgetelasticitet i Kommissionens opgørelse. Kommissionen vægter med en bredere kategori af arbejdsløshedsrelaterede udgifter, mens OECD kun vægter med udgifterne til arbejdsløshedsdagpenge.

Kilde: Danmarks Statistik, Finansministeriet (2010), Danmarks Nationalbank (2010) og Europa-Kommissionen (2010a).

af den betragtede periode større cykliske komponenter end både Kommissionens og Finansministeriets metode.

MIDLERTIDIGE FORHOLD

Den offentlige budgetsaldo afhænger ud over konjunktoren som nævnt også af en række andre midlertidige forhold, der ikke er direkte forbundet med konjunkturudviklingen. Den strukturelle budgetsaldo bør derfor også korrigeres for dem. Mens den cykliske komponent kunne bestemmes ved estimation eller modelsimulation, sker opgørelsen af midlertidige forhold på ad hoc-basis. Korrektionerne for midlertidige faktorer på tværs af institutionerne varierer derfor meget. Finansministeriet korrigerer en række budgetposter for midlertidige forhold, som især vedrører udviklingen på de finansielle markeder, herunder udviklingen i aktiekurser, renter og oliepris. Der korrigeres fx for ekstraordinære indtægter fra pensionsafkastskat, selskabsskat og fra olieproduktionen i Nordsøen, mens der på udgiftssiden korrigeres for udsving i de offentlige nettorenteudgifter som følge af variation i renteniveauet. Udfordringen i den forbindelse består i at identificere normalniveauet for de pågældende indtægter og udgifter.

Kommissionen korrigerer i reglen kun for meget få midlertidige forhold. De overordnede principper er, at der kun korrigeres for midlertidige forhold af en vis størrelse, og at der som udgangspunkt ikke korrigeres for forhold, som øger det offentlige underskud, jf. Europa-Kommissionen (2006). I praksis sker korrektionerne på baggrund af individuelle vurderinger af hvert enkelt land.

Da den strukturelle balance indgår i vurderingen af, om de enkelte medlemslande i EU overholder kravene i stabilitets- og vækstpakten, minimerer Kommissionens fremgangsmåde risikoen for, at nogle lande inkluderer midlertidige forhold for at manipulere med deres strukturelle offentlige underskud. Reglerne for korrektion af andre midlertidige forhold end de konjunkturafhængige blev strammet efter de første års samarbejde i den Økonomiske og Monetære Union, hvor man så en tendens til, at specielt lande med særligt store underskud forsøgte at korrigere for betydelige midlertidige faktorer¹.

ECB korrigerer ligeledes for meget få midlertidige faktorer, hvilket også skyldes ønsket om at anvende ensartede regler for alle medlemslande. Som udgangspunkt korrigeres, ligesom i Kommissionens opgørelse, kun for midlertidige forhold, som øger den offentlige saldo.

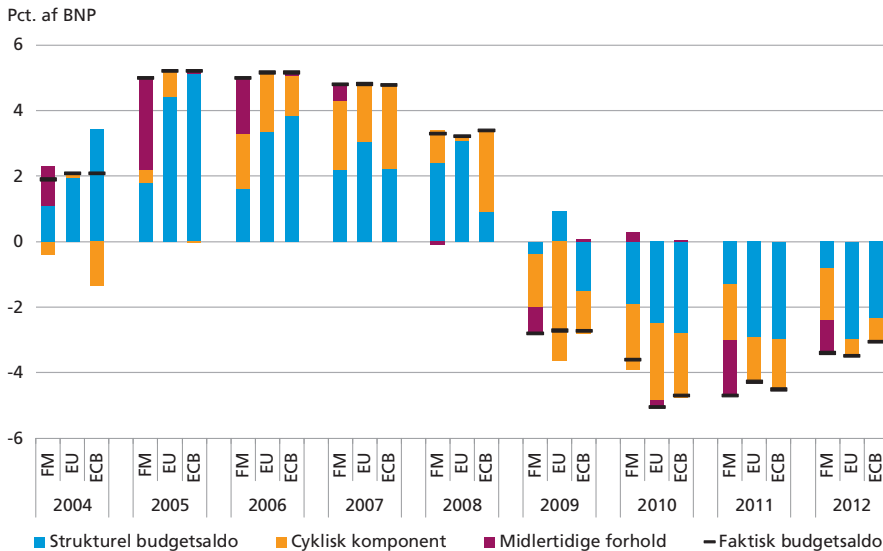
De midlertidige forhold, som indgår i beregningen af den strukturelle saldo fra henholdsvis Finansministeriet, Kommissionen og ECB, er vist i figur 10. Figuren dekomponerer desuden den samlede faktiske budgetsaldo i den strukturelle del, den cykliske del og andre midlertidige forhold. Det fremgår, at ECB og Kommissionen i praksis stort set ikke korrigerer den danske faktiske budgetsaldo for andre midlertidige forhold end de cyklisk betingede. Som tidligere nævnt skyldes Finansministeriets store korrektioner i 2004-06 en række ekstraordinære indtægter. Korrektionerne bevirker, at opgørelsen viser en stort set uændret strukturel saldo i de år, mens Kommissionens og ECB's opgørelse viser en forbedring af den strukturelle saldo. De to internationale institutioners begrænsede korrektion for midlertidige forhold har derfor den svaghed, at deres mål for den strukturelle saldo til tider giver et meget misvisende billede af finanspolitikken. Det gælder især for lande som Danmark, som har skatteindtægter, der er særligt følsomme over for størrelser som oliepris og aktie- og obligationskurser.

I fremskrivningen for 2011 og 2012 korrigerer Finansministeriet omvendt for forventede ekstraordinært lave indtægter fra især pensionsafkastskatten, da statsobligationsrenterne skønnes at stige i fremskrivningen. Korrektionen er med til at øge forskellen mellem Finansministeriets og Kommissionens mål for den danske offentlige strukturelle

¹ Larch and Turrini (2009).

SAMLET DEKOMPONERING AF FAKTISK BUDGETSALDO

Figur 10



Anm: ECB's dekomponerede budgetsaldo er opgjort ved at anvende ECB's metode på tal fra Danmarks Statistik og Nationalbankens prognose fra Kvartalsoversigten, 3. kvartal 2010. Forskellen mellem opgørelserne af den faktiske saldo skyldes tilbage i tid, at Finansministeriets opgør saldoen ifølge ENS95, mens Europa-Kommissionen og ECB opgør ØMU-saldoen, som er korrigeret for SWAP-arrangementer og UMTS-licenser.

Kilde: Danmarks Statistik, Finansministeriet (2010), Danmarks Nationalbank (2010) og Europa-Kommissionen (2010a).

saldo i de kommende år. Mens Finansministeriets strukturelle saldo forbedres løbende fra 2010 til 2012, er Kommissionens stort set uændret til trods for, at genopretningspakken indeholder en lang række konsolideringstiltag i 2011-13. Kommissionen har vurderet, at dens seneste opgørelse af den strukturelle saldo er forbundet med stor usikkerhed og har derfor valgt også at basere sin evaluering af de finanspolitiske tiltag i Danmark på opgørelser af de direkte provenueffekter af tiltagene i genopretningspakken. Kommissionen konkluderer på den baggrund, at Danmark lever op til EU's henstilling om årligt i gennemsnit at forbedre den strukturelle saldo med 0,5 pct. af BNP fra 2011-13¹.

AFSLUTTENDE BEMÆRNINGER

Artiklens gennemgang viser, at opgørelsen af den strukturelle saldo afhænger af, hvilken metode og hvilke antagelser der ligger bag beregningen. I den mest udbredte metode afhænger beregningen af budgettets cykliske komponent af skønnet for produktionsgabet, som er forbundet med usikkerhed. Det er især niveauet for den strukturelle saldo,

¹ Europa-Kommissionen (2011).

som er følsomt over for denne usikkerhed. Endvidere har det i nogle år afgørende betydning, hvilke korrektioner man laver ud over konjunkturrensningen. I opgørelsen af den danske strukturelle budgetsaldo er det især vigtigt at korrigere for en række ekstraordinære skatteindtægter, som i nogle år påvirker den faktiske saldo kraftigt. Manglende korrektion for disse poster kan give et meget misvisende billede af den førte finanspolitik. Når der er korrigeret for midlertidige forhold, er opgørelsen af år til år-ændringen i den strukturelle saldo forholdsvis robust. Det skyldes, at den årlige ændring kan sammenholdes med mål for de direkte provenueffekter af de enkelte finanspolitiske tiltag.

Ændringen i den strukturelle saldo bruges i øvrigt ofte til at vurdere, om den diskretionære del af finanspolitikken er kontraktiv eller ekspansiv. I den sammenhæng skal man dog have in mente, at ændringer i den strukturelle saldo er et mål for, hvordan den diskretionære finanspolitik indvirker på det offentlige budget og ikke et mål for, hvordan finanspolitikken påvirker den samlede økonomi. Det sidste afhænger af, hvilke finanspolitiske instrumenter der benyttes. Fx har ændringer i det offentlige forbrug og investeringer direkte virkning på produktionen og dermed BNP, mens skatteændringer først virker i takt med, at husholdningerne ændrer deres forbrug som følge af ændrede disponible indkomster. Derfor beregner bl.a. Finansministeriet og DØR en finanseffekt, som netop måler finanspolitikken direkte virkning på den økonomiske aktivitet, og som sammen med mål for den strukturelle budgetbalance og direkte provenueffekter indgår i den samlede vurdering af finanspolitikken.

LITTERATUR

André, Christophe og Nathalie Girouard (2005), Measuring cyclically-adjusted budget balances for OECD countries, *OECD Working Papers*, nr. 434.

Bouthevillain, Carine, Philippine Cour-Thimann, Gerrit van de Dool, Pablo Hernández de Cos, Geert Langenus, Matthias Mohr, Sandro Momigliano og Mika Tujula (2001), Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach, *ECB Working Papers* nr. 77.

Dam, Niels Arne, Tina Saaby Hvolbøl, Erik Haller Pedersen, Peter Birch Sørensen og Susanne Hougaard Thamsborg (2011a), De senere års udvikling på ejerboligmarkedet: Kan boligpriserne forklares?, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal, Del 2.

Dam, Niels Arne, Tina Saaby Hvolbøl og Peter Birch Sørensen (2011b), Kan udsvingene i boligpriserne dæmpes?, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal, Del 2.

Danmarks Nationalbank (2010), *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

De Økonomiske Råd (2010), *Dansk Økonomi*, efterår.

Europa-Kommissionen (2006), Public Finances in the EMU – 2006, *European Economy*, nr. 3.

Europa-Kommissionen (2005), New and updated budgetary sensitivities for the EU Budgetary Surveillance.

Europa-Kommissionen (2010a), European Economic Forecast – efterår, Annual macro-economic database.

Europa-Kommissionen (2010b), The production function methodology for calculating potential growth rates and output gaps, *Economic Papers*, nr. 420.

Europa-Kommissionen (2011), Analysis by the Commission services of the action taken by Denmark in response to the Council Recommendation of 13 July 2010 with a view to bringing an end to the situation of excessive government deficit.

Finansministeriet (2004), *Finansredegørelse*.

Finansministeriet (2009), *Økonomisk Redegørelse*, august.

Finansministeriet (2010), *Økonomisk Redegørelse*, december.

International Monetary Fund (2010), Denmark: 2010 Article IV Consultation – Staff Report.

Larch, Martin og Alessandro Turrini, (2009), The cyclically-adjusted budget balance in the EU fiscal policy making, *European Economy - Economic Papers*, nr. 374.

OECD (2010), *Economic Outlook*, nr. 88.

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

Skaarup, Michael (2005), Beregning af den strukturelle saldo, Finansministeriet, *Arbejdspapirer*, nr. 17.

Indikatormodeller for det private forbrug

Jonas Sørensen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Det private forbrug udgør omtrent halvdelen af det danske bruttonationalprodukt, BNP, og er således en vigtig faktor, når økonomiens aktuelle tilstand og retning skal vurderes. Danmarks Statistik offentliggør kvartalsvis data for det private forbrug i Danmark som en del af det foreløbige nationalregnskab omtrent to måneder efter udløbet af det pågældende kvartal. Derfor kan forskellige indikatorer for det private forbrug være nyttige i forsøget på at skønne på den aktuelle (nowcaste) og fremtidige (forecaste) udvikling.

I denne artikel foretages simple estimationer af det private forbrug ud fra indikatorer. Disse estimationer er ikke teoretisk funderet, men sigter udelukkende mod den bedst mulige forudsigelse af udviklingen i det private forbrug på helt kort sigt. Estimation af indikatormodeller kan kvantificere forskellige nøgletals evne til at forudsige udviklingen i det private forbrug og kan bidrage til, at tallene fortolkes konsistent.

Analysen viser, at indikatorerne forbedrer vurderingen af den aktuelle udvikling i det private forbrug betydeligt i forhold til en simpel autoregressiv model, hvor det aktuelle forbrug forudsiges på grundlag af den historiske forbrugsudvikling. Indikatorerne kan fortsat spille en vis rolle i forudsigelsen af det kommende kvartals udvikling, om end deres bidrag er betragteligt mindre end i nowcast-sammenhæng. De er derimod ikke specielt anvendelige til at vurdere udviklingen i det private forbrug ud over det nærmeste kvartal.

Estimationerne viser, at udviklingen i antallet af nyregistrerede personbiler kan give en indikation af, hvordan det private forbrug udvikler sig. Dankortomsætningen er også relevant, og forbrugertilliden, som bl.a. indeholder fremadskuende elementer, lader også til at have en vis forklaringskraft i nowcast og forecast af det private forbrug. Analysen viser også, at der kun er en lille gevinst ved at opsplitte forbrugertilliden på underkomponenter frem for at estimere på den samlede indikator.

Endelig illustreres det, hvordan indikatormodellernes bud på udviklingen i forbruget i to forskellige kvartaler ændrer sig i takt med, at nye nøgletal offentliggøres.

DATABESKRIVELSE

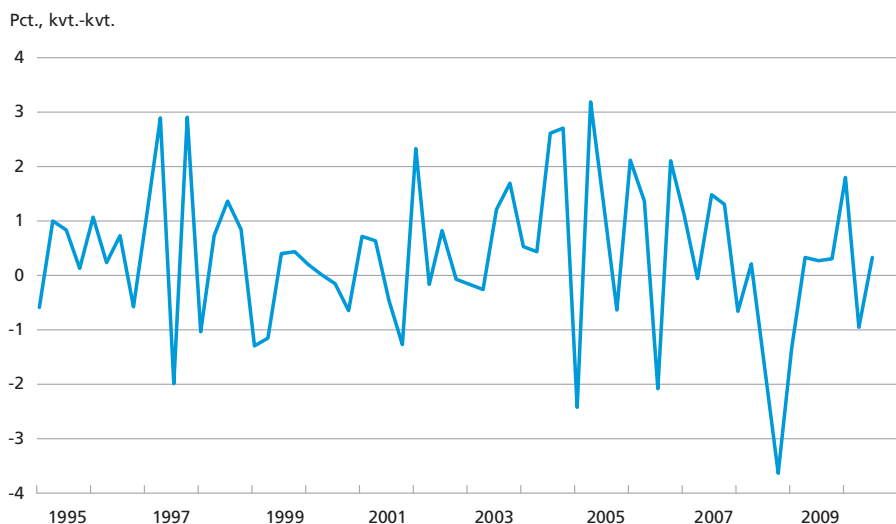
Data for det sæsonkorrigerede private forbrug opgøres kvartalsvis i nationalregnskabet. De kvartalsvise vækstrater er meget volatile, og der lader til at være en negativ autokorrelation – det vil sige, når forbruget stiger i ét kvartal, er der tendens til, at det falder i det efterfølgende kvartal, jf. figur 1. I artiklen er fokus på den kvartalsvise udvikling. Den fremstår mindre støjfyldt opgjort i årlige vækstrater, og det kunne tale for at estimere på årlige ændringer. I arbejdet med konjunkturprognoser er man dog ofte interesseret i den kvartalsvise udvikling.

De store udsving i den private forbrugsvækst har betydning, når man skal fortolke indikatormodellerne. Negative kvartalsvise vækstrater kan let forekomme i perioder, hvor dansk økonomi ellers er i fremgang – fx i midten af 00'erne. Det betyder, at hvis indikatorerne fx peger i retning af pludselige fald i det private forbrug, indikerer det ikke nødvendigvis en vending i økonomien. Derfor skal modellernes skøn fortolkes i sammenhæng med den økonomiske udvikling i øvrigt, og modellerne er blot ét blandt flere værktøjer i Nationalbankens prognosearbejde.

Antallet af potentielle indikatorer for det private forbrug er stort, og det er ikke oplagt, hvilke indikatorer man bør udvælge. Succeskriteriet for en forbrugsindikator er dens evne til tidligt at indikere udviklingen i det private forbrug snarere end et mere teoretisk funderet kriterium. Nationalregnskabet indeholder flere undergrupper af det private for-

DET REALE PRIVATE FORBRUG

Figur 1



Anm.: Data er korrigeret for sæsonudsving.

Kilde: Danmarks Statistik.

brug. Der er fx en opdeling efter forbrugsgrupperne fødevarer, beklædning mv., elektricitet og brændsel, anskaffelse af køretøjer, boligbenyttelse, fritidsudstyr, underholdning og rejser mv. Opdelingen er en oplagt inspiration, når man er på udkig efter indikatorer. Der anvendes dog også andre indikatorer, der ikke sigter direkte mod privatforbrugets underkomponenter, men som kunne tænkes at opfange mere overordnede tendenser i forbrugsudviklingen. I boks 1 gives et overblik over de indikatorer, der betragtes i artiklen.

POTENTIELLE INDIKATORER FOR DET PRIVATE FORBRUG

Boks 1

Det er centralt for anvendeligheden af indikatorer i forbindelse med nowcasts og forecasts, at de foreligger før offentliggørelsen af den tidsserie, som de anvendes til at forudsige. I artiklen undersøges både nøgletal, der kan betragtes som indikatorer for privatforbrugets underkomponenter, fx detailomsætning og nyregistrerede personbiler til husholdningerne, og indikatorer af anden karakter, fx forbrugertillid og dankortomsætning, jf. tabel 1. Det centrale er, at indikatorerne bidrager til at forklare udviklingen i det private forbrug. Tilgangsvinklen er således, at de endelige modeller kun indeholder de indikatorer, som forskellige statistiske test peger i retning af.

INDIKATORER

Tabel 1

Beskrivelse	Variabelnavn	Forsinkelse i opgørelse	Kilde
Detailomsætning	DETA	30 dage	Danmarks Statistik
Nyregistrerede personbiler til husholdningerne	BIL	20 dage	Danmarks Statistik
Salg af elektricitet	FCEL	40 dage	Energistyrelsen og egne beregninger
Salg af visse olieprodukter	FSOP	40 dage	Energistyrelsen og egne beregninger
Hotellers og restauranternes indtægter	FRESHO	35 dage	Momsstatistikken, Danmarks Statistik
Dankortomsætning	Fdankort	5 dage	Nets
Forbrugertillid (samlet og opdelt) ..	CONF	Medio samme måned	Danmarks Statistik

Anm.: Flere af serierne fra Danmarks Statistik er kædet sammen med afsluttede serier for at skabe tilstrækkeligt lange tidsserier. Momsstatistikken var tidligere kvartalsvis, men er nu månedlig. *Forsinkelse i opgørelse* er det omtrentlige antal dage efter referencemånedens udløb.

Kilde: Danmarks Statistik, Energistyrelsen, Nets og egne beregninger.

Det er centralt for gyldigheden af estimaterne, at tidsserierne er stationære. Derfor transformeres ovenstående serier til kvartalsvise ændringer (procentvise vækstrater eller niveauændringer, hvor det er relevant).

I tabel 2 vises korrelationen mellem kvartalsvise ændringer i de forskellige indikatorer og den kvartalsvise vækst i det private forbrug. Det fremgår, at den samtidige variation med privatforbruget er stor for dankortomsætningen og bilkøbet, mens der også er en pæn samtidig korrelation med privatforbruget for detailomsætning, salget af elektricitet og salget af visse olieprodukter. Ændringen i den samlede forbrugertillid har meget lav korrelation med samtidige ændringer i privatforbrug, mens den laggede forbrugertillid har højere korrelation.

FORTSAT

Boks 1

Forbrugertillidsindikatoren fremkommer som et simpelt gennemsnit af fem underspørgsmål om henholdsvis familiens økonomiske situation i dag sammenlignet med for et år siden, forventningen til familiens økonomiske situation om et år sammenlignet med i dag, Danmarks økonomiske situation i dag sammenlignet med for et år siden, forventningen til Danmarks økonomiske situation om et år sammenlignet med i dag og vurderingen af fordelagtigheden i anskaffelse af større forbrugsgoder som fjernsyn, vaskemaskiner eller lignende for øjeblikket. Tidshorisonten i disse underspørgsmål er af forskellig karakter, men det træder ikke tydeligt frem i korrelationen med det private forbrug.

KORRELATION MED VÆKST I PRIVATFORBRUGET

Tabel 2

Korrelationskoefficienter	t	t-1	t-2	t-3
ΔDETA	0,33	-0,04	0,13	0,10
ΔBIL	0,56	-0,18	0,19	0,04
ΔDankort	0,59	-0,35	0,08	0,23
ΔFCEL	0,31	-0,13	-0,02	-0,17
ΔFSOP	0,38	0,00	-0,29	-0,01
ΔFRESHO	-0,06	0,16	-0,12	0,00
ΔCONF	-0,04	0,17	0,18	0,07
ΔFamiliens økonomiske situation i dag	-0,20	0,22	0,26	-0,06
ΔFamiliens økonomiske situation om et år	-0,19	0,23	-0,02	-0,23
ΔDanmarks økonomiske situation i dag	0,01	0,16	0,28	0,02
ΔDanmarks økonomiske situation om et år ..	-0,11	0,21	0,13	0,08
ΔAnskaffelse af større forbrugsgoder	0,13	-0,08	-0,04	0,13

Anm.: Første søjle angiver korrelationen mellem privatforbruget i periode t og samtidige indikatorer. De næste søjler angiver korrelationen mellem privatforbruget i periode t og indikatorerne i tidligere perioder. Observationsperioden er 1. kvartal 1995 - 2. kvartal 2008. Dankortomsætningen er deflateret med det samlede forbrugerprisindeks. Hotellers og restauranter salg er deflateret med prisindekset for hoteller og restauranter, som er et delindeks i forbrugerprisindekset.

Kilde: Egne beregninger.

I princippet bør estimation af indikatormodeller ske på baggrund af såkaldte realtidsdata, hvor der eksisterer et datasæt for hvert tidsinterval med data, som de så ud på det pågældende tidspunkt. I artiklen anvendes ikke realtidsdata, men blot data, som de foreligger i begyndelsen af 2011. Sondringen mellem realtidsdata og endelige data spiller en større rolle, jo større revisioner indikatorerne typisk er udsat for. Det er specielt relevant for det private forbrug, fordi nationalregnskabet løbende revideres og først betragtes som endeligt efter 3-4 år.

Nogle af indikatorerne kan også være udsat for revisioner efter første offentliggørelse, fx detailomsætning og nyregistrerede personbiler, men disse revisioner er normalt små. Andre indikatorer betragtes som endelige ved første offentliggørelse. Det gælder fx forbrugerforventningerne.

NOWCASTEGENSKABER

For at belyse de omtalte nøgletals værdi som indikatorer for det private forbrug, FCP, er foretaget simple regressioner af typen:

$$\Delta FCP_t = \alpha_1 \cdot \Delta FCP_{t-1} + \dots + \alpha_p \cdot \Delta FCP_{t-p} + \sum_{i=1}^n \beta_0^i \cdot Ind_t^i + \dots + \sum_{i=1}^n \beta_q^i \cdot Ind_{t-q}^i + c + \varepsilon_t \quad (1)$$

hvor c er en konstant, og ε er fejleddet. Foruden de omtalte indikatorer i boks 1 indeholder Ind også en dummy for væksten i dankortomsætningen, så koefficienten til denne ikke påvirkes af, at dankortgebyret i januar og februar 2005 førte til, at omsætningen faldt ekstraordinært meget i det kvartal. Den private forbrugsvækst søges altså i udgangspunktet forklaret ud fra laggede værdier af forbruget, n indikatorer med q lags og en konstant. Frekvensen er kvartalsvis, og indikatorerne er opregnet til kvartalstal ved simple gennemsnit eller totaler af månedstallene afhængigt af den pågældende variabels natur. Indledende estimationer med én indikator inkluderet ad gangen indikerer, at to lags i tilstrækkelig grad opfanger autokorrelationen i det private forbrug.

Fra den generelle model af typen (1) fjernes gradvis insignifikante variable, og modellen estimeres igen. Ved udvælgelsen af den endelige model fokuseres også på forskellige informationskriterier¹, test for reduktion af modellen og tests for fejlspecifikation. I tabel 3 vises resultatet af estimationerne på baggrund af (1) med henholdsvis den samlede forbrugertillid og opsplitning på underkomponenter.

Modellen med den samlede forbrugertillidsindikator kan forklare godt 70 pct. af variationen i den private forbrugsvækst. Af de partielle R^2 , der er et mål for den enkelte variabels bidrag til den samlede forklaring, fremgår det, at antallet af nyregistrerede personbiler til husholdningerne er en vigtig indikator for det private forbrug. Dankortomsætningen, forbrugertilliden med to kvartalers lag, forbruget af visse olieprodukter samt det indenlandske salg i hoteller og restauranter spiller også en rolle i nowcastet.

Koefficienterne har generelt de forventede fortegn. Fx er en stigning i antallet af nyregistrerede personbiler til husholdningerne på 1 pct. ifølge modellen forbundet med et løft i det private forbrug på 0,06 pct. Koefficienten er mindre end bilkøbets andel af det private forbrug i nationalregnskabet, som har været knap 12 pct. i perioden. Der er dog

¹ Konkret ses på Akaikes informationskriterium, AIC, Hannan–Quinns informationskriterium, HQ, og Schwartz' bayesianske informationskriterium, SC eller BIC. Princippet i disse kriterier er, at de afvejer modellens forklaringskraft over for kompleksiteten målt ved antallet af variable. I informationskriterierne indgår et led, som belønner høj forklaringskraft, og et straffed, der er stigende i antallet af regressorer i modellen. Ifølge Verbeek (2004, s. 285), er der en tendens til, at AIC-kriteriet asymptotisk resulterer i overparameteriserede modeller. Derfor fokuseres i mindre grad på AIC, hvis kriterierne giver tvetydige signaler.

REGRESSIONSRESULTATER – NOWCAST

Tabel 3

Højresidevariable	Model 1 Samlet forbrugertillid			Model 2 Opsplittet forbrugertillid		
	Koefficient	Standard- afvigelse	Partiel R ²	Koefficient	Standard- afvigelse	Partiel R ²
Konstant	0,45	0,24	0,08	0,43	0,23	0,08
ΔBIL_t	0,06	0,01	0,40	0,06	0,01	0,42
$\Delta Fdankort_t$	0,20	0,07	0,14	0,20	0,07	0,15
$\Delta Fdankort_{t-1}$	-0,21	0,07	0,15	-0,20	0,07	0,15
$\Delta FSOP_t$	0,12	0,04	0,16	0,14	0,04	0,22
$\Delta FRESHO_{t-1}$	0,15	0,05	0,16	0,16	0,05	0,19
$\Delta CONF_{t-2}$	0,13	0,05	0,14			
$\Delta Anskidag_t$				0,05	0,03	0,07
$\Delta DKøkidag_{t-2}$				0,06	0,02	0,14
Dummy _t	0,13	0,16	0,01	0,05	0,16	0,00
Dummy _{t-1}	0,32	0,15	0,10	0,25	0,14	0,06
R ²		0,73			0,76	
Mean error		-0,51			-0,36	
RMSE		0,70			0,71	
Estimationsperiode	1. kvrt. 1995 – 2. kvrt. 2008			1. kvrt. 1995 – 2. kvrt. 2008		
Out-of-sample	3. kvrt. 2008 – 3. kvrt. 2010			3. kvrt. 2008 – 3. kvrt. 2010		

Anm.: Mean error og Root mean square error, RMSE, er mål for forudsigelsesfejlene. Dummy-variablen sikrer, at dankortgebyret i januar og februar 2005 ikke påvirker koefficienten til dankortomsætningen. Partiel R² er et mål for den enkelte variabels bidrag til den samlede forklaring. Som hovedregel er insignifikante variable (på 5 pct. signifikansniveau) gradvis fjernet fra estimationerne, men konstanterne og dummy-variablene er bibeholdt uanset signifikans. *Anskidag* og *DKøkidag* refererer til henholdsvis vurderingen af fordelagtigheden af anskaffelser af større forbrugsgoder for øjeblikket og vurderingen af Danmarks økonomiske situation i dag sammenlignet med for et år siden.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

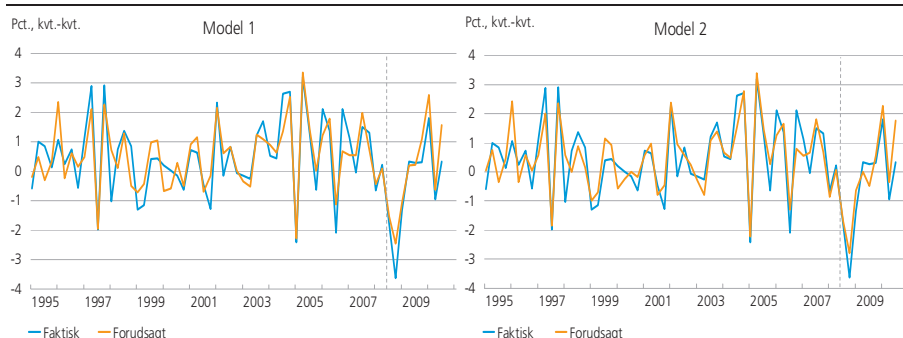
ikke tale om estimation af en identitetsmæssig sammenhæng, idet bl.a. forbrugertilliden og dankortomsætningen også indgår. Man kan derfor ikke forvente, at koefficienten til fx nyregistrerede personbiler svarer til bilkøbets andel af forbruget i nationalregnskabsmæssig forstand.¹ Det positive fortegn til forbruget af visse olieprodukter afspejler formentlig, at variabelen fx opfanger store stigninger i varmemeforbruget i kolde vintre.

Den laggede værdi af det private forbrug optræder ikke signifikant i den endelige model. Det er bemærkelsesværdigt, når man tager den negative autokorrelation i forbrugsvæksten i betragtning, men skyldes formentlig, at både dankortomsætningens og nyregistrerede bilers korrelation med det private forbrug er forholdsvis høj. Koefficienterne til dankortomsætningen og ét kvartals lag heraf er omtrent lige store, men med modsat fortegn. Det kan være et tegn på, at en vis del af den negative autokorrelation i forbruget i indikatormodellen opfanges af udviklingen i dankortomsætningen.

¹ Desuden svarer nyregistrerede personbiler ikke fuldstændigt til forbrugskomponenten bilkøbet (anskaffelse af køretøjer) i nationalregnskabet. Det skyldes til bl.a., at førstnævnte ikke tager højde for sammensætningen af bilkøbet.

FAKTISKE OG FORUDSAGTE VÆRDIER – NOWCAST

Figur 2



Anm.: Figuren til venstre viser forudsigelser fra modellen baseret på den samlede forbrugertillidsindikator, mens figuren til højre viser forudsigelser baseret på den opsplittede model.

Kilde: Danmarks Statistik, Energistyrelsen, Nets og egne beregninger.

Fraværet af laggede værdier af det private forbrug er hensigtsmæssig i det løbende konjunkturarbejde, fordi modellen så er robust over for revisioner af nationalregnskabet. Dermed er resultaterne kun i mindre omfang underlagt problematikken vedrørende realtidsdata, jf. tidligere. Som følge heraf udelades laggede værdier af det private forbrug i de efterfølgende estimationer. Et andet bemærkelsesværdigt resultat er, at detailomsætningen ikke optræder signifikant i estimationen til trods for, at den dækker omtrent en tredjedel af det private forbrug.

Der er ingen indikationer på fejlspecifikation i modellen, og rekursive estimationer viser ingen tegn på ustabilitet i koefficienterne over tid. I evalueringsperioden, 3. kvartal 2008 til 3. kvartal 2010, vurderes den estimerede models evner til at forudsige udviklingen for et kvartal ad gangen. I enkelte kvartaler er der relativt store fejlskøn, men ellers opfanger modellen forbrugsudviklingen ganske godt, jf. figur 2. Der er dog en tendens til, at modellen overvurderer forbrugsvæksten i evalueringsperioden. Den gennemsnitlige forudsigelsesfejl er omtrent 0,5 procentpoint i kvartalet.¹ Det vil sige, at modellen i evalueringsperioden peger på en kvartalsvis vækst, der er omtrent 0,5 procentpoint højere end den gennemsnitlige kvartalsvise forbrugsvækst, som har været -0,5 pct. i perioden.

Den samlede forbrugertillid fremkommer som et simpelt gennemsnit af fem underspørgsmål. To af dem har fremadskuende karakter, og en opsplitning på underkomponenter giver mulighed for at tildele forskellig vægt til underspørgsmålene og laggede værdier heraf. Det er ikke muligt med den samlede tillidsindikator. Tabel 3 viser resultatet af esti-

¹ Vurderingen af modellerne i evalueringsperioden bygger på nationalregnskabstal for det private forbrug, som endnu ikke er endelige. Senere revisioner kan derfor ændre ved indtrykket af modellernes egenskaber i perioden.

REGRESSIONSRESULTATER

Tabel 4

Højresidevariable	Model 3 AR(2)		
	Koefficient	Standard- afvigelse	Partiel R ²
Konstant	0,85	0,20	0,26
ΔFCP_{t-1}	-0,42	0,14	0,16
ΔFCP_{t-2}	-0,26	0,14	0,07
R2		0,17	
Mean error		-1,73	
RMSE		2,57	
Estimationsperiode	1. kv. 1995 – 2. kv. 2008		
Out-of-sample	3. kv. 2008 – 3. kv. 2010		

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

mation af (1) på forbrugertillidens underkomponenter frem for den samlede indikator. Der er estimeret uden laggede værdier i det private forbrug, jf. ovenfor.

En stigning i respondenternes vurdering af landets økonomiske situation i dag sammenlignet med for et år siden er ifølge modellen forbundet med en signifikant højere forbrugsvækst to kvartaler senere. Tilsvarende indikerer en stigning i vurderingen af fordelagtigheden i anskaffelse af større forbrugsgoder for øjeblikket en højere forbrugsvækst i samme kvartal. Det fremgår dog, at det kun medfører en beskedent modelmæssig gevinst at opsplitte på forbrugertillidens underkomponenter. Forklaringskraften er marginalt større, og forudsigelsesfejlene i evalueringsperioden er en anelse mindre systematiske, mens fejlene er omtrent lige store (målt på RMSE). Parameterestimerterne for nyregistrerede personbiler og dankortomsætningen er stort set uændrede i forhold til model 1.

Som en indikation på modellernes bidrag til at forklare den private forbrugsvækst kan man sammenligne med en autoregressiv model (AR-model), som præsenteres i tabel 4. Ved sammenligning med dette benchmark er det tydeligt, at indikatorerne har gode forudsigelsesegenskaber. Forklaringskraften for AR-modellen er markant lavere end for model 1 og 2, og forudsigelsesfejlene er betydeligt større i evalueringsperioden.

FORECASTEGENSKABER

For at vurdere indikatorernes forecastegenskaber estimeres følgende model:

$$\Delta FCP_{t+1} = \sum_{i=1}^n \beta_0^i \cdot Ind_t^i + \dots + \sum_{i=1}^n \beta_q^i \cdot Ind_{t-q}^i + c + \varepsilon_t \quad (2)$$

Når man ønsker at analysere indikatorernes forecastegenskaber, spiller det en væsentlig rolle, hvilken information der er tilgængelig på det pågældende tidspunkt. Hvis man fx i periode t ønsker at forecaste udviklingen i periode $t+1$, kan man i simple regressioner som præsenteret her ikke tillade, at indikatoren for periode $t+1$ er indeholdt i informationsmængden, jf. (2). Ligeledes indeholder (2) ikke laggede værdier af det private forbrug, jf. tidligere.

I estimationerne baseret på (1) er det som forventet især de samtidige indikatorer, der bidrager til at forklare den private forbrugsudvikling. På den baggrund er forventningerne til indikatorernes forecastegenskaber ikke høje. Tabel 5 viser resultaterne af estimation af (2). Der estimeres både på den samlede forbrugertillidsindikator og på dens underkomponenter.

Ligesom i den tilsvarende nowcastmodel opfanger laggede værdier af dankortomsætningen en stor del af dynamikken i det private forbrug, mens en stigning i forbrugertillidsindikatoren antyder fremgang i det private forbrug to kvartaler fremme. Koefficienterne er lidt større end i den tilsvarende nowcastmodel. Det skal ses i lyset af, at informationsmængden nu er mindre. Forecastegenskaberne er som forventet dårligere end nowcastegenskaberne. Det gælder både indikatorernes evne til at beskrive variationen i det private forbrug og deres evne til at forudsige udviklingen i evalueringsperioden, jf. figur 3. I modellen med den samlede forbrugertillid er den gennemsnitlige forudsigelsesfejl omtrent 1,3 procentpoint. Det vil sige, at modellen i evalueringsperioden peger

REGRESSIONSRESULTATER – FORECAST

Tabel 5

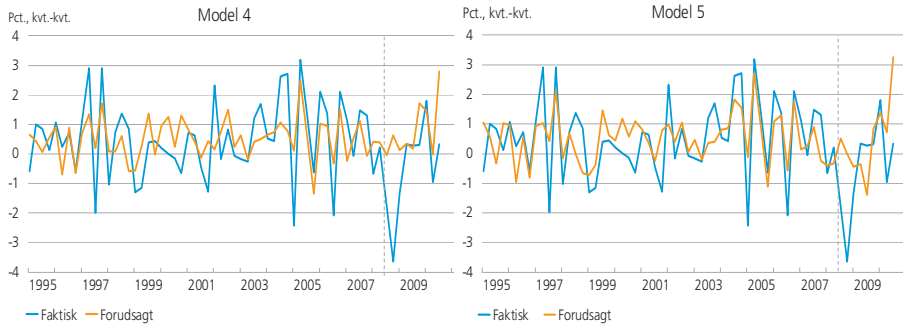
Højresidevariable	Model 4 Samlet forbrugertillid			Model 5 Opsplittet forbrugertillid		
	Koefficient	Standard- afvigelse	Partiel R^2	Koefficient	Standard- afvigelse	Partiel R^2
Konstant	0,74	0,36	0,08	0,77	0,33	0,10
$\Delta Fdankort_{t-1}$	-0,31	0,11	0,14	-0,32	0,10	0,17
$\Delta Fdankort_{t-2}$	0,19	0,11	0,06	0,19	0,10	0,07
$\Delta CONF_{t-2}$	0,19	0,08	0,10			
$\Delta DKøkidag_{t-2}$				0,09	0,03	0,13
$\Delta Famøkidag_{t-1}$				0,22	0,10	0,09
Dummy $_{t-1}$	0,14	0,25	0,01	0,20	0,23	0,02
Dummy $_{t-2}$	-0,49	0,22	0,09	-0,61	0,21	0,15
R^2		0,28			0,38	
Mean error		-1,32			-1,02	
RMSE		1,90			1,95	
Estimationsperiode	1. kv. 1995 – 2. kv. 2008			1. kv. 1995 – 2. kv. 2008		
Out-of-sample	3. kv. 2008 – 3. kv. 2010			3. kv. 2008 – 3. kv. 2010		

Anm.: Se tabel 3. *Famøkidag* angiver vurderingen af familiens økonomiske situation i dag sammenlignet med for et år siden.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

FAKTISKE OG FORUDSAGTE VÆRDIER – FORECAST

Figur 3



Anm.: Figuren til venstre viser forudsigelser fra modellen baseret på den samlede forbrugertillidsindikator, mens figuren til højre viser forudsigelser baseret på den opsplittede model.

Kilde: Danmarks Statistik, Energistyrelsen, Nets og egne beregninger.

på en kvartalsvis vækst i det private forbrug, der i gennemsnit er 1,3 procentpoint højere end den faktiske.

I forecastsammenhæng er der en lille modelmæssig gevinst ved at estimere på den opsplittede forbrugertillid frem for den samlede indikator. Koefficienten til dankortomsætningen og konstanten ændres ikke ved opsplitning, men forklaringskraften stiger lidt. I evalueringsperioden er den gennemsnitlige forudsigelsesfejl en anelse mindre, mens størrelsen på fejlene (målt ved RMSE) er uændret. Der er heller ingen tegn på fejlspecifikation i model 4 og 5, og rekursive estimationer viser, at parameterestimerne er forholdsvis stabile igennem hele estimationsperioden.

AR-modellen præsenteret i tabel 4 kan også benyttes til at forudsige udviklingen et kvartal frem. Ofte vil væksten i det private forbrug i kvartalet før dog ikke være tilgængelig på det tidspunkt, hvor man ønsker at forudsige. I forecasthenseender vil det derfor typisk være nødvendigt at anvende modellens forudsigelse af den laggede vækst i privatforbruget som approksimation for den faktiske. I dette tilfælde betyder det faktisk, at forudsigelsesfejlene falder i evalueringsperioden.

Ved at udelade både samtidige indikatorer og indikatorer fra kvartalet før fås en model til forudsigelse af udviklingen i det private forbrug mere end et kvartal frem. Disse estimationer giver generelt ikke interessante resultater, og forklaringskraften er i almindelighed meget lav. Det kan derfor konkluderes, at man ikke skal gøre sig forhåbninger om at kunne forudsige udviklingen i det private forbrug mere end et kvartal frem ved brug af de her betragtede indikatorer.

Samlet set viser estimationerne, at indikatorerne kan bidrage væsentligt til skønnet på forbrugsudviklingen i det aktuelle kvartal, mens forudsigelsesevnerne herudover er begrænsede. Fælles for både nowcast-

og forecastestimationerne er, at de undervurderer det store fald i det private forbrug i slutningen af 2008. Det skal dog ses i lyset af, at der var tale om et exceptionelt stort fald.

INDIKATORMODELLERNES LØBENDE SIGNALER

Ovenfor er de månedlige indikatorer samlet til kvartalsvis frekvens. Dermed foreligger indikatormodellernes første bud på udviklingen i et givet kvartal i princippet først, når data for kvartalets sidste måned for den mindst rettidige indikator foreligger.

I dette afsnit illustreres, hvordan månedlige indikatorer kan udnyttes til løbende at opdatere modellernes forudsigelser ved hjælp af en simpel fremgangsmåde. Manglende data for evt. resterende måneder i et givet kvartal udfyldes ved flade fremskrivninger af de underliggende sæson-korrigerede månedsserier, inden de aggregeres til kvartaler.¹

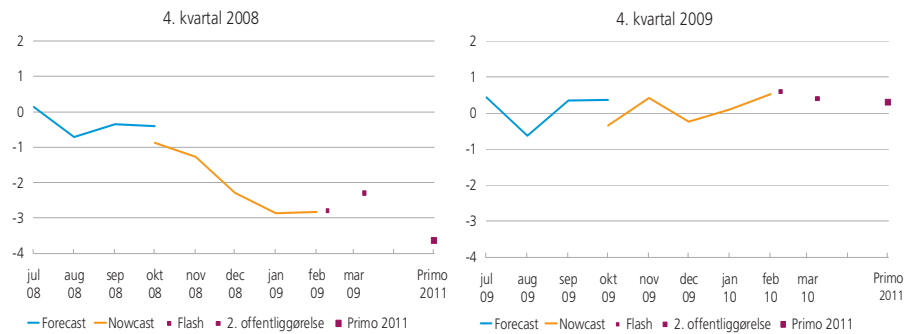
I figur 4 illustreres, hvordan indikatormodellernes skøn på forbrugsudviklingen i henholdsvis 4. kvartal 2008 og 4. kvartal 2009 løbende ændres, efterhånden som data offentliggøres. Illustrationen tager udgangspunkt i model 2 og 5, hvor forbrugertilliden er opsplittet på underkomponenter. Forecastmodellens skøn for 4. kvartal 2008 er meget unøjagtigt, og det forbedres ikke, selv om mere information bliver tilgængelig. Derimod bliver nowcastmodellen her gradvis mere præcis i takt med, at ny data offentliggøres. Den løbende udvidelse af data indikerer ifølge nowcastmodellen entydigt, at nedgangen i det private forbrug var usædvanlig stor. Først i februar foreligger indikatorerne for hele kvartalet, og nowcastmodellens endelige forudsigelse for kvartalet er i dette tilfælde meget tæt på det såkaldte flash-estimat (Danmarks Statistiks første offentliggørelse af nationalregnskabet). Ifølge de reviderede tal var den faktiske nedgang i det private forbrug dog endnu større.

I andre kvartaler ændrer den løbende offentliggørelse af nye data ikke nær så meget ved niveauet på nowcastet. Samtidig bringer mere information ikke altid nowcastet tættere på den faktiske forbrugsudvikling. Figur 4 illustrerer for 4. kvartal 2009, at nowcastmodellen i den ene måned tilsiger et forbrugsfald på knap 0,5 pct., mens nye data i måneden efter indikerer en fremgang på knap 0,5 pct.

¹ Sæsonkorrektionen kan her spille en rolle, idet korrektionsfaktoren ændrer sig, efterhånden som datasættet udvides med flere måneder. Det betyder, at et sæsonkorrigeret tal for en given måned løbende kan undergå ændringer, når dataperioden udvides, selv om den faktiske serie ikke revideres. Der ses bort fra dette tekniske forhold her.

ILLUSTRATION AF LØBENDE SKØN PÅ FORBRUGSVÆKST

Figur 4



Anm.: For hver måned er der konstrueret et datasæt indeholdende den information, der var tilgængelig den 20. i måneden. Herefter er serierne fremskrevet fladt for de resterende måneder i kvartalet. Den blå kurve viser udviklingen i forecastmodellens skøn på forbrugsvæksten i 4. kvartal, efterhånden som 3. kvartal skrider frem. Den gule kurve viser tilsvarende, hvordan nowcastmodellens skøn for 4. kvartal ændres, i takt med at 4. kvartal skrider frem. Punkterne viser vækst i 4. kvartal i henhold til de løbende revisioner af nationalregnskabet. De første nationalregnskabstal for 4. kvartal er normalt tilgængelige ved udgangen af februar.

Kilde: Egne beregninger.

Eksemplerne illustrerer, at der kan være stor forskel på modellernes første bud på forbrugsudviklingen og deres endelige skøn. Samtidig viser de også, at modellerne ikke nødvendigvis bliver mere præcise af, at mere information er tilgængelig.

LITTERATUR

Andersen, Allan Bødskov og Lars Mayland Nielsen (2003), Tillidsindikatorer, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

Barhoumi, Karim, Szilard Benk, Riccardo Cristadoro, Ard Den Reijer, Audrone Jakaitiene, Piotr Jelonek, António Rua, Gerhard Rünstler, Karsten Ruth og Christophe Van Nieuwenhuyze (2008), Short-term forecasting of GDP using large monthly datasets, *ECB Occasional Paper Series*, nr. 84.

Carlsen, Maria og Peter Ejler Storgaard (2010), Dankort payments as a timely indicator of retail sales in Denmark, *Danmarks Nationalbank Working Papers*, nr. 66.

Giannone, Domenico, Lucrezia Reichlin og David Small (2008), Nowcasting: The real-time informational content of macroeconomic data, *Journal of Monetary Economics*, nr. 55.

Kitchen, John og Ralph Monaco (2003), Real-time forecasting in practice, *Business Economics*, oktober.

Robinsonov, Nikolay og Klaus Wohlrabe (2010), Freedom of choice in macroeconomic forecasting, *CESifo Economic Studies*, vol. 56, nr. 2.

Sørensen, Jonas (2010), Konjunkturbarometre som prognoseværktøj, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

Verbeek, Marno (2004), *A guide to modern econometrics*, 2. udgave, John Wiley and Sons, Ltd.

Esteves, Paulo Soares (2009), Are ATM/POS data relevant when nowcasting private consumption?, *Banco de Portugal Working Papers*, nr. 25.

Økonomi- og Erhvervsministeriet, Vækstindikator for dansk økonomi, *Aktuel Analyse*, 22. juni.

Den økonomiske krise i Irland, Island og Letland

Jakob Ekholdt Christensen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Irland, Island og Letland er kommet i voldsomt økonomisk uføre i løbet af de seneste år. Der har været slående lighedstræk mellem de kriseudløsende faktorer i de tre lande. Forud for krisen oplevede de alle en stærk økonomisk vækst, drevet af aggressiv kreditgivning fra bankerne og et boom på ejendomsmarkederne. Det gav sig udslag i stigende økonomiske ubalancer. Landenes banksektorer nåede en størrelse, der var mange gange større end det årlige bruttonationalprodukt, BNP. Landene var derfor meget sårbare, da investorerne mistede tilliden til dem.

De tre lande har søgt det internationale samfund om hjælp til at løse akutte likviditetsproblemer og til at få ryddet op i deres økonomier. Der er således ydet låneprogrammer med bidrag fra Den Internationale Valutafond, IMF, EU og de nordiske lande, herunder Danmark. Alle tre lande er i gang med massive konsolideringsplaner af de offentlige finanser – med direkte stramninger, der nærmer sig eller overstiger 10 pct. af BNP. De tre lande har også alle behov for store forbedringer af konkurrenceevnen, hvilket i Irland og Letland sker gennem et fald i priser og lønninger og behov for en længere periode med meget lave lønstigninger. Bl.a. Letland har også set store produktivitetsstigninger, hvilket er hjælpsomt i genopretningen. Den islandske krone faldt i efteråret 2008 meget kraftigt med omkring 50 pct. For at forhindre yderligere fald og kapitalflugt blev det imødegået med en meget omfattende kapitalkontrol, som har forhindret udlændinge i at trække deres kapital ud og forhindret islændinge i at investere i udlandet. Faldet i valutaen udhulede købekraften, og privatforbruget i Island er derfor faldet med 20-25 pct., mens det reale fald i BNP til gengæld blev afdæmpet af virkningen på konkurrenceevnen. Da valutafaldet virker inflationært, har der ikke i Island været faldende lønninger og priser.

På trods af den hårde økonomiske tilpasning er der tegn på, at der begynder at være fremgang i de tre lande. Den makroøkonomiske situation er stabiliseret, og økonomierne oplever en eksportdrevet vækst. Det

er dog endnu for usikkert at erklære krisen for ovre, og det vil være en stor udfordring for især Irland at fuldføre det omfattende tilpasningsprogram og genvinde investorernes tillid.

ØKONOMISK OPSVING FOR LÅNTE PENGE

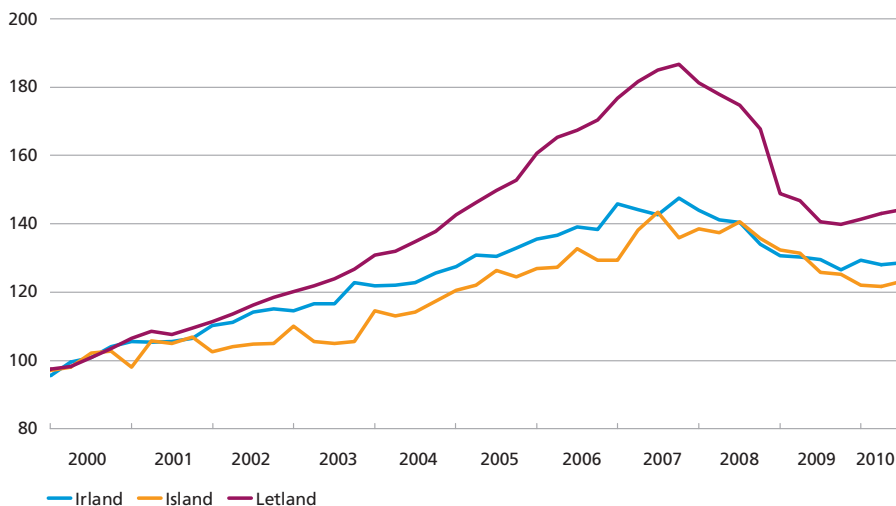
Irland, Island og Letland oplevede høj økonomisk vækst fra begyndelsen af 2000 til den økonomiske afmatning i slutningen af 2007, jf. figur 1. Opsvinget var i høj grad drevet af et voldsomt boom på boligmarkedet, jf. figur 2. I perioden 2001-06 var de årlige stigninger i de nominelle huspriser i gennemsnit 11, 14 og 32 pct. Bygge- og anlægsinvesteringerne steg med 5-8 pct. af landenes BNP fra 2000 til 2007, således at de udgjorde omkring 20 pct. af BNP i 2007, jf. figur 2. I sammenligning udgjorde bygge- og anlægsinvesteringer i Danmark 11,5 pct. af BNP i 2007.

Den høje vækst blev stimuleret af en aggressiv ekspansion i bankernes långivning. De nød godt af den rigelige internationale likviditet, og kreditefterspørgslen blev understøttet af lave (eller negative) realrenter. I Island og Letland var en stor del af lånene udstedt eller indekseret i udenlandsk valuta. Udlånene fra irske og lettiske banker gik primært til bolig- og byggesektorerne. Således steg andelen af boliglån i de irske bankers portefølje fra 40 til 60 pct. i løbet af 2002-06. I Letland var boliglån også en vigtig bestanddel af bankernes låneportefølje, mens de islandske banker primært lånte til holdingselskaber. Denne type lån repræsenterede halvdelen af de islandske bankers udlån i marts 2008.

UDVIKLING I REALT BNP

Figur 1

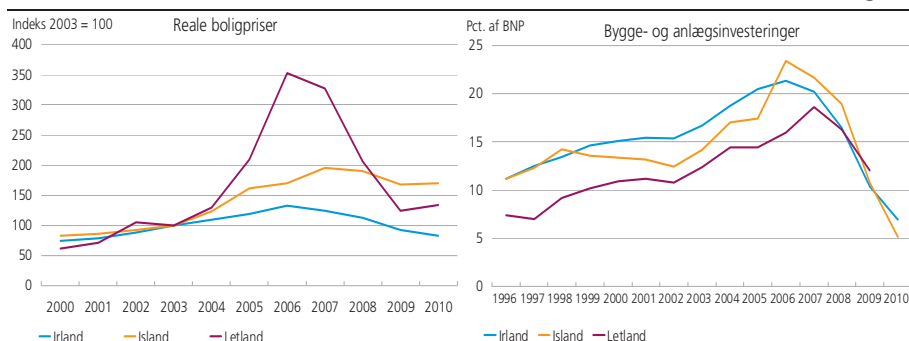
Indeks 2000 = 100



Kilde: Europa-Kommissionens Ameco-database.

BOLIGPRISER OG BYGGE- OG ANLÆGSINVESTETERINGER, 1996-2010

Figur 2



Anm.: Boligpriserne er deflateret med BNP-deflatoren. Boligpriserne for Letland er baseret på priser for en standard lejlighed i Riga. Da priserne blev fastsat i dollar indtil 2005, blev prisudsvingene også i nogen grad påvirket af bevægelser i valutakursen mellem dollar og euro, som den lettiske valuta var bundet fast til. De kraftige prisstigninger i 2004 skyldes ifølge den lettiske centralbank, at ejendomsmæglerne øgede priserne i forbindelse med overgangen til prisnotering i lettiske lats.

Kilde: Nationale statistiske bureauer og Europa-Kommissionens Ameco-database.

Den hastige stigning i lån betød, at bankerne voksede sig meget store i forhold til økonomiernes størrelse. Det var især tilfældet i Irland og Island. Her udgjorde banksektorens aktiver henholdsvis 791 og 681 pct. af landenes BNP i 2008. Væksten i den lettiske banksektor var lidt mere afdæmpet; her nåede sektorens aktiver op på 144 pct. af BNP.

Bankerne finansierede en stor del af deres udlånsvækst med lån fra de internationale kapitalmarkeder. De opbyggede i den forbindelse store indlånsunderskud, som steg til 280, 250 og 220 pct. af indlånene i henholdsvis islandske, lettiske og irske banker i 2008.

Myndighederne brugte ikke makroprudentielle instrumenter til at bremse den hastige udlånsvækst før sent i forløbet. Både i Letland og Island blev reservekravene lempet over for bankerne under opsvinget. I Island fjernede man senere reservekrav over for indskud i bankernes udenlandske afdelinger, jf. Iceland's Special Investigation Committee (2010). Da myndighederne endelig strammede kravene til bankerne, var det for sent, og tiltagene for beskedne til effektivt at vende udviklingen, jf. Honohan mfl. (2010).

Finanspolitikken var heller ikke tilstrækkeligt stram til at modarbejde overophedningen i de tre landes økonomier. Selv om de offentlige finanser blev forbedret og statsgælden mindsket, var den underliggende finanspolitiske balance svag. I Irland steg det strukturelle budgetunderskud fra 2,8 til 7,3 pct. af det potentielle BNP fra 2004 til 2007, ifølge de seneste vurderinger fra IMF (2010). Denne vurdering afspejler en kraftig nedrevision af skønnet for den strukturelle saldo, idet IMF i 2007 vurderede, at der var udsigt til et overskud på struktursaldoen på 0,7 pct. af BNP i 2007. Fejlvurderingen af de offentlige finansers underliggende

stilling må antages at have bidraget til den for lempelige finanspolitik før krisen. I Island blev skatterne sænket, jf. Iceland's Special Investigation Committee (2010). I både Irland og Letland hævede myndighederne de offentlige lønninger og overførselsindkomster, jf. Purfield og Rosenberg (2010) og Regling og Watson (2010). I Irland blev de offentlige indtægter i stigende grad afhængige af beskatning af transaktioner i forbindelse med ejendomshandel. Det var med til at gøre de offentlige finanser sårbare over for afmatningen på boligmarkedet, jf. Kanda (2010).

Den kraftige vækst i økonomierne førte til overophedning. Irland og Island nåede tæt på fuld beskæftigelse, og også i Letland faldt arbejdsløsheden markant. Den lave ledighed gav sig udslag i højere lønninger, som i gennemsnit årligt steg med henholdsvis 8, 11, og 27 pct. i Irland, Island og Letland fra 2004-08. Den høje vækst i både indenlandsk efterspørgsel og lønninger førte til, at inflationen steg og nåede over 10 pct. i både Island og Letland. Virksomhedernes konkurrenceevne blev svækket i takt med, at den reale valutakurs apprecierede, særligt i Irland og Letland. Den islandske krone blev svækket fra begyndelsen af 2006. Den svagere valuta var i nogen grad med til at modvirke, at landets reale valutakurs blev apprecieret. Svækkelsen af den nominelle valutakurs var omvendt med til at øge inflationspresset i økonomien.

Overophedningen medførte stigende eksterne ubalancer. I både Island og Letland voksede betalingsbalanceunderskuddet til over 20 pct. af BNP inden krisens udbrud. Stigningen i det irske underskud til 6 pct. af BNP var mere moderat. Da underskuddene i stigende grad var finansieret af kortfristede udlandslån, steg landenes sårbarhed over for et pludseligt fald i kapitalindstrømningen.

HESTEKUR OG MAGRE ÅR

De tre lande blev allerede ramt af en økonomisk afmatning i slutningen af 2007, inden den verdensomspændende økonomiske krise satte ind i kølvandet på Lehman Brothers' kollaps. De internationale finansieringsvilkår for de tre landes banker blev sværere. Samtidig blev bankerne mere påpasselige med at låne ud til specielt boligsektoren. De underliggende finanspolitiske problemer blev også tydeliggjort af den økonomiske afmatning.

Bankernes likviditetsproblemer blev større efter Lehman Brothers' kollaps, og Island og Letland måtte kort tid efter søge det internationale samfund om hjælp, henholdsvis i oktober og december 2008. Irland prøvede i lang tid at undgå et eksternt hjælpeprogram, men måtte søge IMF og EU om hjælp i december 2010, fordi presset var blevet for stort

efter nye nedskrivninger i banksektoren. De tilførte lånemidler under hjælpeprogrammerne er omfattende og udgør henholdsvis 54, 40, og 33 pct. af Irlands, Islands og Letlands BNP. Danmark bidrager med bilaterale statslån til alle tre hjælpeprogrammer.

Et grundlæggende fokus i landenes økonomiske stabiliseringsprogrammer har været at tackle de store interne og eksterne ubalancer i økonomierne og samtidig tage hånd om de store problemer i de finansielle sektorer. Der har været tre fokusområder: 1. Konsolidering af de offentlige finanser for at få styr på den offentlige gæld. 2. Forbedring af konkurrenceevnen og styrkelse af fundamentet for en eksportdrevet vækst. 3. Oprydning i landenes finansielle sektorer.

På trods af de fælles mål har udmøntningen i den konkrete økonomiske politik været forskellig. Irland og Letland, som har en fast valutakurs, følger et internt devalueringsprogram baseret på en stram finans- og lønpolitik kombineret med strukturreformer og støtte til nødlidende banker. Island følger derimod en strategi baseret på en depreciering af valutakursen, kapitalkontrol og en kraftig slankning af banksektoren. Nedenfor gennemgås hovedelementer i de to typer programmer med særligt henblik på at fremhæve forskelle og ligheder.

Finanspolitisk konsolidering og nedbringelse af gældsbyrderne

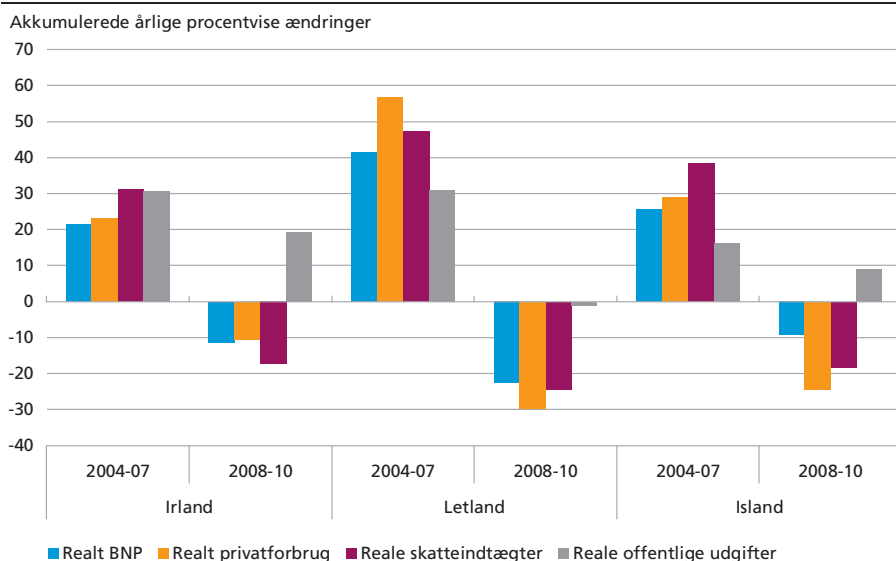
De tre lande oplevede en eksplosiv stigning i budgetunderskuddene og den offentlige gæld efter krisens udbrud.¹ Det skyldtes bl.a. sociale overførsler til den voksende skare af arbejdsløse og udgifter til bankredninger. Budgetterne blev også belastet af den kraftige vækst i de offentlige udgifter, der var gået forud for krisen, jf. figur 3. Endvidere faldt skatteindtægterne næsten lige så hurtigt, som de var steget forud for krisen.

Landene var derfor nødt til at gennemføre en skrap finanspolitisk kur. Siden slutningen af 2008 har Irland, Island og Letland strammet finanspolitikken med henholdsvis 6, 7 og 13 pct. af BNP. Hovedparten af tilpasningen har fundet sted på udgiftssiden, bl.a. ved at reducere de offentlige lønninger, antallet af offentlige ansatte og folkepensionen. I Letland er de offentlige lønninger i gennemsnit blevet reduceret med 25 pct. I alle programmer har der dog været plads til målrettede stimulerende tiltag, især for at afbøde virkningerne af nedskæringer på de mest udsatte grupper.

¹ IMF estimerede, at budgetunderskuddet ville være steget til henholdsvis 13,5 og 20 pct. af BNP i Island og Letland i 2009, hvis ikke regeringerne havde gennemført finanspolitiske stramninger.

OFFENTLIGE UDGIFTER OG INDTÆGTER UNDER OPSVING OG RECESSION

Figur 3

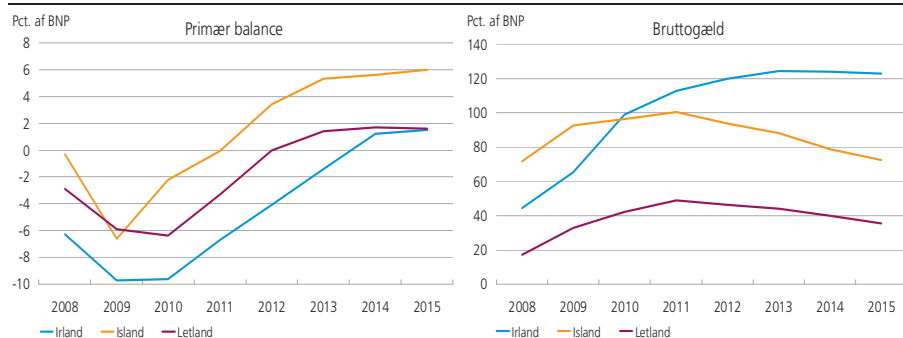


Kilde: Europa-Kommissionens Ameco-database.

De offentlige finanser er dog fortsat tynget af store strukturelle underskud, støtte til nødlidende banker og høj arbejdsløshed. Værst ser det ud for Irland, hvor gælden på trods af betydelige stramninger ventes at stige til over 120 pct. af BNP i 2012, jf. figur 4. Derfor er landet også tvunget til at gennemføre yderligere markante stramninger af finanspolitikken på 9 pct. af BNP over de næste fire år. Herved håber man at kunne nedbringe underskuddet til 3 pct. af BNP i 2013. De to andre lande skal dog stadig gennemføre en betydelig konsolidering for at reducere gælden.

DEN PRIMÆRE OFFENTLIGE BUDGETBALANCE OG BRUTTOGÆLD, 2008-15

Figur 4



Anm.: Den primære balance for Irland ekskluderer støtte til banksektoren på 2,6 og 19,4 pct. af BNP i henholdsvis 2009 og 2010.

Kilde: IMF (2010b), IMF (2010c) og IMF, *World Economic Outlook*, efterår 2010.

Forbedring af konkurrenceevnen og eksportdrevet vækst

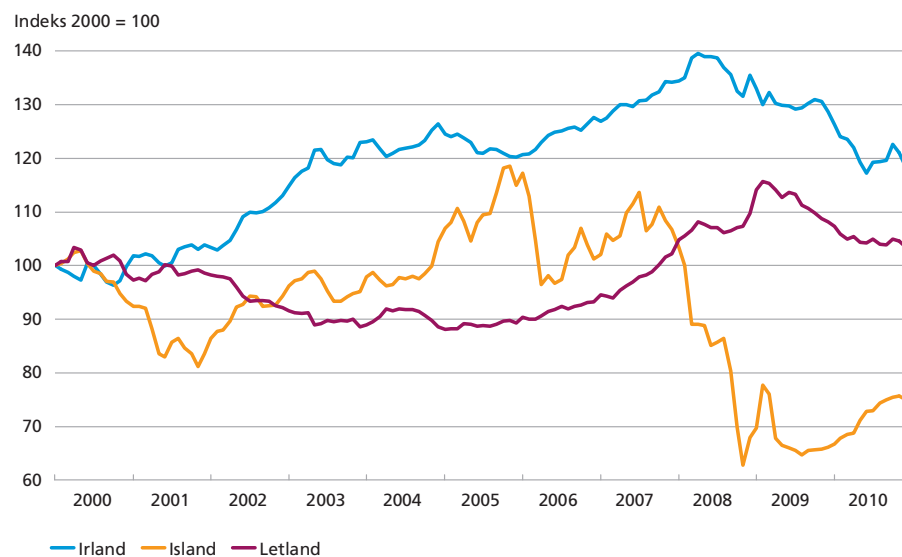
Irland og Letland har forsøgt at styrke konkurrenceevnen gennem en sænkning af de nominelle lønomkostninger. Deres arbejdsmarkeder er præget af en meget høj grad af fleksibilitet i løndannelsen. Det økonomiske tilbageslag har været med til at presse de private lønninger, så enhedslønomkostningerne i Irland og Letland er blevet reduceret med henholdsvis 6 og 15 pct. i perioden 2009-10. Løntilpasningen har fået den reale effektive valutakurs til at depreciere med 15 og 10 pct. i de to lande siden toppunktet i henholdsvis april 2008 og februar 2009, jf. figur 5.

Irland har som en del af euroområdet pr. definition ikke været udsat for valutapres under krisen, og dets høje rentespænd efter krisen skyldes således heller ikke valutakursrisiko, men en markedsbetinget frygt for kreditrisiko. Der kan argumenteres for, at markederne i de første 8-10 år siden indførelsen af euroen nærmest ignorerede kreditrisiko og næsten alene hæftede sig ved, at der ikke længere var en valutakursrisiko ved at investere i statspapirer fra eurolande. Rentspændene til Tyskland var således usædvanligt lave for alle eurolande i denne periode.

Også Letland ønsker hurtigst muligt at deltage i eurosamarbejdet, men har ikke haft mulighed for dette endnu. Landet fører i stedet, som Danmark, fastkurspolitik. Den situation førte til et større pres fra markederne og desuden en del international diskussion og uenighed, om dette var den rette kriseløsningsstrategi for Letland, og nogle iagttagere anbefalede en devaluering. For Letland var det imidlertid afgørende at

UDVIKLING I REAL VALUTAKURS 2000-10

Figur 5



Kilde: Reuters EcoWin.

bevare den faste valutakurs over for euroen. Fastkurssystemet havde i mere end 15 år været fundamentet for at stabilisere økonomien. Myn-dighederne frygtede en række negative konsekvenser af at lade valuta-en falde. For det første ville landet miste troværdigheden om sin valuta-kurspolitik. En devaluering gør det velbegrundet i markederne at for-vente også yderligere devalueringer fremover, med højere rentespænd til følge. For det andet ville en devaluering medføre en kraftig importe-ret inflation, hvilket ville gøre bestræbelserne på løntilbageholdenhed urealistiske og derfor ikke supplere, men erstatte de øvrige elementer i strategien. Hertil kommer, at med en privat nettogæld i udenlandsk valuta på 70 pct. af BNP ville en devaluering medføre et stort og øjeblik-keligt fald i den private sektors nettoformue, hvilket ville virke stærkt kontraktivt. For det tredje ville Letland som et lille land have meget van-skeligt ved at styre sin valutakurs og blive meget følsom over for inter-nationale kapitalbevægelser med uforudsigelige virkninger på valuta og rente. Bevarelsen af fastkurssystemet var den vigtigste forudsætning for at kunne opnå medlemskab af euroen og dermed beskyttelse mod de-stabiliserende kapitalbevægelser.

Letlands strategi blev støttet og påskønnet af ikke mindst EU og de nordiske lande. I tillæg til vurderingen af, hvad der var bedst for Let-land, var der også et ønske om at undgå risikoen for en spredning af valutapresset til de øvrige baltiske lande.

Den islandske krone blev svækket allerede fra slutningen af 2007, hvor det økonomiske tilbageslag begyndte. Den finansielle krise i efteråret 2008 førte til yderligere forringelser af kronekursen, og den nominelle valutakurs nåede en bund i november 2008, hvor den var faldet mere end 50 pct. i forhold til niveauet ved krisens begyndelse. For at imødegå svækkelsen blev pengepolitikken strammet, og der blev indført omfat-tende kapitalkontrol med grænseoverskridende kapitalbevægelser.¹ En-hedslønomkostningerne i indenlandsk valuta er steget en smule i perio-den 2008-10, så alt i alt er konkurrenceevnen målt ud fra den reale valu-takurs forbedret med 34 pct. i forhold til juli 2007, jf. figur 5.

Forbedringen af konkurrenceevnen har afdæmpet faldet i Islands rea-le BNP til ca. 10 pct. fra og med 2008. På trods af den meget større ud-fordring i den finansielle sektor er dette produktionstab ikke større end tabet i hårdt ramte lande i resten af Europa. Til gengæld er levestandar-den blevet forringet synligt af et fald i det private forbrug på over 20 pct., jf. figur 3. Det hænger sammen med, at et kraftigt fald i valutaen gennem forringelser af bytteforholdet udhuler den indenlandske købe-

¹ Restriktioner på både udgående investeringer betød bl.a., at udenlandske investorer har været tvunget til at fastholde deres engagementer i Island. Endvidere har islændingene været nødsaget til at placere deres opsparing i islandske aktiver, herunder statsobligationer.

kraft, men gennem konkurrenceevnevirkningen påvirker eksport- og importmængderne og styrker nettoeksporten.

Oprydningen i landenes finansielle sektorer

I lyset af de meget store banksektorer i Irland og Island er det ikke overraskende, at omfanget af bankkrisen og prisen for oprydningen efter kollapsedet har været større i de to lande end i Letland. I boks 1 gennemgås hovedtrækkene i, hvordan bankkrisen er håndteret i de tre lande. I Island kollapsede de 3 største banker med en samlet markedsandel på 85 pct. I Irland udgør nødlidende banker, som har modtaget støtte fra regeringen, godt tre fjerdedele af banksektoren, jf. Laeven og Valencia (2010). I Letland var det kun to indenlandsk ejede banker, der kollapsede. Den ene var landets næststørste bank. Samlet set havde disse banker en markedsandel på under 20 pct. De store udenlandsk ejede banker blev hjulpet af deres moderbanker.

HÅNTERING AF BANKKRISERNE I IRLAND, ISLAND OG LETLAND

Boks 1

De tre lande har grebet bankkriserne forskelligt an. Forskellene bunder delvis i omfanget af bankkrisen, bankernes eksponering og graden af udenlandsk ejerskab. I Letlands var hovedparten af bankerne på udenlandske hænder, så de fik tilført likviditet fra deres moderbanker og fastholdt deres engagementer, bl.a. efter aftale med regeringen under det europæiske bankkoordineringsinitiativ.

I Island var det ikke muligt at videreføre bankerne på grund af deres størrelse og store udenlandske engagementer. For at slanke banksektoren opsplittede regeringen bankerne i "nye" og "gamle" banker. De nye statsejede banker overtog indenlandske indskud og aktiver og fik efterfølgende tilført kapital af staten. Derved kunne de indenlandske bankaktiviteter fortsætte uden nævneværdige problemer. De "gamle" banker beholdt de udenlandske engagementer. Bankernes resolutionskomiteer har nu til opgave at afvikle konkursboerne. Kaupthing og Glitnir er under nye navne blevet privatiseret i 2009 og 2010. Landsbanki er stadig ejet af staten. Afviklingen af de udenlandske engagementer har reduceret banksektorens størrelse (målt ud fra de samlede aktiver) fra 700 til 200 pct. af BNP, jf. figur 6. Afviklingen af de udenlandske engagementer har tilsvarende reduceret den islandske udlandsgæld.

Afviklingen af de udenlandske engagementer har dog langt fra været problemfri. For det første indførte de islandske myndigheder en nødlov, som ændrede prioritetsrækkefølgen, så indskydere stod foran udenlandske investorer i afviklingen af konkursboet. For det andet er indskydere i udenlandske filialer af islandske banker, vigtigst i Storbritannien og Holland, dækket af den indskydergaranti på 20.000 euro som følger af EU's indskydergarantidirektiv, og som Island har tilsluttet sig gennem aftalen inden for EEA (European Economic Association, som ud over EU omfatter Island, Liechtenstein, Norge og Schweiz). Efter et langt forhandlingsforløb – den såkaldte Icesave-sag – er Island, Storbritannien og Holland nået til enighed om vilkårene for at refundere de britiske og hollandske udlæg til garantien i efteråret 2008. Aftalen er sendt til folkeafstemning i Island.

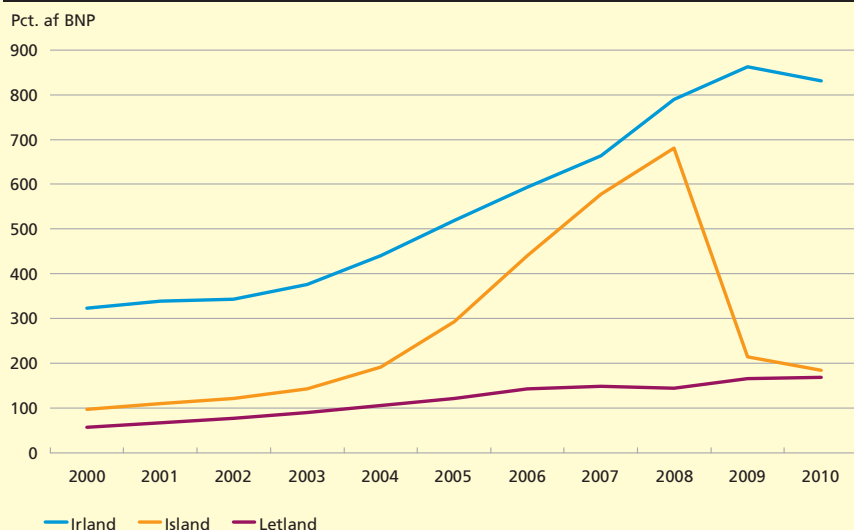
FORTSAT

Boks 1

Problemerne i de irske banker skyldes primært deres store eksponering over for boligmarkedet og et stort indlånsunderskud, der gjorde dem sårbare, hvis de ikke kunne refinansiere deres lån på de internationale kapitalmarkeder. Regeringen har holdt bankerne i live gennem kapitalindsud, der beløb sig til 45 mia. euro i 2009-10. Samtidig har staten oprettet et selskab til at forvalte bankernes dårlige aktiver (National Assets Management Agency, NAMA). Selskabet havde ved udgangen af 2010 overtaget dårlige aktiver fra bankerne svarende til 71,2 mia. euro med en gennemsnitlig nedskrivning på 58 pct., jf. National Assets Management Agency (2010). Likviditetsproblemerne er blevet afhjulpnet af statslige garantier af bankernes passiver, adgang til ECB's likviditetsfaciliteter og likviditetskrisestøtte fra den irske centralbank. Indtil videre har strategien ikke reduceret den irske banksektor nævneværdigt. Konsolideringen i banksektoren ventes at tage fart som en del af IMF/EU-hjælpeprogrammet, herunder gennem frasalg af bankernes udenlandske aktiver.

UDVIKLING I BANKERNES AKTIVER, 2000-10

Figur 6



Anm.: BNP for 2010 er baseret på skøn fra IMF, *World Economic Outlook*, efterår 2010.

Kilde: Reuters EcoWin, IMF, *World Economic Outlook*, efterår 2010, og nationale tilsynsmyndigheder.

Bankkrisen har medført en stor belastning for de offentlige budgetter i Irland og Island. For Irlands vedkommende har offentlige kapitalindsud i banksektoren beløbet sig til 45 mia. euro i 2009-10, svarende til godt 22 pct. af BNP, jf. IMF (2010b). For Island har krisen indtil videre krævet et beløb svarende til 22 pct. af BNP i statslige kapitaltilførsler og godtgørelse af statsgarantier i forhold til indskydergarantiordningen, jf. IMF (2010c).¹ I Letland har regningen været markant mindre og beløber sig til 10 pct. af BNP i perioden 2008-11, jf. IMF (2010a).

¹ Selv om beløbet er højt, er det betydeligt under de første estimater, som skønnede bruttoomkostningerne ved bankredningerne til 83 pct. af BNP, jf. IMF (2008).

Landenes banksektorer har stadig store problemer med misligholdte lån. I Irland og Letland og udgjorde de henholdsvis 13 og 19 pct. af bankernes samlede låneportefølje i henholdsvis august og december 2010. I Island var 40 pct. af udlånene til virksomhederne i restance i august 2010.

Der er således stadig store gældsproblemer i den private sektor. Det er derfor et centralt tema i landene at få omlagt den private gæld. I Island nåede regeringen, bankerne og pensionskasserne i efteråret frem til en aftale, som sigter mod at lette gældsbyrden for boligejere. Dermed får de mest forgældede af dem mulighed for at reducere deres lån til 110 pct. af værdien af deres hus. Andre udvalgte låntagere kan på frivillig basis få reduceret deres lån til 100 pct. af husets værdi. Bankerne har samtidig indvilget i at sænke renten for udvalgte boligejere de næste to år. IMF (2010c) skønner, at bankernes indtjening vil falde med 10 pct. som følge af lavere renteindtægter, men det vil ikke påvirke bankernes solvens nævneværdigt. I Irland og Letland sker omlægningen af gælden på mere frivillig basis.

Økonomiske udsigter 2011-15

Der er tegn på, at to års hårde reformer er begyndt at bære frugt i Island og Letland. Tilliden til økonomierne er ved at vende tilbage. Det ses af faldende risikopræmier og rentespænd. For Islands vedkommende er det dog stadig uklart, hvorledes private investorer vil reagere, når restriktionerne på kapitalbevægelserne lempes. Tilliden til den irske økonomi er svækket af bekymring for yderligere tab i den finansielle sektor og voksende gældsproblemer. Hjælpeprogrammet med IMF og EU-landene har endnu ikke overbevist investorerne om, at Irland kan stoppe den onde spiral mellem den finansielle sektor og de offentlige finanser.

Selv om landene oplever et spædt opsving, forventes krisen at trække lange skygger over deres økonomier i mange år. De internationale organisationer forventer, at væksten vil forblive moderat frem til 2015. Vækstudsigterne er stærkest for Letland efterfulgt af Island og til sidst Irland. Den indenlandske efterspørgsel vil være tynget af høje gældsbyrder og behov for fortsat finanspolitisk konsolidering.¹ Fundamentet for en eksportdrevet vækst er dog til stede. Økonomierne har allerede formået at genvinde noget af den tabte konkurrenceevne, men fortsat løntilbageholdenhed og strukturreformer er påkrævet for at forbedre eksportpotentialer, jf. IMF (2010).

¹ For Letlands vedkommende har Herzberg (2010) estimeret, at husholdningernes gældsefterslæb indtil videre har reduceret det private forbrug og BNP med 3 pct. Virksomhedernes høje gæld har mindsket deres investeringer og betydet et fald i BNP på 4 pct.

LÆREN AF DEN ØKONOMISKE KRISE

Den finansielle og økonomiske krise har haft en meget høj pris for de tre lande. De har mistet fem års økonomisk vækst. Med andre ord er BNP tilbage på samme niveau som i 2005. Et rekordhøjt antal personer er blevet arbejdsløse. Bankredningerne har været en dyr affære for skatteyderne. Samtidig har landene måttet acceptere barske tilpasningsprogrammer, langt hen ad vejen dikteret af udenlandske institutioner.

Krisen har naturligvis sat gang i selvransagelse i landene for at finde ud af, hvorfor det gik så galt, og hvordan en lignende situation kan undgås i fremtiden. Landene har nedsat kommissioner til at undersøge disse spørgsmål (Regling og Watson-rapporten om Irland og den særlige undersøgelseskommision i Island). Læren er i stort omfang den samme i de tre lande. For det første, at en kraftig overophedning af økonomien efterfølgende giver anledning til dybe økonomiske kriser og et hårdt tilpasningsforløb. Der er ingen lette veje ud af en sådan krise, som uanset krisehåndteringen medfører negative konsekvenser for levestandarden og behov for langvarige finanspolitiske konsolideringsprogrammer. Det internationale samfund kan bidrage til, at økonomierne ikke bryder helt sammen, men den grundlæggende genopretning kan kun håndteres nationalt. Derfor er der behov for, at myndighederne udviser større årvågenhed over for makroøkonomiske advarselssignaler og herunder er opmærksomme på, om væksten er baseret på en uholdbar gældsstiftelse. Det står klart, at finanspolitiske og makroprudentielle redskaber skulle have været brugt mere aktivt for at bremse overophedningen og den kraftige vækst i kreditgivningen.

For det andet er der betydelige risici forbundet med at lade den finansielle sektor vokse sig meget stor i forhold til økonomiens størrelse. Erfaringer fra Irland og Island viser, at regningen kan blive meget stor både for de offentlige finanser men også økonomien som helhed, hvis bankerne kommer i problemer.

For det tredje er det vigtigt at få skabt de rette incitamentsstrukturer i banksektoren og samtidig styrke tilsynet med bankerne. Det kræver, at der tilføres tilstrækkelige resurser og kompetencer, og at der bliver et bedre og tættere samarbejde mellem forskellige institutioner, der har til opgave at føre tilsyn med bankerne.

LITTERATUR

Herzberg, Valerie (2010), Assessing the risk of private sector debt overhang in the Baltic countries, *IMF Working Papers*, nr. 250.

Honohan mfl. (2010), The Irish banking crisis and regulatory and financial stability policy 2003-2008 – A report to the Minister for Finance by the Governor of the Central Bank.

Iceland's Special Investigation Commission (2010), rapport.

IMF (2008), Iceland: Request for stand-by arrangement – Staff report, *Country Report*, nr. 362.

IMF (2010a), Republic of Latvia: Third review under the stand-by arrangement and financing assurances review, request for rephrasing of purchases under the arrangement and request for waiver of applicability of performance criteria, *Country Report*, nr. 357.

IMF (2010b), Ireland: Request for an extended arrangement – Staff report, *Country Report*, nr. 366.

IMF (2010c), Iceland: Fourth review under the stand-by arrangement – Staff report", *Country Report*, nr. 243.

Kanda, Daniel (2010), Asset booms and structural fiscal positions: The case of Ireland, *IMF Working Papers*, nr. 57.

Laeven, Luc og Fabian Valencia (2010), Resolution of banking crises: The good, the bad, and the ugly, *IMF Working Papers*, nr. 146.

National Assets Management Agency (2010), NAMA Chairman progress report, Ireland.

Purfield, Catriona og Christoph Rosenberg (2010), Adjustment under a currency peg: Estonia, Latvia and Lithuania during the global financial crisis 2008-09. *IMF Working Papers*, nr. 213.

Regling, Klaus og Max Watson (2010), A preliminary report on the sources of Ireland's banking crisis.

Seðlabanki Íslands (2010), *Financial stability*, nr. 2.

En fortælling om to danske bankkriser

Kim Abildgren, Økonomisk Afdeling og Jens Thomsen, tidligere nationalbankdirektør

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

I denne artikel foretages en sammenligning af kriserne i dansk økonomi i årene 1987-93 og 2008-10.

En væsentlig forskel mellem de to kriser vedrører de eksterne forhold. De senere års økonomiske krise har stort set været verdensomspændende, mens der i det meste af perioden 1987-93 var solid fremgang på de danske eksportmarkeder.

En anden central forskel har været, at økonomiens udgangspunkt målt på både betalingsbalance, udlandsgæld, offentlig gæld og arbejdsmarkedet var meget stærkere i det seneste årti end i 1980'erne.

Fælles for de to kriser var en forudgående overophedning af den danske økonomi og stærkt stigende ejendomspriser, mens der var forskelle i den førte finanspolitik. I årene umiddelbart forud for de seneste års finanskriser medvirkede en lempelig finanspolitik til at forstærke overophedningen af økonomien. I midten af 1980'erne bidrog en stram finanspolitik derimod til at reducere overudnyttelsen af produktionsressourcerne.

I begge kriser nåede konkurserne i erhvervslivet høje niveauer, mens husholdningerne blev hårdere ramt i begyndelsen af 1990'erne end under den seneste krise. Det skal ses i lyset af, at niveauet for renter og ledighed de senere år har været lavere end i begyndelsen af 1990'erne.

Banksystemet blev mærkbart ramt under begge kriser, mens realkreditsektoren slap lettere igennem. Til gengæld var der store forskelle mellem de to kriser med hensyn til omfanget af offentlige støtteindgreb til sikring af den finansielle stabilitet. På trods af det stærkere samfundsøkonomiske udgangspunkt var behovet for offentlig støtte meget større og bredere i den seneste krise. Ud over det langt hurtigere tilbageslag skyldes det efter alt at dømme mere lempelige kapitalkrav og færre hensættelser.

I begge kriser havde mange af de pengeinstitutter, der måtte ophøre som selvstændige virksomheder, haft en meget stærk udlånsvækst, en høj andel af ejendomsrelaterede engagementer og forholdsvis mange store engagementer.

Krisen 1987-93 gav kun anledning til mindre justeringer i den lovmæssige regulering af det finansielle system. Det skal ses i lyset af, at en mindre del af problemerne udsprang direkte fra den finansielle sektor. Der er derimod meget, som tyder på, at ændringerne af reguleringen af den finansielle sektor i kølvandet på de seneste års finanskriser bliver betydeligt mere omfattende. Det skal ses på baggrund af, at finanskrisen denne gang har været verdensomspændende og haft systemisk karakter, samt at omfanget af offentlige støtteindgreb har været meget massive.

SAMFUNDSØKONOMISK BAGGRUND

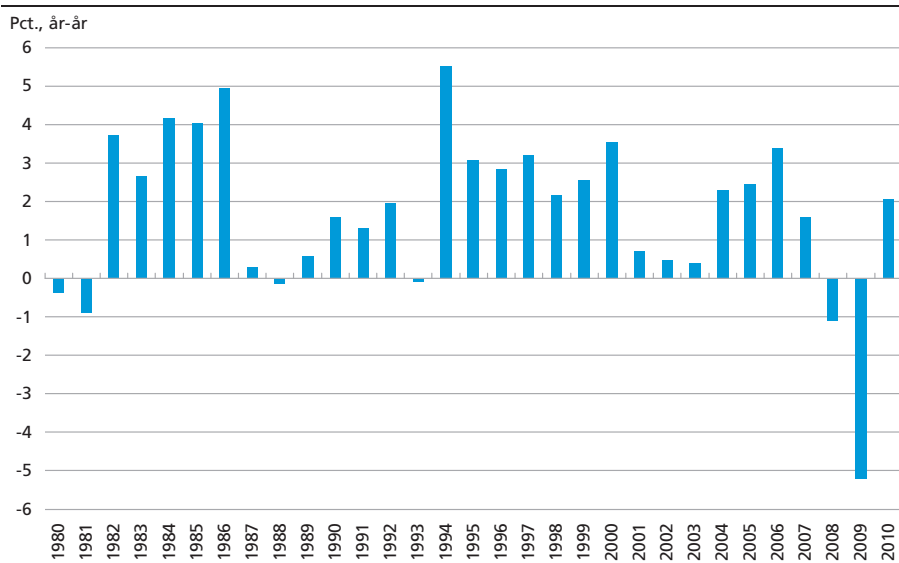
Årene 1987-93 var en usædvanligt lang periode med lav vækst og stigende ledighed i den danske økonomi, som afløste fem år med ganske kraftig konjunkturfremgang og overophedning af økonomien, jf. figur 1.

Vurderet ud fra de sæsonkorrigerede kvartalsvise nationalregnskaber skete omslaget i økonomien allerede i begyndelsen af 1986 og dermed før Kartoffelkuren i oktober 1986, som bl.a. indførte en forbrugsrenteafgift (som dog hurtigt blev ophævet igen) og en opstramning af reglerne for boligfinansiering for at modvirke et hastigt stigende underskud på betalingsbalancen.

Overgangen til en konsekvent fastkurspolitik i 1982 og afskaffelse af den automatiske dyrtidsregulering reducerede devaluerings- og inflationsforventningerne i løbet af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne.

REALVÆKST I BRUTTONATIONALPRODUKT

Figur 1



Kilde: Danmarks Statistik.

Men det ledsagende rentefald igangsatte også en kraftig højkonjunktur. Da udgangspunktet var en meget gældsæt økonomi, store betalingsbalancunderskud og et strukturelt svagt arbejdsmarked, var det nødvendigt med kraftige forbedringer af de offentlige finanser og incitamenterne til privat opsparring. Den nødvendige tilpasningsperiode blev lang, men skabte også et fundament for dansk økonomis senere styrke og tilliden til fastkurspolitikken. Med en omfattende skattereform blev rentefradragets skattemæssige værdi reduceret væsentligt med virkning fra 1987, jf. Callesen mfl. (2008) samt Gaard og Kieler (2005). Realrenten efter skat, som fra begyndelsen af 1970'erne og frem til midten af 1980'erne havde været negativ, blev nu positiv. Det gav en tiltrængt forbedring af incitamentsstrukturen i økonomien i en opsparingsfremmende retning, men på kort sigt lagde det en dæmper på forbrug og boliginvesteringer.

Endelig betød overophedningen af økonomien i midten af 1980'erne, at der ved overenskomstforhandlingerne i 1987 blev aftalt høje lønstigninger (tæt på 10 pct. i 1987). Det indebar en så kraftig forværring af eksporterhvervenes konkurrenceevne, så regeringen sidst på året måtte gribe ind med en omlægning af arbejdsgiverafgifterne.

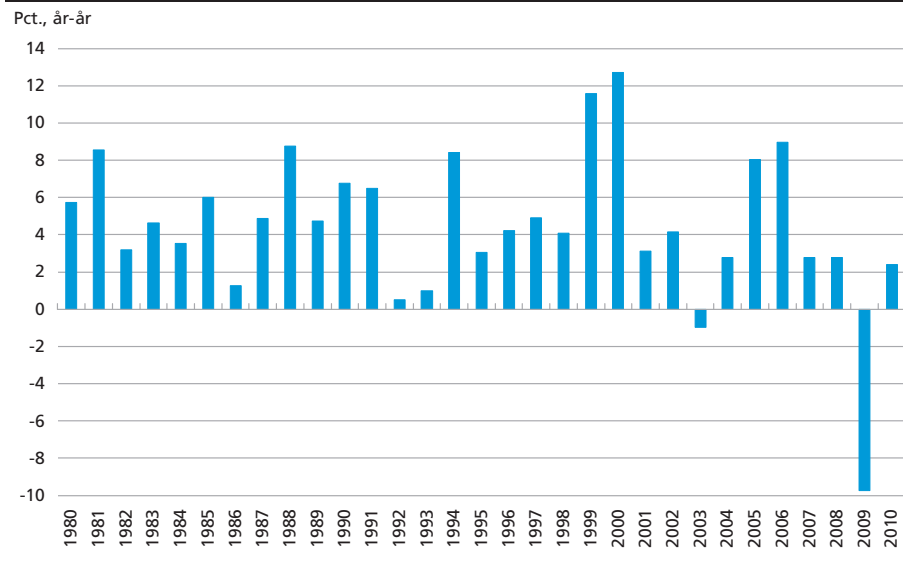
Den lave vækst i den danske økonomi i anden halvdel af 1980'erne kan derimod ikke tilskrives konjunkturerne i udlandet. Der var i disse år en solid fremgang på de danske eksportmarkeder, og i begyndelsen af 1990'erne blev den danske eksport yderligere understøttet af høj vækst i Tyskland umiddelbart efter genforeningen af Øst- og Vesttyskland. Det var først i 1992/93, at konjunkturuomsvinget i den europæiske økonomi lagde en betydelig dæmper på den danske eksportvækst, jf. figur 2.¹

De seneste års økonomiske tilbagegang har i modsætning til årene 1987-93 i høj grad haft rod i den internationale økonomi. I løbet af 2008 blev verdensøkonomien ramt af det kraftigste tilbageslag i fredstid siden den store depression i 1930'erne, og grunden var en kombination af makroøkonomisk overophedning og finansmarkeder, der var løbet ud af kontrol. Den udløsende faktor bag krisen var uroen på de amerikanske finansielle markeder som følge af nedturen på det amerikanske boligmarked, der i 2. halvår 2007 bredte sig til de finansielle markeder i Europa, jf. Bech og Berg (2009). Amerikanske boliglån til mindre kreditværdige boligejere (subprime-lån) var blevet "ompakket" som underliggende aktiver i forskellige typer af strukturerede obligationer og derefter solgt til banker og investorer verden over. Da tabene på disse lån begyndte at vise sig, var der stor usikkerhed om, hvilke banker der havde denne type af obligationer i deres portefølje, og som derfor kunne

¹ Det tyske genforeningsboom i begyndelsen af 1990'erne indebar dog ligeledes en efter tyske forhold relativt høj inflation og dermed et relativt højt renteniveau, som via fastkurspolitikken havde betydning for renteniveauet i Danmark.

REALVÆKST I EKSPORTEN AF VARER OG TJENESTER

Figur 2



Kilde: Danmarks Statistik.

risikere tab. Det førte til, at banker i såvel USA som Europa blev uvillige til at udlåne likviditet på usikret basis til hinanden med det resultat, at en stor del af handlen på pengemarkederne gik mere eller mindre i stå. Endvidere blev det klart for de finansielle virksomheder, at deres samlede gearing og eksponering var blevet alt for stor.

I første omgang var der tale om en likviditetskrise for banksystemet, men i løbet af 2008 blev det klart, at tabene hos flere af verdens store finansielle virksomheder var så voldsomme, at solvensen og den finansielle stabilitet var truet. I september 2008 måtte de amerikanske myndigheder overtage kontrollen med to store realkreditinstitutter, Fannie Mae og Freddie Mac, og forsikringsselskabet AIG, mens investeringsbanken Lehman Brothers gik konkurs. Det forstærkede det globale skred i tilliden til det finansielle system. Centralbanker og regeringer verden over måtte gennemføre en lang række støttetiltag for at forhindre en nedsmeltning af det finansielle system.

I Danmark blev faldet i det reale bruttonationalprodukt, BNP, på ca. 5 pct. i 2009, hvilket var det hastigste tilbageslag siden afslutningen af 2. Verdenskrig. Væksten i 2009 blev omkring 6 procentpoint lavere end skønnet i Nationalbankens forårsprognose fra 1. kvartal 2008. Omkring to tredjedele af det uventede store fald i det reale BNP i 2009 kan henføres til lavere vækst på eksportmarkederne, jf. Spange (2010).

Dansk økonomi var dog inde i en afmatningsfase, allerede inden den globale finanskrisen for alvor tog til i 2008. I 4. kvartal 2007 var der et

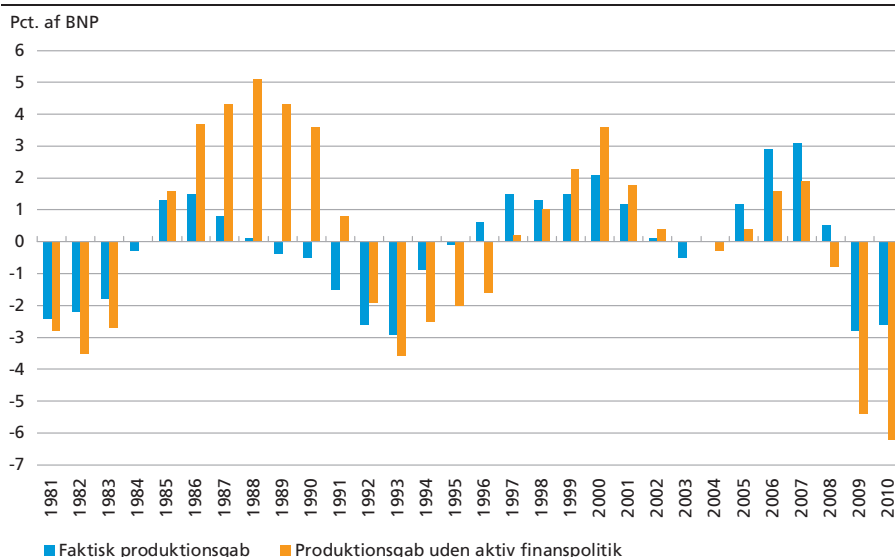
fald i såvel boligpriser som det sæsonkorrigerede kvartalsvise reale BNP. Vendingen i dansk økonomi forud for finanskrisen kom efter flere år med kraftig højkonjunktur og overudnyttelse af produktionsressourcerne.

Kapacitetspresset i den danske økonomi forud for finanskrisen i 2008 kan illustreres med det såkaldte produktionsgab, hvor det faktiske reale BNP sættes i forhold til det potentielle reale BNP, dvs. et skøn for, hvor meget der kan produceres, uden at der skabes pres på arbejdsmarkedet, jf. figur 3. Målt på denne vis kørte økonomien over kapacitetsgrænsen i årene 2005-07. En lempelig finanspolitik bidrog til at forstærke overophedningen af økonomien og presset på arbejdsmarkedet i disse år. I sammenligning hermed bidrog den stramme finanspolitik i midten af 1980'erne til at begrænse overophedningen af økonomien.

Den danske industris lønkonkurrenceevne er gradvis blevet svækket siden midten af 1990'erne som følge af højere lønstigninger pr. produceret enhed end i udlandet. På trods heraf har der de seneste godt ti år været et solidt overskud på betalingsbalancens løbende poster, jf. figur 4. Det skyldes ikke mindst en kraftig forbedring af nettorenteindtægterne, delvis i takt med vendingen af udlandsgælden til positive nettofordringer. Det kan også henføres til en høj vækst på Danmarks eksportmarkeder, en stærk stigning i værdien af olie- og gasproduktionen i Nordsøen samt en væsentlig udvidelse af handelsflåden. Udviklingen i betalingsbalancen under den seneste overophedning af økonomien ad-

PRODUKTIONSGAB MED OG UDEN AKTIV FINANSPOLITIK

Figur 3

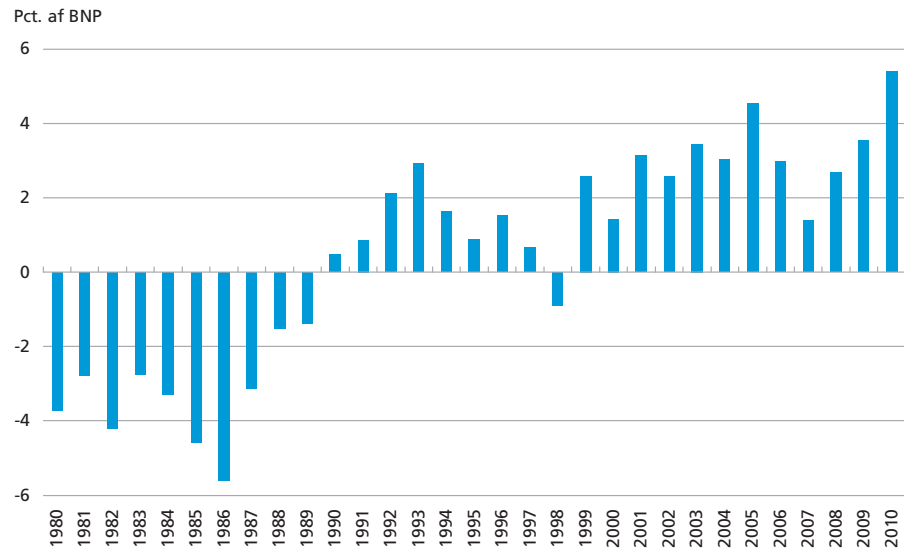


Anm.: Produktionsgab uden aktiv finanspolitik er beregnet ved at rense det faktiske produktionsgab for finanspolitikens flerårige effekt på det reale BNP.

Kilde: Finansministeriet og Danmarks Nationalbank.

SALDO PÅ BETALINGSBALANCENS LØBENDE POSTER

Figur 4



Anm.: Opgjort som nationalregnskabets nettofordringserhvervelse over for udlandet.
Kilde: Danmarks Statistik.

skiller sig dermed fra situationen i midten af 1980'erne, hvor der som nævnt blev gennemført kontraktive politiske indgreb netop som følge af problemer med betalingsbalancen.

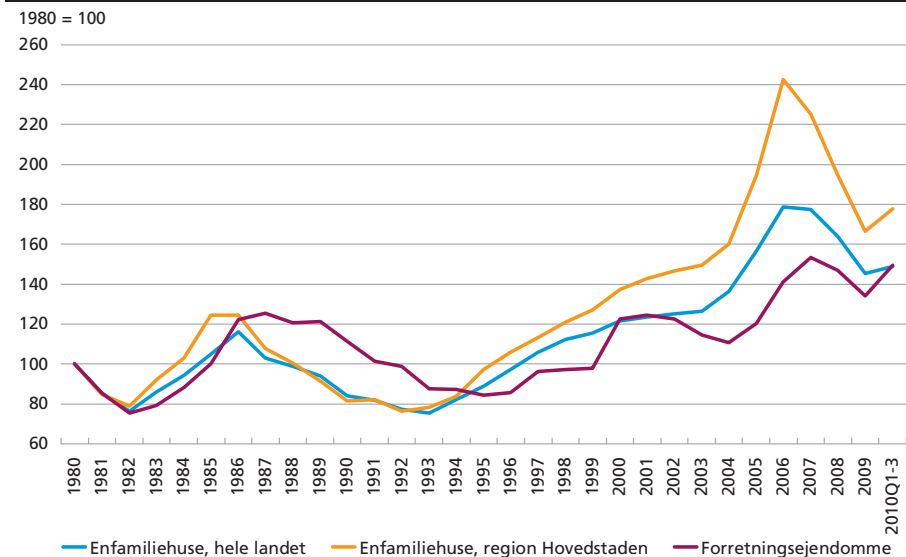
Det er erfaringen i såvel Danmark som andre lande, at der under stærke konjunkturopsving kan opbygges ubalancer i økonomien, som efterfølgende må udlignes, jf. Pedersen og Sørensen (2009). I den første halvdel af 1980'erne var der over en kort årrække en kraftig stigning i ejendomspriserne set i forhold til udviklingen i byggeomkostningerne, jf. figur 5. Årene forud for den seneste finanskriser har ligeledes været præget af kraftigt stigende ejendomspriser. En del pengeinstitutternes udlån sker mod sikkerhed i ejendomme, og begge kriser har været præget af betydelige nedskrivninger i pengeinstitutter med store ejendomsrelaterede engagementer i takt med vendingen i ejendomspriserne. Husprisudviklingen er nærmere analyseret i Dam mfl. (2011).

BANKKRAK OG KREDITEKSPANSION

Efter mellemkrigstidens mange banksammenbrud var perioden fra afslutningen af 2. Verdenskrig og frem til begyndelsen af 1980'erne karakteriseret ved udpræget ro i den danske banksektor. Det var samtidig en periode, hvor kreditrationering og valutakontrol var centrale instrumenter i den økonomiske politik, jf. Abildgren (2009) og Østrup (2008).

INDEKS FOR EJENDOMSPRISER I FORHOLD TIL BYGGEOMKOSTNINGER

Figur 5



Anm.: Som indikator for byggeomkostninger er anvendt prisdeflatoren for boliginvesteringer. Før 2006 er anvendt prisudviklingen for enfamiliehuse i alle kommuner i Københavns amt som udtryk for prisudviklingen i region Hovedstaden. Prisudviklingen for forretningsejendomme, som dækker rene forretningsejendomme, bør erfaringsmæssigt tolkes med varsomhed grundet relativt få handler.

Kilde: Danmarks Statistik og SKAT.

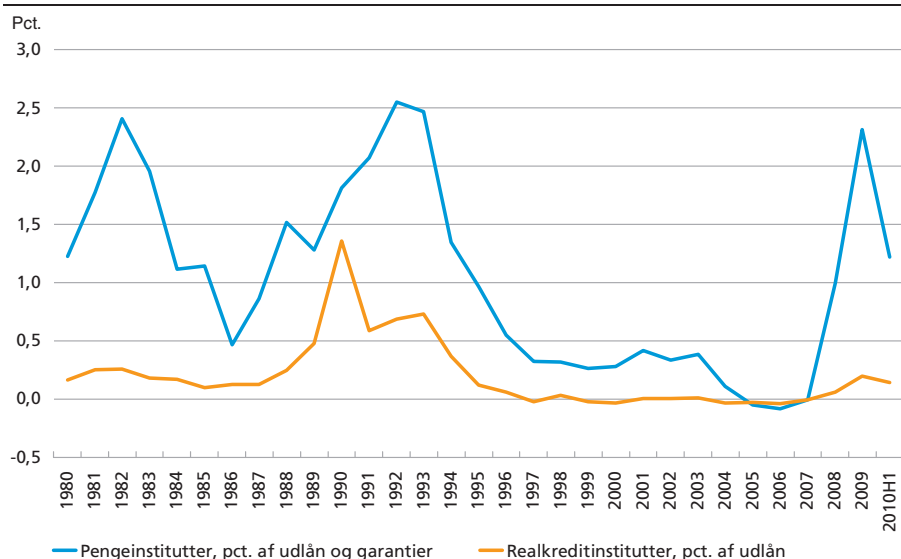
I slutningen af 1984 kom landets syvendestørste pengeinstitut, Kronebanken, i krise, og årene frem til midten af 1990'erne var præget af krise i en lang række institutter. 102 pengeinstitutter ophørte i perioden 1985-95, heraf 52 som følge af vanskeligheder, jf. Mølgaard (2003). Der var dog primært tale om mindre og enkelte mellemstore institutter, og ofte var andre pengeinstitutters overtagelse af de kriseramte institutter en del af løsningen. Nationalbanken og staten blev direkte inddraget i at finde løsninger for nogle få pengeinstitutter i problemer med redningen af Varde Bank – landets niendestørste pengeinstitut – som det største i 1992/93.

I slutningen af 1980'erne og især i begyndelsen af 1990'erne oplevede Norge, Sverige og Finland egentlige systemkriser, hvor væsentlige dele af banksektoren kom i vanskeligheder, herunder flere af de store landsdækkende banker. I sammenligning med de øvrige nordiske lande slap det danske finansielle system betydeligt lettere gennem kriseårene 1987-93 trods store nedskrivninger i pengeinstitutterne, jf. figur 6. Det må tilskrives flere forskellige faktorer, jf. Økonomiministeriet (1994), Vastrup (2009) og Abildgren mfl. (2010).

Liberaliseringen af den finansielle sektor i Danmark havde gennem 1970'erne og 1980'erne været en gradvis proces, som havde givet sektoren den nødvendige tid til at forbedre deres risikostyringssystemer og

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERS NEDSKRIVNINGER

Figur 6



Anm.: Fra og med 2005 foretages pengeinstitutternes nedskrivninger (tab og hensættelser) på udlån ikke længere på baggrund af en sandsynliggjort risiko for tab efter et forsigtighedsprincip. I stedet foretages nedskrivning af udlån efter et neutralitetsprincip, hvor der forud for nedskrivningen skal være indtruffet en objektiv indikation på en værdiforringelse. I 1990 blev principperne for realkreditinstitutternes nedskrivninger omlagt, så der fremover skulle foretages hensættelser for sandsynlige tab og ikke bare for sikre tab. En del af hensættelserne i 1990 vedrører derfor principielt set tidligere år. Negative tal for nedskrivninger er udtryk for, at tidligere foretagne nedskrivninger tilbageføres som indtægter. Tal for 1. halvår 2010 er opregnet til helårsbasis.

Kilde: Finanstilsynet.

indstille sig på de nye mere liberale markedsforhold. I de øvrige nordiske lande blev dereguleringen gennemført senere og kom derved til at strække sig over en kortere tidsperiode.

I Danmark var nedskrivninger og tab desuden spredt over en noget længere periode, og de alvorligste kriser var afgrænset til små og mellemstore pengeinstitutter.

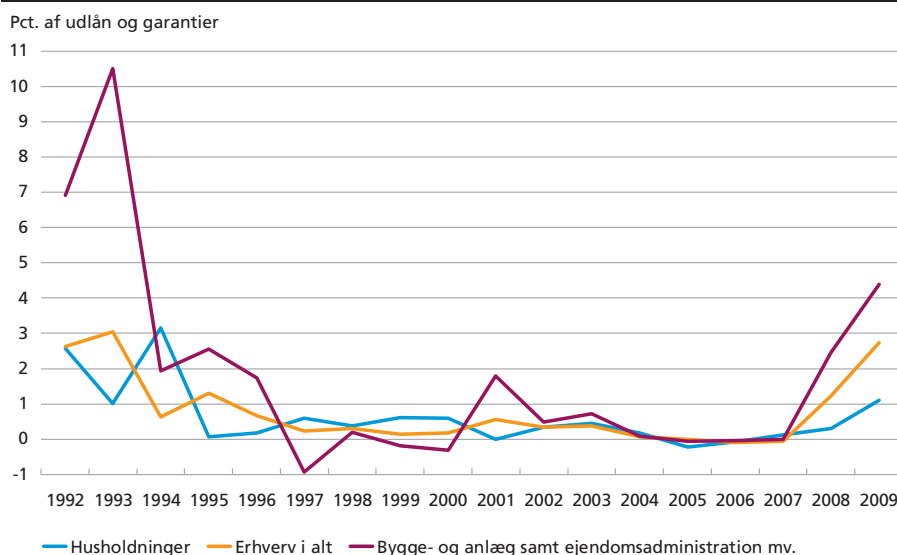
Endvidere havde Danmark skrappe krav til pengeinstitutternes egenkapital, før krisen brød ud. I de fleste andre lande betød indførelsen af de nye kapitalkrav fra Baselkomiteen en skærpelse i forhold til de hidtidige kapitalkrav, da de trådte i kraft i begyndelsen af 1990'erne. I Danmark indebar overgangen til Basel I-reglerne for kapitaldækning derimod en væsentlig lempelse af det lovfastsatte kapitalkrav til pengeinstitutterne. Det blev herved muligt for de danske pengeinstitutter at absorbere tab i en række år med dårlige regnskabsresultater.

Endelig bidrog det til robustheden af den danske banksektor, at seks af de største pengeinstitutter med varierende grad af soliditet blev sluttet sammen i to storbanker i 1990.

Selv om Danmark slap mere nådigt gennem krisen end de øvrige nordiske lande, blev nedskrivningerne i den danske banksektor i begyndel-

PENGEINSTITUTTERNES SEKTORFORDELTE NEDSKRIVNINGSPROCENTER

Figur 7



Anm.: Approksimativ beregning. Negative tal er udtryk for, at tidligere foretagne nedskrivninger tilbageføres som indtægter.

Kilde: Økonomiministeriet (1994), Finanstilsynet og Danmarks Nationalbank.

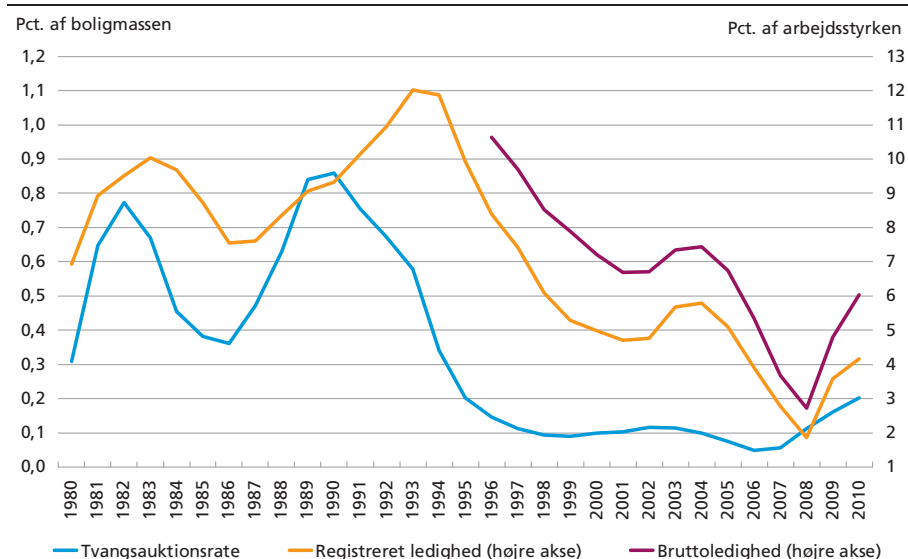
sen af 1990'erne relativt store. Det gjaldt navnlig for pengeinstitutter, som var kraftigt eksponeret mod bygge- og ejendomssektoren, jf. figur 7. Helt generelt var nedskrivningsprocenterne dog relativt høje for udlån til såvel erhvervslivet som til husholdningerne. Det havde baggrund i den generelle konjunktursituation, fald i ejendomspriserne og overkapacitet af erhvervsejendomme. Antallet af tvangsauktioner og ledigheden lå ligeledes på et højt niveau, jf. figur 8.

Der kan da heller ikke herske tvivl om, at krisen i den danske finansielle sektor i anden halvdel af 1980'erne og især i begyndelsen af 1990'erne var alvorlig. I juni 1992 måtte Nationalbanken stille et likviditetsberedskab til rådighed for landets næststørste pengeinstitut, Unibank, efter at der var opstået rygter om, at Finanstilsynet havde taget særlige initiativer over for instituttet. Der opstod herefter hurtigt ro om Unibank, men hvis situationen havde udviklet sig i en uheldig retning, kunne det have haft ganske alvorlige følger for stabiliteten af den danske finansielle sektor og samfundsøkonomien mere generelt.

I Danmark oplevede realkreditinstitutterne endvidere nogle år med betydelige nedskrivninger fra slutningen af 1980'erne. Realkreditinstitutternes afskrivninger blev særligt store i 1990, hvor principperne for hensættelser blev omlagt, så der fremover skulle foretages hensættelser for sandsynlige tab og ikke bare for sikre tab. Hertil kom, at visse real-

TVANGSAUKTIONSRATE OG LEDIGHED

Figur 8



Anm.: Tvangsauktionsraten angiver antal tvangsauktioner (ekskl. landbrug) i forhold til antal boliger. Bruttoledighed omfatter registrerede ledige og personer i aktivering.

Kilde: Danmarks Statistik og Finansministeriet.

kreditinstitutter i 1980'erne forsøgte at ekspandere internationalt med store tab til følge.

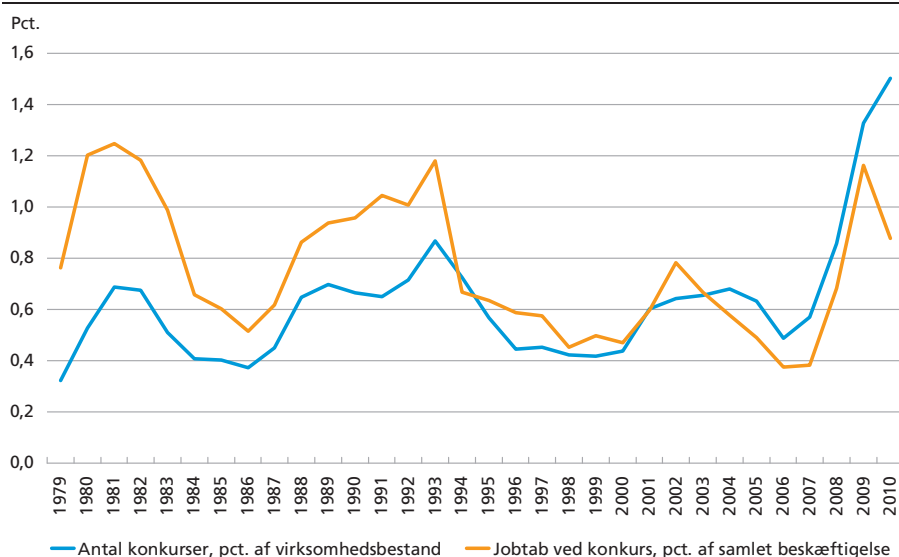
Endelig hører det med til billedet af alvoren af den danske krise, at nogle af de største danske forsikringskoncerner led store tab i begyndelsen af 1990'erne og ophørte som selvstændige virksomheder. Tabene var ikke et resultat af kerneaktiviteterne (forsikring), men derimod relateret til lånefinansierede investeringer i ejendomme mv.

De seneste års finanskriser adskiller sig på flere punkter fra krisen i begyndelsen af 1990'erne. Den mest iøjnefaldende forskel har været krisens verdensomspændende karakter og det heraf følgende markante fald i den danske eksportmarkedsvækst. Krisen har især ramt det danske erhvervsliv, som har oplevet de højeste konkursrater siden slutningen af 1970'erne, jf. figur 9. Indtil videre har husholdningerne ikke været så hårdt ramt, hvilket afspejler sig i et betydeligt lavere niveau for tvangsauktioner og færre nedskrivninger i realkreditsektoren sammenlignet med begyndelsen af 1990'erne. Det skal ses på baggrund af, at ledigheden trods stigning stadig ligger på et relativt lavt niveau. Husholdningernes økonomi har endvidere haft gavn af et lavt niveau for såvel de korte som lange boligrenter opgjort efter skat, jf. figur 10.

Pengeinstitutternes nedskrivninger steg markant i 2008, og sammenlignet med situationen i årene 1987-93 er flere af de mellemstore institutter løbet ind i vanskeligheder. Såvel Roskilde Bank, Forstædernes

KONKURSRATE OG JOBTAB VED KONKURS

Figur 9



Anm.: Jobtab ved konkurs er målt ved antal lønmodtageranmeldelser til Lønmodtagernes Garantifond.

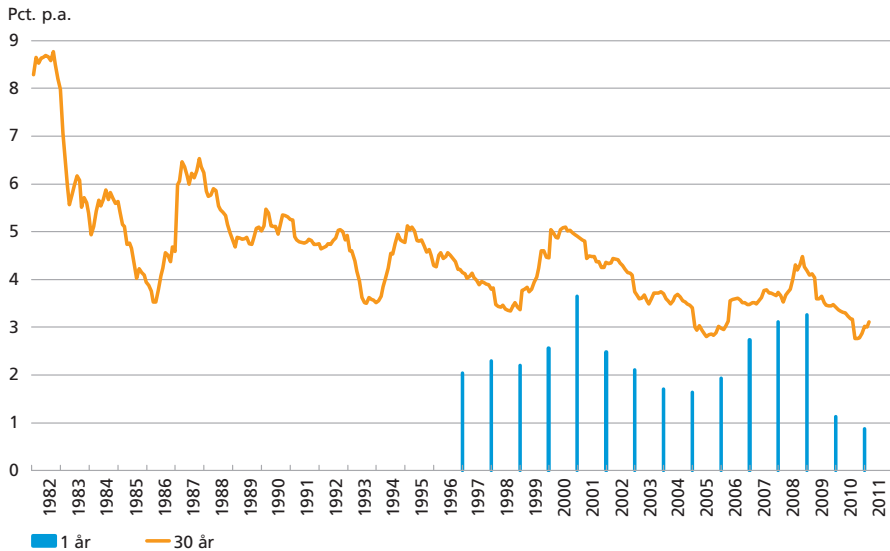
Kilde: Danmarks Statistik og Lønmodtagernes Garantifond.

Bank, Fionia Bank som Amagerbanken, der alle før krisen var blandt de 15 største pengeinstitutter i Danmark, er de seneste år ophørt som selvstændige virksomheder.

En af de markante forskelle mellem kriserne i 1987-93 og 2008-09 relaterer sig til skiftet i pengeinstitutternes finansieringsstruktur omkring årtusindskiftet, jf. figur 11. Frem til slutningen af 1990'erne var institutternes indlån og udlån nogenlunde af samme størrelsesorden. I årene efter årtusindskiftet fik institutterne under en stærk udlånsvækst opbygget et stort indlånsunderskud, som bl.a. blev finansieret ved at udstede kortfristede obligationer og låne fra kreditinstitutter i udlandet. Kortfristet finansiering via de internationale penge- og kapitalmarkeder er normalt mindre stabil og mere følsom over for ændringer i institutternes egen kreditværdighed end indlån og langfristet obligationsfinansiering. Da krisen i 2008-09 i modsætning til situationen i begyndelsen af 1990'erne havde verdensomspændende karakter og i høj grad forringede funktionaliteten af de internationale penge- og kapitalmarkeder, gav dette skift i finansieringsstruktur anledning til særlig bekymring og var i høj grad en medvirkende årsag til de omfattende indgreb til støtte for banksektoren fra det offentliges side. Bekymringen vedrørte risikoen for, at i en situation med så stor generel uro på finansmarkederne kunne en betalingsstandsning eller konkurs i ét pengeinstitut med deraf følgende tab for udenlandske simple kreditorer få afsmittende negative effekter på andre pengeinstitutters låntagning i udlandet.

RENTE EFTER SKAT PÅ NYUDSTEDTE REALKREDITOBLIGATIONER

Figur 10



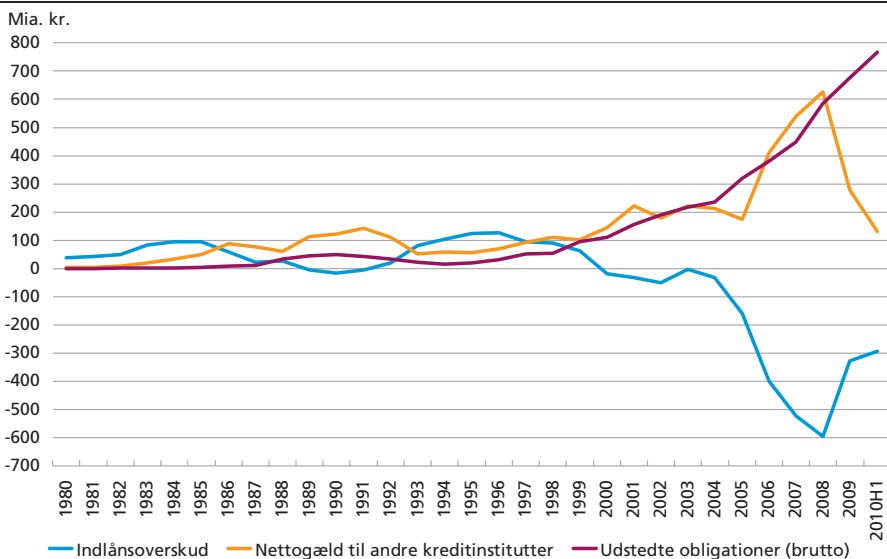
Anm.: Beregnet på grundlag af skattesatsen for negativ kapitalindkomst. Søjlerne for de korte renter angiver det gennemsnitlige renteniveau for 1-årige rentetilpasningslån i december i de pågældende år.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

En anden markant forskel vedrører pengeinstitutternes stødpuder mod tab. Som nævnt havde institutterne i anden halvdel af 1980'erne en høj grad af polstring, som gjorde det muligt at absorbere tab. Det var ikke tilfældet ved indgangen til den seneste krise. En af årsagerne var over-

PENGEINSTITUTTERNES INDLÅNSOVERSKUD

Figur 11



Kilde: Finanstilsynet.

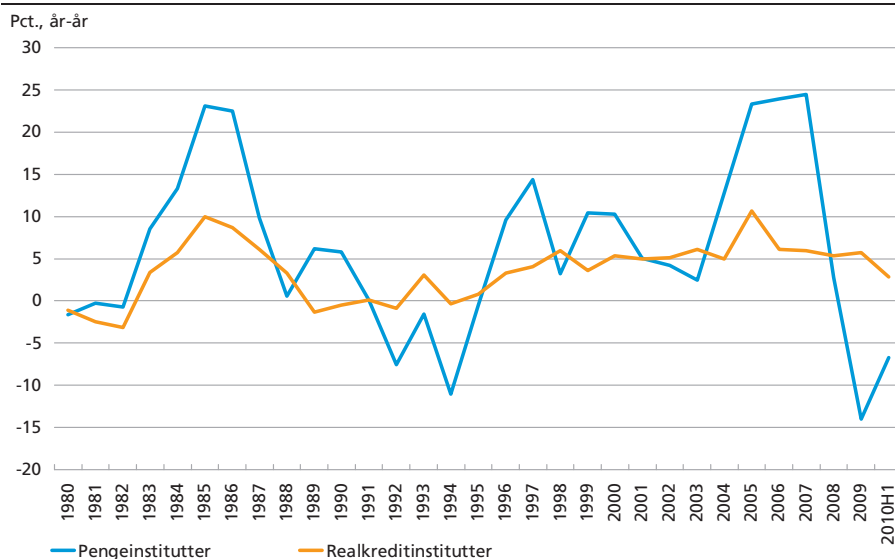
gangen til nye internationale regnskabsprincipper i 2005, hvorefter pengeinstitutterne ikke længere skulle foretage hensættelser på udlån på baggrund af en sandsynliggjort risiko for tab efter et forsigtighedsprincip. I stedet skulle der foretages nedskrivning af udlån efter et neutralitetsprincip, hvor der forud for nedskrivningen skulle være indtruffet en objektiv indikation på en værdiforringelse. De nye regnskabsregler fra 2005 tillod således ikke opbyggelse af "skjulte" reserver. Det reducerede stødpuderne og gav plads til øget krediteksponering. En anden årsag var lempelsen af kapitalkravene i forbindelse med implementeringen af Basel II-kapitaldækningsreglerne i 2007, hvor nogle pengeinstitutter valgte at udnytte lempelsen til yderligere udlån.

Et fællestræk forud for kriserne i 1987-93 og 2008-10 var adskillige år med høj realvækst i pengeinstitutternes udlånsmasse, jf. figur 12. Historisk har perioder med høj udlånsvækst ofte været fulgt af stigende nedskrivninger og tab. Det indikerer, at kreditkvaliteten har en tendens til at blive forringet i perioder med høj udlånsvækst.

Et andet fællestræk ved de to kriser er, at pengeinstitutternes udlånsvækst er blevet bremset markant i kølvandet på kriseårenes store nedskrivninger, mens det samme ikke har været tilfældet for realkreditinstitutterne. Der har således været en tendens i retning af substitution over mod realkreditlån efter de to kriser. I begyndelsen af 1990'erne blev denne tendens forstærket af ændringer i realkreditlovgivningen, som

REALVÆKST I PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES UDESTÅENDE UDLÅN, ULTIMO

Figur 12



Anm.: Realvæksten er baseret på deflatering med forbrugerprisindekset.

Kilde: Danmarks Statistik og Finanstilsynet.

forbedrede mulighederne for belåning af friværdier uden formålsangivelse.

Adskillige af de pengeinstitutter, som er ophørt de senere år, adskilte sig på en række centrale regnskabsparametre fra sektoren som helhed. De var således karakteriseret ved at have haft en særlig kraftig udlånsvækst, mange store engagementer, et stort indlånsunderskud og betydelig eksponering mod ejendomssektoren sammenlignet med banksektoren som helhed, jf. Danmarks Nationalbank (2008). Det er værd at bemærke, at mange af de pengeinstitutter, som ophørte i anden halvdel af 1980'erne, ligeledes var karakteriseret ved en meget stærk udlånsvækst, og at mange af de institutter, som ophørte i begyndelsen af 1990'erne, havde relativt store ejendomsrelaterede engagementer, jf. Økonomiministeriet (1995). Baseret på denne erfaring fra de to kriser har Finanstilsynet i 2010 som led i tilsynsarbejdet med pengeinstitutter introduceret en såkaldt "tilsynsdiamant" indeholdende en række pejlemærker for, hvad der som udgangspunkt må anses som værende pengeinstitutvirksomhed med forhøjet risiko, jf. Finanstilsynet (2010). Tilsynsdiamantens pejlemærker vedrører udlånsvækst, ejendomsseksponering, store engagementer, likviditetsoverdækning og funding ratio (udlån/indlån).

Endelig var det et fællestræk ved de to kriser, at problemerne i den finansielle sektor faldt sammen med pres mod kronen, jf. Danmarks Nationalbank (2009).

OFFENTLIGE STØTTEINDGREB OG DEN FREMTIDIGE REGULERING AF DEN FINANSIELLE SEKTOR

Perioderne 1987-93 og 2008-10 adskiller sig markant med hensyn til omfanget af offentlige indgreb til støtte for den finansielle stabilitet og reguleringsmæssige initiativer som opfølgning på kriserne.

Statens og Nationalbankens oprindelige omkostninger i form af lån og udestående garantier mv. ved redning af danske pengeinstitutter (ekskl. færøske banker) i anden halvdel af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne kan opgøres til omkring 5-6 mia. kr. Her kom en stor del af de oprindelige udlæg dog tilbage igen i form af tilbagebetaling af udlånte beløb og dividende fra konkursboer. Netto var omkostningerne derfor under 1 mia. kr. opgjort i datidens prisniveau. Bortset fra likviditetsgarantier til nogle få kriseramte institutter gav krisen ikke Nationalbanken behov for at oprette ekstra lånefaciliteter.

Visse af bankkriserne i 1980'erne førte til et par konkrete tiltag fra myndighedernes side. For det første blev 6. Juli Bankens betalingsstandsning i 1987 – sammen med et ønske om at imødekomme en henstilling på området fra EF-Kommissionen – anledningen til indførelsen af en

generel indskydergarantiordning i 1988. For det andet gav Nationalbankens tab i forbindelse med krisen i C&G Banken i 1987 anledning til, at der i den sidste del af 1980'erne blev indført krav om sikkerhedsstillelse ved pengeinstitutternes overtræk fra dag til dag på foliokonti i Nationalbanken.

Efter redningen af Varde Bank i begyndelsen af 1990'erne besluttede regeringen endvidere, at der skulle udarbejdes en redegørelse om situationen i banksektoren og forventningerne til de kommende års udvikling. Redegørelsen blev udarbejdet af Det Tværministerielle Kontaktudvalg vedrørende Det Finansielle Marked. I rapporten blev det konkluderet, at "... den vanskelige periode for de danske pengeinstitutter må ses i lyset af den usædvanlig lange periode med lav økonomisk vækst fra 1987 – en periode, der efterfulgte nogle år med meget høj vækst" (side 8). Med hensyn til spørgsmålet om, hvorvidt der var behov for ændringer i den gældende lovgivning, var den gennemgående konklusion i rapporten, at "... de eksisterende regelsæt på de fleste områder er passende og løbende er blevet holdt ajour" (side 10).

På enkelte områder var der dog forslag til justeringer af lovgivningen på det finansielle område, jf. annex til kapitel 10 i Økonomiministeriet (1994). Blandt forslagene var bl.a. en forhøjelse af grænsen for Indskydergarantifondens dækning af almindelige indlån ved betalingsstandsning eller konkurs, hvilket blev gennemført i 1995. Endvidere var der forslag om, at Finanstilsynet fik hjemmel til at stille ekstraordinære krav til hensættelser på dele af udlånsporteføljen i pengeinstitutter med særlig høj risikoprofil. En sådan bestemmelse blev indført med en ændring af bank- og sparekasseloven i 1996.¹ Disse hensættelser skulle i henhold til lovbemærkningerne kunne begrundes på sædvanlig måde og kunne indankes for Erhvervsankenævnet. Bestemmelsen kom dog i praksis ikke til at spille nogen større rolle og blev afskaffet igen i 2003, da lov om finansiell virksomhed afløste bank- og sparekasseloven. Med Basel II-reglerne for kapitaldækning blev der fra 2007 indført mulighed for anvendelse af differentierede kapitalkrav, der var højere end minimumskapitalkravet på 8 pct., så kapitalkravet i højere grad afspejler de risici, som det enkelte pengeinstitut påtager sig. Hvis Finanstilsynet finder, at det af ledelsen opgjorte solvensbehov ikke er tilstrækkeligt, kan Finanstilsynet fastsætte et højere individuelt solvenskrav. Disse regler kom dog for sent til for alvor at få betydning forud for de seneste års krise i banksektoren.

¹ Jf. lov nr. 376 af 22. maj 1996 samt "Betænkning over Forslag til lov om ændring af lov om banker og sparekasser m.v., lov om investeringsforeninger og lov om forsikringsvirksomhed og forskellige andre love" afgivet af Erhvervsudvalget den 30. april 1996.

Omfanget af støtteindgreb til fordel for den finansielle sektor har under de seneste års finanskriser været af helt anderledes dimensioner end i årene 1987-93. I lighed med centralbankerne i andre lande gennemførte Nationalbanken i forbindelse med finanskrisen en række midlertidige tiltag for at forbedre stabiliteten af det finansielle system. Der blev således oprettet ekstra lånefaciliteter og foretaget en række udvidelser af belåningsgrundlaget, jf. Dam og Risbjerg (2009).¹

Staten gennemførte ligeledes en række omfattende initiativer, herunder en garantiordning, som i en 2-årig periode sikrede alle indskydere og andre simple kreditorer fuld sikkerhed for deres tilgodehavender i pengeinstitutter. Der var her tale om en meget omfattende statsgaranti (4.200 mia. kr. svarende til omkring 250 pct. af BNP). Endvidere blev der oprettet et selskab, Finansiell Stabilitet, til håndtering af nødlidende pengeinstitutter, ligesom kreditinstitutter i en periode fik mulighed for at få statslige kapitalindskud og købe individuel statsgaranti, jf. appendiks A.

Det er et fællestræk ved de bankkriser, som det offentlige har været involveret i ved kriserne i 1987-93 og 2008-10, at løsningerne indebar tab for aktionærene i de kriseramte banker. Under begge kriser tabte aktionærene i visse banker hele deres aktiekapital, og den efterstillede kapital måtte ligeledes bære tab.

En forskel mellem de to bankkriser vedrører Europa-Kommissionens rolle ved offentlige støtteindgreb til fordel for sikring af den finansielle stabilitet. Under den seneste finanskriser har Kommissionen haft langt mere fokus end tidligere på at sikre, at de offentlige tiltag i såvel Danmark som andre lande ikke strider mod fællesskabets regler om statsstøtte.

Det er endnu ikke muligt at opgøre statens samlede nettoomkostninger ved støtteordningerne for den finansielle sektor under den seneste finanskriser.

Ses der alene på afviklingen af nødlidende banker under Bankpakke I samt på afviklingen af Roskilde Bank, havde staten ved udgangen af 3. kvartal 2010 ifølge Finansiell Stabilitet² skønsmæssigt et positivt nettoreultat på 2,5 mia. kr. Beløbet fremkommer som forskellen mellem de 25 mia. kr., som Det Private Beredskab indbetaler til staten i garantiprovision og tabskaution fratrasket statslige tab på 22,5 mia. kr.

Staten har som følge af Bankpakke II i dag kapitalindskud i en række kreditinstitutter og endvidere har ydet individuelle statsgarantier, som kan løbe helt frem til udgangen af 2013. Disse indskud og garantier

¹ Ifølge Moessner og Allen (2010) har den seneste finanskriser været karakteriseret ved, at centralbankerne verden over har tilført likviditet til markedet i et omfang, som har været betydeligt større, end det var tilfældet i forbindelse med bankkrisen under den store depression i begyndelsen af 1930'erne.

² Jf. meddelelsen "Finansiell Stabilitet A/S – regnskab for bankpakken" af 4. februar 2011.

medfører indtægter fra renter og garantiprovision, men kan ligeledes give anledning til tab. I første del af februar 2011 kunne Økonomi- og Erhvervsministeriet¹ opgøre det foreløbige resultat af Bankpakke II og de individuelle garantier til et positivt nettoresultat for staten på 1,98 mia. kr. for årene 2009-11 efter indregning af de foreløbige tab i Aamagerbanken og Eik Bankerne. Beløbet fremkommer som statslige renteindtægter fra kapitalindsud og garantiprovision fra individuelle statsgarantier på i alt 9,25 mia. kr. fratrukket statslige tab på 7,27 mia. kr.

Som opfølgning på den seneste finanskriser er der på internationalt plan igangsat en række initiativer med henblik på at søge at hindre lignende alvorlige kriser i at opstå og udvikle sig i fremtiden. Endvidere er der i EU-regi oprettet et European Systemic Risk Board, ESRB, som har til formål at overvåge den makrofinansielle stabilitet i EU. Selv om arbejdet med de reguleringsmæssige tiltag endnu ikke er tilendebragt, er der ikke tvivl om, at den fremtidige finansielle lovgivning vil indebære en skærpelse af likviditets- og kapitalkravene til bankerne.

LITTERATUR

Abildgren, Kim (2009), *Credit Dynamics in Denmark since World War II*, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, vol. 147(1).

Abildgren, Kim, Bodil Nyboe Andersen og Jens Thomsen (2010), *Dansk pengehistorie 1990-2005*, Danmarks Nationalbank.

Bech, Morten L. og Jesper Berg (2009), *Finansernes fald*, Gyldendal.

Callesen, Per, Steen Lohmann Poulsen og Rasmus Degn (2008), *Har fastkurspolitikken option en positiv eller negativ værdi?*, papir præsenteret ved Nationaløkonomisk Forenings konference, 11.-12. januar.

Dam, Niels Arne og Lars Risbjerg (2009), *Centralbankernes tiltag og balancer under krisen*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Dam, Niels Arne, Tina Saaby Hvolbøl, Erik Haller Pedersen, Peter Birch Sørensen og Susanne Hougaard Thamsborg (2011), *Udviklingen på ejerboligmarkedet i de senere år – Kan boligpriserne forklares?*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal, Del 2.

¹ Jf. notatet "Foreløbig status for bankpakkerne" fra Økonomi- og Erhvervsministeriet af 8. februar 2011.

Danmarks Nationalbank (2008), Fusioner og overtagelser i den danske banksektor i 2008, boks 3 i *Finansiel Stabilitet*, 2. halvår.

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

Finanstilsynet (2010), *Finanstilsynet introducerer 'Tilsynsdiamanten' for pengeinstitutter*, 25. juni.

Gaard, Søren og Mads Kieler (2005), Two decades of structural reform in Denmark: a review, *Finansministeriet Working Paper*, nr. 16.

Moessner, Richhild og William A. Allen (2010), Banking Crisis and the International Monetary System in the Great Depression and Now, *BIS Working Paper*, nr. 333, november.

Mølgaard, Eigil (2003), *Vagthund og syndebuk. Personlig beretning om finanskrisen i Danmark 1987-1995*, Børsens Forlag.

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

Spange, Morten (2010), Kan kriser forudsiges?, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

Økonomiministeriet (1994), *Den danske pengeinstitutsektor*, Schultz.

Økonomiministeriet (1995), *Redning af pengeinstitutter siden 1984*, Schultz.

Vastrup, Claus (2009), *How did Denmark avoid a banking crisis?*, kapitel 8 i Lars Jonung, Jaakko Kaizer og Pentti Vartia, *The great financial crisis in Finland and Sweden*, Cheltenham, UK: Edward Elgar.

Østrup, Finn (2008), *Finansielle kriser*, Thomson.

APPENDIKS A: OVERSIGT OVER STATENS STØTTEINDGREB UNDER FINANSKRISEN SIDEN 2008

Bankpakke I ("Bankpakken"), oktober 2008

I begyndelsen af oktober 2008 indgik regeringen en aftale med et bredt flertal af Folketingets øvrige partier. Aftalen indebar bl.a., at staten sammen med den finansielle sektor garanterede, at alle indskydere og andre simple kreditorer i en 2-årig periode frem til 30. september 2010 fik fuld sikkerhed for deres tilgodehavender i pengeinstitutter, som var medlem af Det Private Beredskab. Statsgarantien var meget omfattende (4.200 mia. kr. svarende til omkring 250 pct. af BNP), og den finansielle sektor skulle bidrage til ordningen med op til 35 mia. kr. Samtidig etablerede staten et afviklingsselskab, Finansiell Stabilitet, der kunne tage hånd om nødlidende pengeinstitutter.

Samlet set kom pengeinstitutter, der havde tilsluttet sig Det Private Beredskab, til at betale 25 mia. kr. (garantiprovision på 15 mia. kr. og tabskaution på 10 mia. kr.) i forbindelse med Bankpakke I.

Aftalen om finansiell stabilitet på pensionsområdet, oktober 2008

I efteråret 2008 blev det danske realkreditmarked ramt af den forværrede finanskrisen. Renterne på både korte og lange realkreditobligationer steg betydeligt i september og oktober, og rentespændet til statsobligationer blev kraftigt udvidet. Denne spændudvidelse ramte pensionselskaberne, idet værdien af deres realkreditobligationer (aktiver) faldt, mens værdien af deres forpligtelser (livsforsikringshensættelser) var uændret, idet realkreditobligationer ikke indgik i den diskonteringsrente, som blev anvendt til beregning af livsforsikringshensættelserne. På den baggrund aftalte Økonomi- og Erhvervsministeriet, Finanstilsynet og Forsikring & Pension at iværksætte en række initiativer. Som ét af initiativerne blev realkreditrenten midlertidigt inddraget i den rentekurve, som pensionselskaberne skulle anvende til at beregne deres forpligtelser med. Det medførte alt andet lige en reduktion af nutidsværdien af forpligtelserne på omkring 0,5 pct.

Ændring af de internationale regnskabsstandarder, oktober 2008

International Accounting Standard Board, IASB, vedtog i oktober 2008 en revision af de internationale regnskabsstandarder, som gav børsnoterede virksomheder visse muligheder for at omklassificere aktiver og passiver på balancen med tilbagevirkende kraft fra 1. juli 2008. Mulighederne vedrørte aktiver og passiver, som indgik i handelsbeholdningerne, og som dermed normalt skulle prisfastsættes til dagsværdi med indregning af værdiændringer i resultatet. Som følge af den internationale

finansielle krise var det dog blevet vanskeligt at foretage retvisende prisfastsættelse af visse finansielle fordringer grundet illikvide markeder. Ved omklassifikation efter de nye regler blev det muligt at undgå, at store urealiserede kurstab påvirkede virksomhedens resultat og/eller egenkapital. Europa-Kommissionen godkendte i oktober 2008 de nye regnskabsstandarder, og visse større danske pengeinstitutter valgte straks at benytte sig af de nye muligheder.

Bankpakke II ("Kreditpakken"), februar 2009

Folketinget vedtog i februar 2009 lov om statslige kapitalindskud i kreditinstitutter på baggrund af en forventning om et stigende pres på kreditinstitutternes solvens. Formålet var at rekapitalisere danske penge- og realkreditinstitutter gennem statslige kapitalindskud på op til 100 mia. kr. i 2009 for at undgå, at den finansielle krise skulle udvikle sig til en egentlig kreditklemme, hvor kreditværdige husholdninger og virksomheder ikke kunne få kredit.

I forlængelse af vedtagelsen af Bankpakke II blev der gennemført mulighed for frem til udgangen af 2010 at foretage tilkøb af individuel statsgaranti på ikke-efterstillet usikret gæld og supplerende sikkerhedsstillelse.

Samlet set fik 43 kreditinstitutter i løbet af 2009 kapitalindskud på i alt 46 mia. kr. til en gennemsnitlig effektiv rente på 10,08 pct., og ved udgangen af 2010 havde 50 institutter foretaget udstedelser for i alt 193 mia. kr. med individuel statsgaranti.

Øget indskydergaranti, oktober 2010

I forbindelse med udløbet af den generelle statsgaranti fra Bankpakke I blev grænsen for indskydergarantiens dækning forhøjet til ca. 750.000 kr. (100.000 euro) for almindelige indlån, mens der fortsat er fuld dækning for særlige indlån, herunder pensionsordninger.

Bankpakke III, oktober 2010

Samtidig med udløbet af den generelle statsgaranti fra Bankpakke I blev der ligeledes gennemført en ny model til håndtering af nødlidende pengeinstitutter. Med den nye model videreføres Finansiell Stabilitets mulighed for at overtage og afvikle et nødlidende pengeinstitut. Beslutter et nødlidende pengeinstitut at lade sig afvikle via modellen, opretter Finansiell Stabilitet et datterselskab, som overtager aktiviteterne i det nødlidende pengeinstitut og gennemfører en afvikling heraf. Herved sikres, at kunderne i et nødlidende pengeinstitut ikke med kort varsel er henvist til at finde en ny bankforbindelse.

Status på Basel III – likviditet og kapital

Borka Babic, Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Basels banktilsynskomite, BCBS, offentliggjorde i december 2010 de nye internationale reguleringsrammer for kreditinstitutter (Basel III). Basel III medfører strengere krav på likviditets- og kapitalområdet. Hensigten er at styrke den finansielle sektors robusthed over for økonomisk og finansiell uro og dermed også at mindske risikoen for negative virkninger på realøkonomien. Basel III omfatter krav i forhold til de enkelte kreditinstitutter og adresserer systemiske risici, som kan blive opbygget i sektoren.

Basel III er ikke bindende for danske finansielle virksomheder, men vil i mere eller mindre tilpasset form blive indført via EU-lovgivning. Europa-Kommissionen ventes i løbet af 2011 at fremsætte forslag til ændringer i EU's kapitaldækningsregler på de områder, der er dækket af Basel III. Herefter vil forslaget blive forhandlet i Ecofin-Rådet og Europa-Parlamentet.

Før Basel III blev offentliggjort, blev der i BCBS- og i EU-regi gennemført kvantitative vurderinger af, hvad effekten af de nye regler var på kreditinstitutternes kapital- og likviditetsforhold (Quantitative Impact Study, QIS). Resultaterne af QIS'en blev offentliggjort i december 2010.

I artiklen gennemgås Basel III's fire overordnede områder: Indførelse af kvantitative likviditetskrav, styrkelse af kvaliteten og kvantiteten af kapital, indførelse af kapitalbuffere og gearingsratio.¹ Resultaterne af QIS'en gennemgås også.²

Basel III indeholder to kvantitative likviditetskrav: et krav, der skal sikre tilstrækkeligt store likviditetsstødpuder i den finansielle sektor, og et krav om stabil finansiering. BCBS har lagt begrænsninger på realkreditobligationers anvendelse i likviditetsstødpuden. Det er ikke retvisende givet danske realkreditobligationernes høje likviditet. Likviditetsstødpuden bør baseres på faktisk likviditet og ikke på kriterier, som forskelsbe-

¹ Basel III omfatter også ændringer i regler vedrørende modpartskreditrisiko. De vil dog ikke blive omtalt i artiklen.

² BCBS' oprindelige udspil fra december 2009 er beskrevet i Babic og Rasmussen (2010).

handler efter udstederen uden hensyntagen til likviditet. Realkreditobligationer bør indgå på linje med statsobligationer i opgørelsen af likviditetsstødpuden.

Kravet til stabil finansiering bør give institutterne incitament til at vælge mere langsigtet finansiering. Det ventes derfor til en vis grad at adressere refinansieringsrisikoen ved de meget udbredte rentetilpasningslån, som er en vigtig risiko i det danske finansielle system.

Resultaterne af QIS'en viser en stor effekt af likviditetskravene på de danske kreditinstitutter. Der er dog fortsat mange uafklarede forhold i Basel III, og det er derfor svært at vurdere de endelige konsekvenser for institutternes likviditetsstyring.

Implementering af de nye kapitalkrav, herunder bufferkravene og gearingsratio, ventes at forøge kapitalkravene for de danske kreditinstitutter, men længden af overgangsperioden vil generelt give plads til en ordnet tilpasning.

KVANTITATIVE LIKVIDITETSKRAV

På likviditetsområdet indfører Basel III to kvantitative krav, Liquidity Coverage Ratio, LCR, og Net Stable Funding ratio, NSFR.¹

Liquidity Coverage Ratio

Hensigten med LCR er at sikre tilstrækkeligt store likviditetsstødpuder i den finansielle sektor. LCR angiver den mængde likvide højkvalitetsaktiver, som et institut skal holde for at modgå de nettoudbetalinger, det vil opleve under et intensivt kortsigtet likviditetsstress. Omfanget af likvide aktiver, som det enkelte institut skal holde, vil således afhænge af instituttets likviditetsrisici.

LCR skal primært bestå af kontanter, centralbankreserver og statsobligationer (niveau 1-aktiver). Andre aktiver, herunder dækkede obligationer (niveau 2-aktiver), kan udgøre op til 40 pct. af likviditetsstødpuden. Der skal anvendes et *haircut* på mindst 15 pct. på disse aktiver, dvs. kun 85 pct. af aktivets værdi tæller i opgørelsen af LCR.

Basel III indeholder også en undtagelse for de lande, der ikke har tilstrækkelige mængder niveau 1-aktiver. De vil kunne benytte sig af en af følgende tre muligheder:

- Der kan etableres kontraktuelt bindende likviditetsfaciliteter i den relevante centralbanks regi. Kreditinstitutterne vil kunne benytte sig af faciliteten mod at betale provision.

¹ Basel Committee on Banking Supervision (2010a). Basel III bygger på et forslag fra december 2009 og de pressemeddelelser, som BCBS offentliggjorde i juli og september 2010.

- Tilsynsmyndigheden kan tillade, at kreditinstitutterne kan holde likvide aktiver denomineret i fremmed valuta.
- De lande, der har tilstrækkelige mængder af niveau 2-aktiver, kan hæve grænsen for at benytte disse aktiver over 40 pct. *Haircut* på aktiverne skal være højere end *haircut* på de niveau 2-aktiver, der kan tælle med i opgørelsen af likviditetsstødpuden med op til 40 pct.

BCBS har endnu ikke fastlagt kriterier for, i hvilken udstrækning man må bruge disse undtagelser. Det vil ske i observationsperioden, som begyndte 1. januar 2011 og slutter medio 2013. I perioden vil BCBS kunne ændre udformningen af LCR, hvis den nuværende udformning viser sig at være uhensigtsmæssig. Om reglerne vil blive ændret, afhænger også af resultatet af de kvantitative undersøgelser, som vil blive foretaget på basis af ultimo 2010- og medio 2011-data.

Fra 1. januar 2012 skal kreditinstitutter indberette oplysninger til nationale tilsynsmyndigheder vedrørende opfyldelsen af kravene. LCR vil blive indført pr. 1. januar 2015.

BCBS lægger begrænsninger på anvendelse af alle realkreditobligationer i LCR uden at tage højde for obligationernes likviditet. Det danske realkreditmarked er stort og likvidt, og realkreditobligationer er stort set lige så likvide som statsobligationer.¹ Reglerne giver ikke et retvisende billede af likviditeten i de forskellige aktiver, der kan bruges til at opfylde kravet. Realkreditobligationer, som er meget vigtige for danske kreditinstitutters likviditetsstyring, burde indgå på linje med statsobligationer i opgørelsen af LCR.

Net Stable Funding Ratio

Hensigten med kravet om stabil finansiering, NSFR, er at tilskynde kreditinstitutterne til i højere grad at benytte sig af mellem- og langsigtet finansiering af deres aktiver og aktiviteter. NSFR fastsætter et minimumsniveau af stabil finansiering, som instituttet skal holde givet likviditetsprofilen for de aktiver, som det finansierer, og de potentielle likviditetsstræk, der måtte opstå fra kredittilsagn og andre ikke-balanceførte poster.

Stabil finansiering er defineret som finansiering, der må forventes at være stabil over en 1-årig tidshorisont. BCBS overvejer om finansiering med en restløbetid på under et år i en vis udstrækning kan tælle med som stabil finansiering. I en observationsperiode, som begyndte 1. januar 2011 og slutter medio 2016, testes, om det vil være hensigtsmæssigt. Behandlingen af kortsigtet finansiering, når der er match mellem aktiver

¹ Se artiklen om "Likviditet i danske realkredit- og statsobligationer" i denne *Kvartalsoversigt*.

og passiver vil blive evalueret, og der skal skabes incitament til længere finansiering inden for et års løbetid. Der skal fx være incitament til at gå fra 3-måneders finansiering til 9-måneders finansiering.

Også her vil der blive foretaget QIS-undersøgelser på basis af ultimo 2010- og medio 2011-data. Fra 1. januar 2012 skal kreditinstitutter indberette oplysninger vedrørende opfyldelsen af kravene til de nationale tilsynsmyndigheder. Når observationsperioden slutter i 2016, vil definitionen af NSFR ligge fast, og NSFR vil blive indført pr. 1. januar 2018.

Indførelsen af NSFR er en relevant måde at adressere refinansieringsrisikoen ved de meget udbredte rentetilpasningslån, som er lange lån finansieret ved udstedelse af obligationer med kort løbetid. Uanset den sene implementering bør de danske kreditinstitutter i god tid forberede sig på at udstede nye produkter uden refinansieringsrisiko – også for at mindske de overgangsproblemer, der måtte være med den store udestående mængde af rentetilpasningslån.

KVALITET OG KVANTITET AF KAPITAL

Højere minimumskapitalkrav og krav om at styrke kvaliteten af kreditinstitutternes kapital er også en del af Basel III.¹ Af figur 1 fremgår de nye og de gældende minimumskapitalkrav til ikke-hybrid kernekapital, kernekapital og basiskapitalen. Kapitalbegreberne er beskrevet i boks 1.

Kravet til basiskapitalen er 8 pct. og dermed uændret i forhold til de gældende regler. Minimumskravene til den samlede kernekapital og ikke-hybrid kernekapital er derimod blevet forøget og er nu på henholdsvis 6 og 4,5 pct. De gældende regler om, at supplerende kapital højst kan udgøre halvdelen af basiskapitalen, og at hybrid kapital højst kan udgøre halvdelen af kernekapitalen, vil blive ophævet.

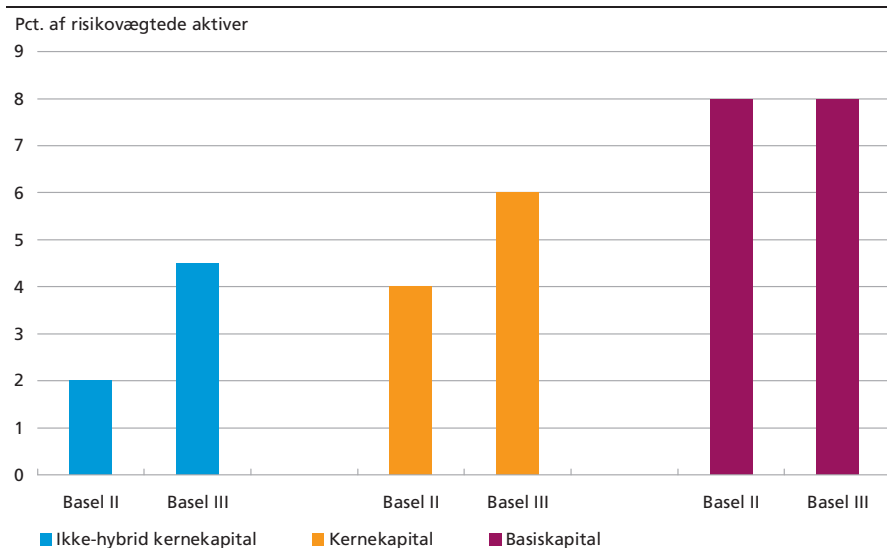
De nye procentkrav til kernekapital skal indføres gradvis fra 1. januar 2013 og være fuldt indfasede i 2015.

BCBS har desuden opstillet en række kriterier for hver af de tre kategorier af kapital. De er strengest for ikke-hybrid kernekapital. Aktieselskabernes kernekapital ekskl. hybrid kapital skal i princippet alene bestå af aktiekapital og reserver. Ikke-aktieselskaber kan anvende andre typer af kapital, der opfylder samme kriterier. Tilsynsmyndighedernes anvendelse af kriterierne vil kunne tage højde for selskabernes juridiske struktur og den måde, de er opbygget på.

¹ Basel Committee on Banking Supervision (2010b). Basel III bygger på BCBS' høringsdokument fra december 2009 og de pressemeddelelser, som BCBS offentliggjorde i juli og september 2010.

MINIMUMSKRAV TIL KAPITAL UNDER BASEL II OG BASEL III

Figur 1



Hybrid kernekapital skal opfylde 14 kriterier, og kravene er blevet styrket i forhold til de gældende regler.¹ Al hybrid kernekapital skal bl.a. kunne nedskrives eller konverteres til aktiekapital ved en forudbestemt begivenhed. Hybrid kernekapital må derudover ikke have begrænset løbetid, og der må ikke være incitamenten til at indfri (fx i form af rente step-ups).

Der må heller ikke være incitamenten til at indfri supplerende kapital, og den skal have en løbetid på minimum fem år ved udstedelsen. Medregning i opgørelsen af kreditinstituttets kapitalgrundlag i løbet af de sidste fem år før kapitalens forfald vil blive nedtrappet gradvis. Også denne type af kapital skal kunne nedskrives og/eller konverteres til aktiekapital, hvis kreditinstituttet ikke kan overleve på markedsvilkår.

Kreditinstitutternes kapital skal være af høj kvalitet, og derfor korrigeres der i opgørelsen af kapital for en række fradrag som fx udskudte skatteaktiver og good will. Udskudte skatteaktiver og good will har lille eller ingen værdi, når det går instituttet dårligt, og kan derfor ikke forventes at absorbere tab. Basel III harmoniserer fradragsreglerne. De fradrag, som Basel III indeholder, anvendes som regel allerede i Danmark. Det nye i forhold til gældende danske regler er, at fradrag generelt skal

¹ De kriterier, som hybrid kapital skal opfylde i dag, er blevet defineret i forbindelse med de ændringer i EU's kapitaldækningsregler, som blev vedtaget i 2009. Ifølge disse regler vil kapital, der ikke opfylder kriterierne, helt eller delvis, kunne medregnes i instituttets kapital frem til 1. januar 2040. Basel III's indfasningsregler er meget strammere. Se Europa-Parlamentet og Rådet (2009) og Committee of European Banking Supervisors (2009).

KAPITALFORMER	Boks 1
Kreditinstitutterne samlede kapital¹, basiskapitalen, består af tre elementer: • ikke-hybrid kernekapital • hybrid kernekapital og • supplerende kapital. De to første tilsammen udgør kreditinstitutternes kernekapital. Basiskapitalen består således af kernekapital og supplerende kapital. De tre typer af kapital kan tage forskellige former, men det der lægges vægt på i Basel III er ikke formen, men primært kapitalens egenskaber. BCBS har for hver af de tre typer af kapital opstillet en række kriterier: 14 for både ikke-hybrid kernekapital og for hybrid kernekapital og 9 for supplerende kapital². Det er disse kriterier, der er afgørende for, om et gældsinstrument kan klassificeres som kapital, og hvilken kapitalkategori det hører til. Kriterierne er strengest for ikke-hybrid kernekapital, hvorefter kommer hybrid kernekapital, mens kravene til supplerende kapital er mildest. <i>Ikke-hybrid kernekapital</i> består typisk af aktiekapital og reserver inkl. overført overskud. Ikke-aktieselskaber kan ikke udstede aktier, og i deres ikke-hybrid kernekapital kan andre kapitalformer indgå, hvis de opfylder kriterierne. Eksempler på ikke-aktieselskaber er sparekasser, som udsteder garantkapital, og andelskasser, som udsteder andelskapital. Ikke-hybrid kernekapital anses som kapital af den højeste kvalitet. I en konkursituation er der den type af kapital, der er først til at dække tab, dvs. denne type af kapital er den mest efterstillede kapitalform. <i>Hybrid kernekapital</i> er et lån (obligationslån eller anden type af lån), som instituttet har optaget på særlige vilkår. I henhold til Basel III skal lånet fx have ubegrænset løbetid, betaling af afdrag og rente skal kunne bortfalde, og kapital skal kunne konverteres til aktiekapital eller nedskrives. De høje krav skal sikre, at kapitalen kan absorbere tab, så instituttet kan fortsætte driften (dvs. fortsætte som <i>going concern</i>). I konkursrækkefølgen hæfter kapitalen umiddelbart efter ikke-hybrid kernekapital og før alle andre lån i tilfælde af konkurs. <i>Supplerende kapital</i> er også et lån, som kreditinstituttet har optaget. Den skal opfylde en række kriterier, men kriterierne er, sammenlignet med hybrid kernekapital, mindre stringente. Denne type af kapital kan fx have en fast løbetid, og der stilles ikke krav til bortfald af rente og afdrag. Det skal ses i sammenhæng med, at denne type af kapital er den såkaldte <i>gone concern</i> kapital, dvs. den skal dække tabene, når banken ikke kan overleve på markedsvilkår. I konkursrækkefølgen kommer supplerende kapital efter ikke-hybrid kernekapital og hybrid kernekapital.	

¹ I boksen omtales den kapital, der kan medregnes i instituttets opgørelse af reguleringsmæssige solvenskrav. Instituttet kan have kapital, der ikke anvendes i reguleringsmæssige sammenhænge.

² BCBS har i januar 2011 offentliggjort, at al kapital skal kunne nedskrives og/eller konverteres til aktiekapital, hvis kreditinstituttet ikke kan overleve på markedsvilkår. Dette kriterium skal kapitalen også opfylde.

anvendes på ikke-hybrid kernekapital. I dag anvendes de på flere kapital kategorier.

De instrumenter, der ikke opfylder kriterierne, udfases gradvis fra 2013, hvor 90 pct. af deres udstedelsesværdi vil kunne medregnes i kapitalopgørelsen. De nye regler vil være fuldt indfasede i 2022. Hvis der er incitamenter til at indfri kapital samtidig med, at den ikke opfylder et

eller flere af de andre kriterier, vil den slet ikke kunne medregnes efter den effektive forfaldsdato (dato for renteforhøjelse). Statsligt kapitalindskud, der ikke opfylder kriterierne, som fx de danske indskud (Bankpakke 2) vil kunne medregnes frem til januar 2018.

Basiskapitalens evne til at absorbere tab vil øges ved at styrke kvaliteten af kreditinstitutternes kapital og forhøje minimumskrav til størrelsen af kernekapitalen (inkl. og ekskl. hybridkapital). Det er derfor vigtigt, at de samme kriterier så vidt muligt anvendes på ikke-aktieselskaber, men de kommende regler bør tage højde for disse selskabers særlige egenskaber.

BUFFERE

Basel III-reglerne indeholder krav om at indføre to typer af buffere:

- en kapitalbevaringsbuffer og
- en modcyklisk kapitalbuffer.¹

Buffere skal ligge over minimumskapitalkravet på 8 pct., jf. figur 2. Det primære formål med de nye krav er at sikre, at kreditinstitutterne holder kapital til at modstå en periode, hvor de rammes af store tab.

Kapitalbevaringsbufferen skal svare til 2,5 pct. af de risikovægtede poster. Oven i det skal indføres en modcyklisk buffer mellem 0-2,5 pct. i perioder, hvor der opbygges systemiske risici, fx når udlånsvæksten er høj.

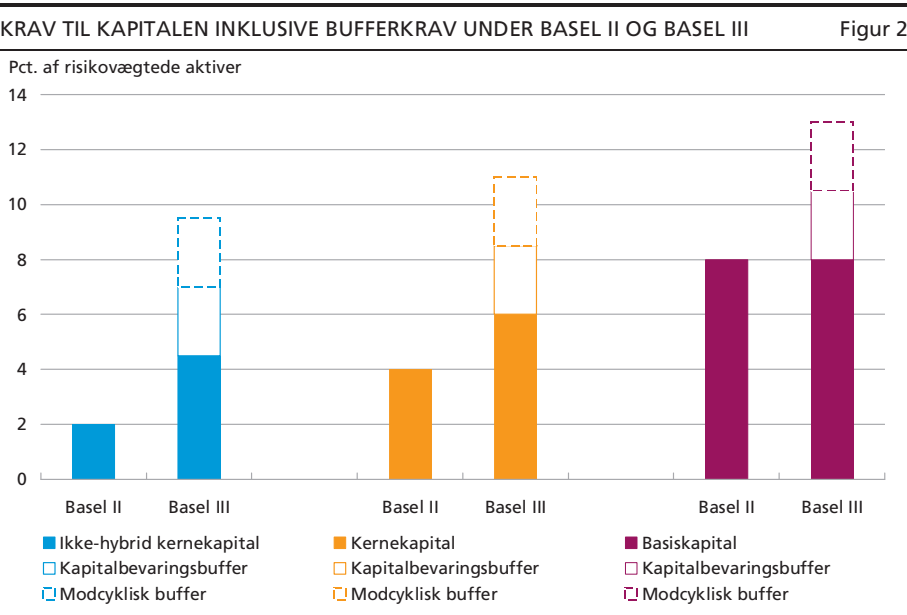
De nationale myndigheder skal opstille modcykliske bufferkrav til de kreditinstitutter, der er under deres tilsyn. Bufferen for institutter med grænseoverskridende aktiviteter skal beregnes som et vægtet gennemsnit af instituttets geografiske eksponeringer. Myndighederne kan vælge at fastsætte bufferen større end de maksimale 2,5 pct. Udenlandske tilsynsmyndigheder er dog kun forpligtet til at anvende 2,5 pct., når de fastsætter bufferen for de kreditinstitutter, de har under tilsyn.

Begrænsninger på udbetaling af dividende, tilbagekøb af aktier eller udbetaling af bonus skal sikre opbygningen af begge typer buffere. Jo mindre bufferkravet opfyldes, des større vil begrænsninger på fordelingen af indtjeningen være, jf. tabel 1.

Kapitalbevaringsbufferen og den modcykliske buffer skal opfyldes med ikke-hybrid kernekapital.²

¹ Se nærmere herom i Mads Peter Pilkjær Harmsen (2010).

² BCBS overvejer, om den modcykliske buffer også må opfyldes med anden fuldt tabsabsorberende kapital, og vil offentliggøre retningslinjer herom senere.



Den modcykliske buffer skal dække systemiske risici. Disse risici er blandt de risici, som efter de gældende regler kan dækkes inden for rammerne af Søjle II, der fastsætter det individuelle solvensbehov. For ikke at pålægge sektoren samme krav to gange bør denne type af risici ifølge BCBS i fremtiden ikke været dækket af Søjle II. Andre typer af risici, der er specifikke for det enkelte institut som fx koncentrationsrisici, vil fortsat være dækket af Søjle II.

BCBS har givet plads til nationale myndigheders diskretion i fastsættelsen og frigivelsen af den modcykliske buffer, herunder med hensyn til de variable og den information, der kan anvendes, når bufferen fastsættes. Derved tages højde for, at strukturen i økonomien og i det finansielle system udvikler sig over tid. Ideelt set vil indførelsen af den modcykliske kapitalbuffer dog være så ensartet som muligt på tværs af landegrænser, da det vil sikre at fastsættelsen bliver mest mulig gennemsigtig.

MINIMUMSKRAV TIL KREDITINSTITUTTERNES KAPITALBEVARING		Tabel 1
Ikke-hybrid kernekapital (inkl. anden fuldt tabsabsorberende kapital)	Minimumskrav til kapitalbevaring (i procent af indtjeningen)	
Inden for bufferens 1. kvartil	100	
Inden for bufferens 2. kvartil	80	
Inden for bufferens 3. kvartil	60	
Inden for bufferens 4. kvartil	40	
Over bufferkravet	0	

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

Den modcykliske kapitalbuffer skal indføres korrekt for at blive et effektivt makroprudentielt instrument. Det er også vigtigt, at den fastsættes af en politisk uafhængig myndighed for at undgå politisk pres for ikke at bygge bufferen op i gode tider.

Hvis bufferkravene skal fungere, kræves det, at markedet er opmærksomt på, at de ikke er minimumskrav, der altid skal opfyldes. Hvis bufferen bliver betragtet som et minimumskapitalkrav, kan det fremprovokere en markedsreaktion, allerede når kapitalen nærmer sig bufferzonen. Kapitalbufferen vil i så fald give en falsk følelse af tryghed. Der er også risiko for, at den fortrænger den frivillige buffer, som institutterne tidligere har holdt, og at sektorens samlede buffer ikke forbedres væsentligt.¹

GEARING

For at begrænse overdreven gearing i den finansielle sektor vil der blive indført en gearingsratio som supplement til de risikobaserede kapitalkrav.

Gearingsratio skal måle forholdet mellem kernekapital på den ene side og instituttets aktiver og ikke-balanceførte poster på den anden. Der tages udgangspunkt i kernekapital, men effekten af at anvende basiskapitalen og ikke-hybrid kernekapital i beregningen af gearingsratio vil også blive undersøgt i overgangsperioden. Alle balanceposter inkl. derivater, repoforretninger og ikke-balanceførte poster som fx lånetilsagn, kreditkort og uudnyttede likviditetsfaciliteter vil indgå i beregningen. Posterne er som regel ikke risikovægtede.

BCBS har fastsat en gearingsratio på 3 pct., som vil blive testet i løbet af en overgangsperiode, som begynder 1. januar 2013 og slutter 1. januar 2017. 1. januar 2015 skal kreditinstitutterne begynde at offentliggøre gearingsratioen og dens bestanddele. Ud fra erfaringerne fra overgangsperioden vil BCBS i 1. halvår 2017 foretage eventuelle justeringer med henblik på at introducere gearingsratioen som et minimumskapitalkrav (søjle I-krav) i januar 2018.

Basel III skelner ikke mellem forskellige typer af lån og tager ikke højde for sikkerheder. Sikkerheder spiller forskellige roller i de forskellige forretningsmodeller. Danske realkreditinstitutter har fx store sikkerheder for deres udlån, som derfor er derfor mindre risikofuldt end almindelig usikret udlån. Anvendes gearingsratio ens på alle kreditinstitutter,

¹ Se også de to høringssvar, som Nationalbanken har afgivet i forbindelse med henholdsvis BCBS' og Europa-Kommissionens høring vedrørende den modcykliske buffer på:
<http://www.nationalbanken.dk/dndk/presse.nsf/PrevHearingReplyPerYear.HTML!OpenView&Start=1&Count=1000&Expand=2#2>

vil det betyde, at realkreditinstitutterne alt andet lige skal holde lige så meget kapital som de institutter, der har en stor andel af lån uden sikkerhed. Det er derfor vigtigt, at det i overgangsperioden testes, hvordan forskellige forretningsmodeller bliver påvirket af de nye regler.

RESULTATER AF KVANTITATIV VURDERING AF BASEL III

I løbet af 2010 har både BCBS og Den Europæiske Banktilsynskomite, CEBS¹, gennemført en kvantitativ vurdering (Quantitative Impact Study, QIS) af Basel III.² 23 lande (263 institutter) deltog i BCBS' QIS³, og 21 EU-lande (246 institutter) i CEBS'. Flere danske institutter har deltaget i CEBS' QIS-øvelse.

Beregningerne viser, hvordan reglerne ville virke, hvis de var indført fuldt ud i 2009. Der er dermed ikke taget højde for overgangsordninger. Derudover afspejler resultaterne af QIS'erne ikke fuldstændigt effekten af Basel III, idet enkelte elementer ikke var kendte, da beregningerne blev udført.

Likviditet

LCR og NSFR ligger i gennemsnit lavere for kreditinstitutter i EU end for BCBS-landenes institutter. De store institutter mangler desuden mere i at opfylde kravene end de mindre kreditinstitutter, jf. tabel 2.

Undersøgelserne viste, at BCBS' medlemmer mangler 1.730 mia. euro i likvide aktiver for at kunne opfylde LCR og 2.890 mia. euro i stabil finansiering for at kunne leve op til NSFR-kravet.

For de danske kreditinstitutter, der deltog i QIS'en, ligger den gennemsnitlige LCR på 55 pct., og den gennemsnitlige NSFR er på 74 pct. Deres LCR og NSFR er dermed lavere end EU-gennemsnittet og er især lave i forhold til gennemsnittet for BCBS-landene. Den lave LCR afspejler den mindre favorable behandling af realkreditobligationer i forhold til statsobligationer. Den lave NSFR afspejler bl.a. en stor andel af rentetilpasningslån. Den endelige effekt på bankernes likviditetsstyring kendes i sagens natur ikke, før reglerne er endeligt udformet og vedtaget i EU. Nye kvantitative undersøgelser af Basel III vil blive gennemført på basis af ultimo 2010- og medio 2011-data.

¹ Siden 1. januar 2011 er CEBS blevet omdannet til Den Europæiske Banktilsynsmyndighed, EBA.

² Basel Committee on Banking Supervision (2010c) og Committee of European Banking Supervisors (2010).

³ BCBS har 27 medlemmer.

OPFYLDELSESPROCENTER I FORHOLD TIL DE TO LIKVIDITETSKRAV			Tabel 2
Pct.	LCR	NSFR	
BCBS			
Store kreditinstitutter	83	93	
Små kreditinstitutter	98	103	
CEBS			
Store kreditinstitutter	67	91	
Små kreditinstitutter	87	94	

Anm.: Store kreditinstitutter har en kernekapital over 3 mia. euro, og som er veldiversificerede og aktive på internationalt plan. Beregningerne er baseret på koncerntal for 2009.

Kilde: Basel Committee on Banking Supervision (2010c) og Committee of European Banking Supervisors (2010).

Kapital

Effekten af Basel III på kreditinstitutternes kapital fremgår af tabel 3. Især store institutter bliver kraftigt påvirket, og effekten på EU-kreditinstitutterne er lidt større end effekten på BCBS-landenes.

BCBS har skønnet, at de store kreditinstitutter mangler 165 mia. euro, hvis de skal opfylde 4,5 pct.-kravet for ikke-hybrid kernekapital. For også at kunne leve op til kravet om kapitalbevaringsbufferen (dvs. 7 pct.-kravet), mangler institutterne yderligere 577 mia. euro. De store kreditinstitutter i EU mangler henholdsvis 53 og 263 mia. euro for at kunne leve op til de to krav. Små kreditinstitutters behov for at rejse ny kapital er markant lavere. Det skyldes bl.a., at de i højere grad allerede lever op til de nye krav.

De danske kreditinstitutters kapitalprocenter beregnet efter de nye regler ligger højere end gennemsnittet for BCBS-landene og EU's institutter. Det påvirker især de danske institutter, at kriterierne for hybrid kernekapital og supplerende kapital er styrket, men det forholdsvis go-

EFFEKTEN AF BASEL III PÅ KAPITALOMRÅDET				Tabel 3
Pct.	Ikke-hybrid kernekapital beregnet efter nye regler (ikke-hybrid kernekapital i henhold til gældende regler*)	Kernekapital beregnet efter de nye regler (kernekapital i henhold til gældende regler)	Basiskapital beregnet efter de nye regler (basiskapital i henhold til gældende regler)	
BCBS				
Store kreditinstitutter	5,7 (11,1)	6,3 (10,5)	8,4 (14,0)	
Små kreditinstitutter	7,8 (10,7)	8,1 (9,8)	10,3 (12,8)	
CEBS				
Store kreditinstitutter	4,9 (10,7)	5,6 (10,3)	8,1 (14,0)	
Små kreditinstitutter	7,1 (11,1)	7,6 (10,3)	10,3 (13,1)	

Anm.: Store kreditinstitutter har en kernekapital over 3 mia. euro, og som er veldiversificerede og aktive på internationalt plan. Beregningerne er baseret på 2009-tal. Tallene viser den samlede effekt af Basel III på kreditinstitutternes kapital. Dvs. ikke kun effekten af styrkelsen af kvalitet og kvantitet af kapital, men også effekten af ændring i risikovægtede poster som følge af ændringer i regler for styring af risici i handelsbeholdning, modpartsrisici mv.

*Ikke-hybrid kernekapital i henhold til gældende regler er ikke korrigeret for fradrag.

Kilde: Basel Committee on Banking Supervision (2010c) og Committee of European Banking Supervisors (2010).

de udgangspunkt og overgangsperiodens længde giver plads til den nødvendige tilpasning.

Gearing

Ifølge BCBS' beregninger ligger de store kreditinstitutters gearingsratio på 2,8 pct., mens de små institutters er 1 procentpoint højere. Det vil sige, at de små er mindre gearede. Store og små EU-institutters gearingsratio er henholdsvis 2,5 og 3,5 pct.

Resultaterne af EU's QIS-øvelse viser, at de danske kreditinstitutters gearing i store træk svarer til gennemsnittet for BCBS-landene. Resultaterne afspejler bl.a. institutternes kapitalforhold, som er påvirket af styrkelse af kriterierne for hybrid kernekapital. Også her giver overgangsperiodens længde plads til tilpasning.

DEN VIDERE PROCES

Som det fremgår af ovenstående, er regelsættet i Basel III på nogle punkter (herunder på likviditetsområdet) ikke færdigt, så der ventes flere præciseringer af Basel III.

BCBS arbejder desuden på forslaget vedrørende en særlig type gæld, som automatisk bliver konverteret til aktiekapital eller nedskrevet, når prædefinerede hændelser – som fx fald i kreditinstituttets solvens under en vis procent – indtræffer (contingent capital). Disse egenskaber gør det muligt hurtigt at rekapitalisere et kreditinstitut i problemer. BCBS overvejer at anvende denne type kapital bl.a. i relation til ekstra kapitalkrav, som systemisk vigtige finansielle institutioner, SIFI'er, ventes at blive pålagt.

Tiltag i relation til SIFI'er rækker ud over kravet om ekstra kapital, som BCBS i samarbejde med Financial Stability Board, FSB, ventes at fremsætte i 2011. De omfatter bl.a. mere omfattende tilsyn og sikring af, at nødlidende SIFI'er afvikles på en velordnet måde. Af FSB's rapport, som blev offentliggjort i oktober 2010, fremgår de overordnede rammer og tidsplanen for det videre arbejde med at reducere risici forbundet med SIFI'er.¹ BCBS vil udarbejde en metode til at vurdere, hvilke institutioner der er systemisk vigtige. FSB og de nationale myndigheder vil – i samråd med bl.a. BCBS – medio 2011 afgøre, hvilke institutioner FSB's anbefalinger i første omgang vil omfatte. Der vil være tale om store, globale, systemisk vigtige institutioner, G-SIFI'er. Der skal være grænseoverskridende koordinering bl.a. med hensyn til vurdering af risici i forbindelse med G-SIFI'er og deres afvikling i tilfælde af insolvens.

¹ Financial Stability Board (2010).

I første omgang er der især fokus på G-SIFI'er, hvor ingen danske institutter ventes at være inkluderet. Nationale systemisk vigtige institutioner ventes dog også at blive pålagt ekstra krav.

LITTERATUR

Babic, Borka og Anne-Sofie Reng Rasmussen (2010), Reguleringsinitiativer på det finansielle område, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

Basel Committee on Banking Supervision (2009), Enhancements of the Basel II framework, juli.

Basel Committee on Banking Supervision (2010a), Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring, december.

Basel Committee on Banking Supervision (2010b), Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, december.

Basel Committee on Banking Supervision (2010c), Results of the comprehensive quantitative impact study, december.

Basel Committee on Banking Supervision (2010d), Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer, december.

Basel Committee on Banking Supervision (2010e), Group of Governors and Heads of Supervision reach broad agreement on Basel Committee capital and liquidity reform package, Pressemeddelelse, 26. juli.

Basel Committee on Banking Supervision (2010f), Group of Governors and Heads of Supervision announces higher global minimum capital standards, Pressemeddelelse, 12. september.

Basel Committee on Banking Supervision (2011), Basel Committee issues final elements of the reforms to raise the quality of regulatory capital, 13. januar.

Buchholst, Birgitte Vølund, Jacob Gyntelberg og Thomas Sangill, Liquidity of Danish government and covered bonds – before, during and after the financial crisis – Preliminary findings, *Danmarks Nationalbanks Working Papers*, nr. 70.

Committee of European Banking Supervisors (2009), Implementation Guidelines for Hybrid Capital Instruments, december.

Committee of European Banking Supervisors (2010), Results of the comprehensive quantitative impact study, december.

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

Europa-Parlamentet og Rådet (2009), Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/111/EF af 16. september 2009 om ændring af direktiv 2006/48/EF, 2006/49/EF og 2007/64/EF, for så vidt angår banker tilsluttet centralorganer, visse komponenter i egenkapitalen, store engagementer, tilsynsordninger og krisestyring.

Europa-Parlamentet og Rådet (2010), Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2010/76/EU af 24. november 2010 om ændring af direktiv 2006/48/EF og 2006/49/EF, for så vidt angår kapitalkrav vedrørende handelsbeholdningen og gensecuritisationer og tilsyn med aflønningspolitikker.

Financial Stability Board (2010), Reducing the moral hazard posed by systemically important financial institutions, FSB Recommendations and Time Lines, oktober.

Finanstilsynet (2010), Bekendtgørelse om kapitaldækning, oktober.

Harmsen, Mads Peter Pilkjær (2010), Basel III: Makroprudentiel regulering ved hjælp af modcykliske kapitalbuffere, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Likviditet i danske realkredit- og statsobligationer

Birgitte Vølund Buchholst, Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Artiklen er et resume af Nationalbankens analyser af likviditeten i realkredit- og statsobligationsmarkederne i Danmark før, under og efter den finansielle krise i 2008. Resultaterne er præsenteret i detaljer i Nationalbankens Working Paper-serie nr. 70, september 2010, jf. Gyntelberg mfl. (2010).

Analysen viser, at danske benchmark-realkreditobligationer stort set er lige så likvide som danske statsobligationer i perioder med markedsstress. Resultaterne viser også, at selv om handlen fortsatte under krisen, oplevede begge markeder væsentlige fald i likviditet og signifikant øgede likviditetsrisici. Endelig viser analysen, at statsobligationer før krisen var lidt mere likvide end realkreditobligationer i både det korte og det lange markedssegment. I perioden efter krisen er de to markeder for både korte og lange obligationer omtrent lige likvide.

Datamaterialet er på transaktionsniveau og er ikke tidligere anvendt. Det dækker alle transaktioner i stats- og realkreditobligationer i perioden fra januar 2005 til og med maj 2010.

DEN FINANSIELLE KRISE OG DE DANSKE OBLIGATIONSMARKEDER

På de danske obligationsmarkeder handles primært stats- og realkreditobligationer, hvor de udestående mængder udgør henholdsvis 35 og 140 pct. af bruttonationalproduktet, BNP. Begge typer obligationer kan belånes i Nationalbanken.

I efteråret 2008 blev markederne påvirket af, at finanskrisen blev optrappet, og renterne på både de korte og de lange realkreditobligationer steg kraftigt i september og oktober 2008, jf. Danmarks Nationalbank (2008). Samtidig steg spændet til statsobligationer. Prisudviklingen indikerer, at likviditeten i realkreditmarkedet i perioden var signifikant reduceret. Men i modsætning til de fleste andre markeder for realkreditobligationer fortsatte handlen med danske realkreditobligationer under krisen.

TILTAG UNDER KRISEN	Boks 1
Det første tiltag blev vedtaget 31. oktober 2008 og var en aftale mellem Forsikring og Pension samt Økonomi- og Erhvervsministeriet. Målet var at sikre, at spændudvidelsen mellem realkredit- og statsobligationer ikke skulle tvinge pensionskasser til at sælge ud af deres porteføljer af realkreditobligationer. Aftalen indebar bl.a. en ny metode til opgørelse af den rentekurve, som pensionselskaberne skal bruge til at diskontere deres hensættelser med. I den nye metode indgår realkreditrenten, og det var med til at modvirke den betydelige stigning i hensættelserne, der var en følge af den usædvanlige renteutvikling. Aftalen fokuserede på lange realkreditobligationer, da pensionskasser primært investerer i lange obligationer. Det andet tiltag blev annonceret i begyndelsen af november 2008. Det bestod i, at Den Sociale Pensionsfond, DSP, ville investere omkring 22 mia. kr. i korte realkreditobligationer ved december 2008-auktionerne for at afdække statens renterisiko i forbindelse med den årlige refinansiering af almene boliger. I markedet blev det bredt tolket som et signal om, at regeringen var villig til at støtte markedet i tilfælde af yderligere uro i forbindelse med krisen.	

I denne periode blev to tiltag vedtaget, jf. boks 1. De bidrog til, at markedsdeltagerne genvandt tilliden, hvilket blev afspejlet i markante fald i renterne på både korte realkreditobligationer og i spændet til statsobligationerne.

AFGRÆNSNING OG DATA

Analysen er baseret på ikke tidligere anvendte transaktionsdata fra Nasdaq OMX København A/S og Finanstilsynet. Datasættet indeholder alle transaktioner i stats- og realkreditobligationer, og data fra begge kilder er kombineret med stamoplysninger om hver obligation fra VP Securities A/S.

Perioden før krisen defineres som januar 2005 til slutningen af juli 2008. Kriseperioden defineres som august 2008 til udgangen af november 2008, svarende til den periode, hvor prisfastsættelsen af danske obligationer var tydeligst påvirket af den finansielle krise. Perioden omfatter den amerikanske regerings overtagelse af Fannie Mae og Freddie Mac, støtteaktionen for AIG og Lehmann Brothers' kollaps. Endelig defineres perioden efter krisen som begyndelsen af december 2008 til slutningen af maj 2010.

Der skelnes mellem korte og lange stats- og realkreditobligationer. Korte realkreditobligationer afgrænses til rentetilpasningslån, hvoraf hovedparten har årlig rentetilpasning. Løbetiden i dette segment er derfor overvejende under 1 år. Korte statsobligationer defineres som obligationer med restløbetid på maksimalt 5 år.

Lange realkreditobligationer defineres som fastforrentede, konverterbare realkreditobligationer, mens lange statsobligationer defineres som statsobligationer med en restløbetid på mere end 5 år.

Der fokuseres på handler på mindst 10 mio. kr. i obligationer med en cirkulerende mængde på mindst 1 mia. euro. Data er så vidt muligt renset for repoforretninger, og prisændringer på mere end 2 pct. er undersøgt for at identificere eventuelle fejl i data.

RESULTATER

Overordnet viser resultaterne, at danske benchmark-realkreditobligationer stort set er lige så likvide som danske statsobligationer i perioder med markedsstress. Før krisen var statsobligationer lidt mere likvide end realkreditobligationer i både det korte og det lange løbetidssegment. I perioden efter krisen viser resultaterne, at de to markeder er stort set lige likvide for både korte og lange obligationer. Konklusionerne er baseret på fire standard likviditetsindikatorer: median handelsstørrelse, omsætningsrate, bid-ask-spænd og priseffekt af handler, jf. boks 2 og resultater i tabel 1 og 2.

LIKVIDITETSINDIKATORER

Boks 2

Analysen er baseret på fire standard likviditetsindikatorer beregnet for hver af de fire obligationstyper:

- Månedlig median handelsstørrelse: Medianen af markedsværdien af hver handel i en given måned.
- Omsætningsrate: Summen af markedsværdien af alle handler i en given måned divideret med gennemsnittet af den nominelle udestående mængde ved begyndelsen og slutningen af hver måned.
- Bid-ask-spænd: Som vist i Roll (1984) er bid-ask-spændet under visse betingelser lig to gange kvadratroden af minus kovariansen mellem to på hinanden følgende priser: $Roll_t = 2\sqrt{-\text{cov}(\Delta P_t, \Delta P_{t-1})}$, hvor t er perioden, som målet beregnes for.
- Preiseffekt af handler (Amihud): For at tage højde for, at store handler kan have en større priseffekt, beregnes illikviditetsmålet som foreslået i Amihud (2002) som den procentuelle prisændring divideret med handelsstørrelsen:

$$Amihud_t = \frac{\frac{P_j - P_{j-1}}{P_{j-1}}}{Q_j},$$

hvor t er perioden, og Q er handelsstørrelsen i mio. euro i handel j , og P er prisen i handel j . Fremgangsmåden i Dick-Nielsen mfl. (2009) følges, hvor det månedlige Amihud-mål beregnes som medianen af daglige mål inden for måneden.

Likviditeten i korte obligationer

Median-handelsstørrelsen for de korte realkreditobligationer var op til krisen stabil og næsten halvt så stor i forhold til korte statsobligationer. Fra 2009 steg den kraftigt, og i flere måneder af 2009 var den næsten fordoblet og forskellen udlignet i forhold til statsobligationerne.

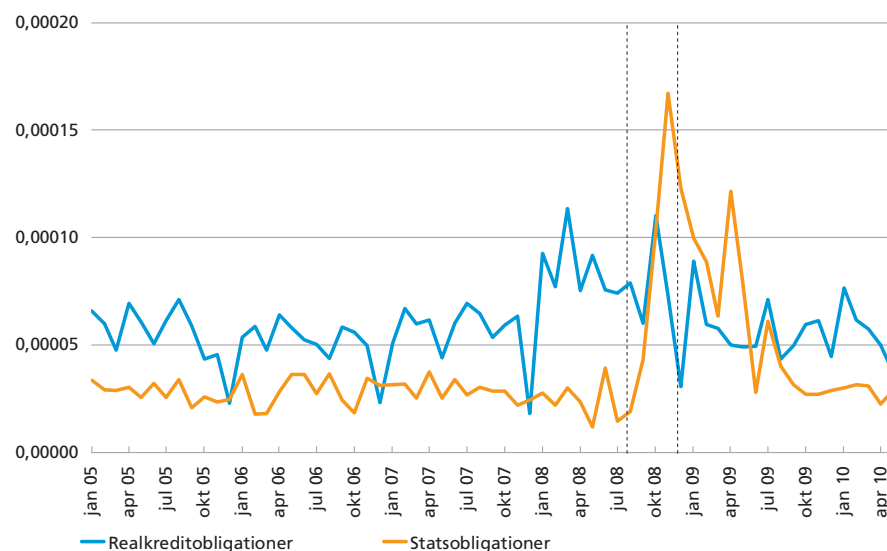
Omsætningsraten var i perioden før krisen stort set den samme for de to markeder. Fra september 2008 til slutningen af 2009 var den markant højere for de korte realkreditobligationer end for statsobligationerne. Fra og med begyndelsen af 2010 var forskellen på omsætningsraten i de to markeder stort set forsvundet og lå på et væsentligt højere niveau end før krisen.

Bid-ask-spændet i begge markeder var lavere før krisen, mens det under krisen blev mere end fordoblet for statsobligationer. Til sammenligning var spændene for realkreditobligationerne stabile under krisen. Siden har de stabiliseret sig på et noget højere niveau end før krisen.

Før krisen var prisseffekten af handler for stats- og realkreditobligationer forholdsvis stabil, jf. figur 1. Generelt var de lidt højere for realkreditobligationer end for statsobligationer – undtagen i december, hvor likviditeten i realkreditobligationerne stiger midlertidigt. I 2008 er der en klar indikation af, at prisseffekten af handler er højere for realkreditobligationerne end i de foregående tre år. Under krisen øgedes prisseffekten af handler for statsobligationer hurtigt og nåede et markant

KORTE OBLIGATIONER – PRISEFFEKT AF HANDLER (AMIHU)

Figur 1



Anm.: Kun obligationer med en cirkulerende mængde på mindst 1 mia. euro og handler på mindst 10 mio. kr. er inkluderet.

Kilde: Nasdaq OMX, Finanstilsynet og Danmarks Nationalbank.

KORTE OBLIGATIONER, MEDIAN AF LIKVIDITETSINDIKATORER

Tabel 1

	Før krisen		Under krisen		Efter krisen	
	Realkreditobligationer	Statsobligationer	Realkreditobligationer	Statsobligationer	Realkreditobligationer	Statsobligationer
Handelsstørrelse, mio. euro	3,93	7,99	4,01	5,07	6,79	7,02
Omsætningsrate, mio. euro	13,39	11,96	18,32	7,15	19,07	7,41
Bid-ask-spænd, ticks	6,16	3,05	7,12	15,7	10,54	9,5
Priseffekt af handler, pct.	0,0059	0,0028	0,0076	0,0073	0,0054	0,0032

Anm.: Kun obligationer med en cirkulerende mængde på mindst 1 mia. euro og handler på mindst 10 mio. kr. er inkluderet. 1 tick er her defineret som 1 øre.

Kilde: Nasdaq OMX, Finanstilsynet og Danmarks Nationalbank.

højere niveau end for realkreditobligationerne. Efter krisen vedblev effekten at være højere for statsobligationerne end realkreditobligationerne indtil juni 2009. På trods af, at priseffekten i det korte realkreditmarked er højere end for statsobligationer, viser analysen, at likviditeten i mindre grad forringes i perioder med markedsstress.

Likviditeten i lange obligationer

Median-handelsstørrelsen for statsobligationer blev næsten halveret under krisen og steg kun langsomt igen derefter. I midten af 2009 var den stabiliseret. I modsætning hertil var median-handelsstørrelsen for realkreditobligationer bemærkelsesværdigt stabil gennem det meste af 2008 og begyndelsen af 2009, dog på et lidt lavere niveau end før krisen. Faldet under krisen er mindre for realkreditobligationer end for statsobligationer.

Omsætningsraten for realkreditobligationer har fra slutningen af 2007 været stabil, også under krisen. I samme periode er omsætningsraten for statsobligationer faldet, og er stabiliseret på et lidt lavere niveau end for realkreditobligationer. Under krisen toppede omsætningsraten dog for statsobligationer ved omkring 20 pct.

LANGE OBLIGATIONER, MEDIAN AF LIKVIDITETSINDIKATORER

Tabel 2

	Før krisen		Under krisen		Efter krisen	
	Realkreditobligationer	Statsobligationer	Realkreditobligationer	Statsobligationer	Realkreditobligationer	Statsobligationer
Handelsstørrelse, mio. euro	3,81	5,65	3,16	3,80	3,45	6,92
Omsætningsrate, mio. euro	18,04	20,78	11,68	14,16	9,93	7,53
Bid-ask-spænd, ticks	13,14	9,97	26,66	27,51	15,32	27,97
Priseffekt af handler, pct.	0,0119	0,0067	0,0222	0,0172	0,0149	0,0088

Anm.: Kun obligationer med en cirkulerende mængde på mindst 1 mia. euro og handler på mindst 10 mio. kr. er inkluderet. 1 tick er her defineret som 1 øre.

Kilde: Nasdaq OMX, Finanstilsynet og Danmarks Nationalbank.

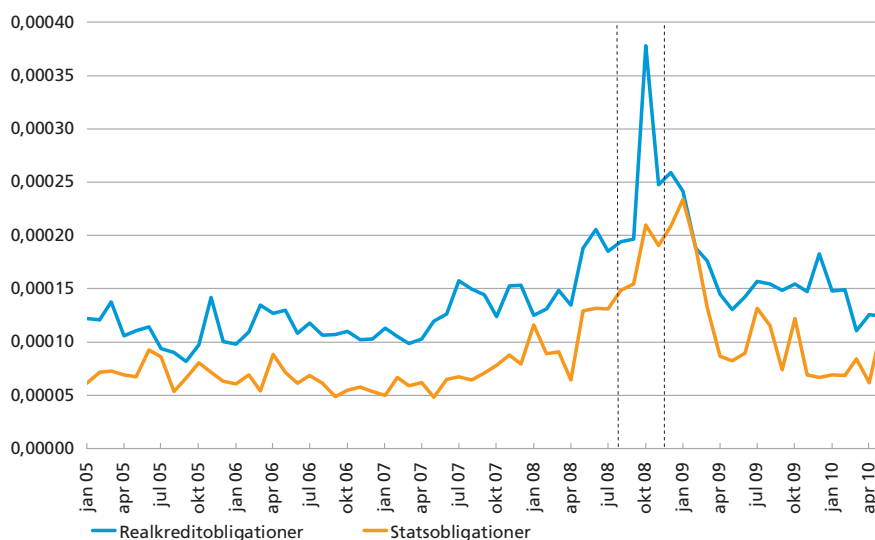
Den lavere omsætningsrate for statsobligationer siden begyndelsen af 2009 kan afspejle, at den udestående mængde af statsobligationer er steget i slutningen af 2008, hvor en 30-årig statsobligation for første gang blev udstedt. Omsætningsraten for denne obligation har været lavere end for andre statsobligationer, da mere end 80 pct. af den udestående mængde holdes af pensionskasser.

Bid-ask-spændene steg op til krisen og toppede for realkreditobligationsmarkedet i november 2008. Toppunktet for statsobligationerne var på samme niveau, men blev nået i februar 2009 snarere end under krisen. I oktober 2008 var spændene stort set ens, da det kun var ét tick højere for realkreditobligationer end for statsobligationer. Spændet for realkreditobligationer lader til at være stabiliseret, mens det er højere og mere volatilt for statsobligationer.

Priseffekten af handler har været højere for realkreditobligationer end for statsobligationer, jf. figur 2. Den faldt kraftigt i perioden efter krisen og var i april 2009 stabiliseret på et niveau lidt højere end før krisen.

LANGE OBLIGATIONER – PRISEFFEKT AF HANDLER (AMIHU)

Figur 2



Anm.: Kun obligationer med en cirkulerende mængde på mindst 1 mia. euro og handler på mindst 10 mio. kr. er inkluderet.

Kilde: Nasdaq OMX, Finanstilsynet og Danmarks Nationalbank.

LITTERATUR

Amihud, Yakov (2002), Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-Series effects, *Journal of Financial Markets*, vol. 5, nr. 1, s. 31–56.

Danmarks Nationalbank (2008), Seneste økonomiske og monetære udvikling, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Danmarks Nationalbank (2009), Statens låntagning og gæld 2008.

Danmarks Nationalbank (2010), Statens låntagning og gæld 2009.

Gyntelberg, Jacob, Thomas Sangill og Birgitte Vølund Buchholst (2010), Liquidity of Danish government bonds – before, during and after the financial crisis – Preliminary findings, *Danmarks Nationalbank Working Papers*, nr. 70.

Dick-Nielsen, Jens, Peter Feldhütter og David Lando (2009), Corporate bond liquidity before and after the onset of the subprime crisis, *Copenhagen Business School, Institute of Finance Working Papers*.

Fender, Ingo og Jacob Gyntelberg (2008), Overview: global financial crisis spurs unprecedented policy actions, *BIS Quarterly Review*, december, s. 1-24.

Roll, Richard (1984), A simple implicit measure of the effective bid-ask spread in an efficient market, *Journal of Finance*, vol. 39, s. 1127-1139.

Makrovirkninger af finansiel regulering

Anders Møller Christensen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Den netop overståede økonomiske krise, som var den dybeste i den vestlige verden siden 2. Verdenskrig, demonstrerede en række mangler i reguleringen af den finansielle sektor. I de fleste lande var den baseret på de såkaldte Basel II-regler, som dog ikke var nået at blive indført i USA.

Krisen medførte, at bl.a. Baselkomiteen (Basel Committee on Banking Supervision) gik i gang med at foreslå et ændret regelsæt med henblik på at opnå en mere robust finansiel sektor.

Baselkomiteen fremlagde sine forslag i efteråret 2010, men via konsultationspapirer undervejs var hovedtrækkene velkendte. Det foreslås, at bankerne skal have mere kapital med bedre evne til at absorbere tab, at der skal indbygges en permanent kapitalbevaringsbuffer, og at der i tilfælde af en stærk udlånsvækst i samfundet skal opbygges en særlig modcyklisk kapitalbuffer, jf. fx Harmsen (2010). Desuden skærpes kravene til bankernes likviditet.

Formålet er at forebygge, at uhensigtsmæssig adfærd i den finansielle sektor bliver årsag til økonomiske kriser. Ved at øge kravene til de enkelte institutters kapital kan offentlig støtte til den finansielle sektor forhåbentligt undgås i fremtiden, og de økonomiske kriser blive mindre voldsomme.

De samfundsøkonomiske konsekvenser af den foreslåede regulering er nu vurderet fra flere sider, bl.a. af to arbejdsgrupper under Baselkomiteen, af den finansielle sektor, af medarbejdere i centralbanker og internationale organisationer og af forskere. Nogle centrale træk i de fundne resultater og forskelle i vurderingerne sammenfattes i det følgende med hovedvægt på resultaterne fra Baselkomiteens arbejdsgrupper.

De øgede krav til kapital og likviditet indebærer ikke blot nogle langsigtede gevinster, men også nogle langsigtede omkostninger. Hertil kommer omkostninger i den fase, hvor de nye krav bliver implementeret.

Det har hele tiden indgået i overvejelserne, at den kommende regulering vil kunne virke hæmmende på bankernes lyst og evne til at låne ud, i det mindste i en overgangsperiode, men også, at den ikke må blive så

snærende, at den gør det vanskeligt for de involverede lande at komme ud af krisen, endsige lægger kimen til en ny.

Baselkomiteen og Financial Stability Board nedsatte i februar 2010 Macroeconomic Assessment Group, MAG, som afleverede en foreløbig rapport i august 2010 og en endelig i december samme år. I rapporterne ligger hovedvægten primært på forløbet i omkostningerne ved at komme fra kapital- og likviditetsforholdene i 2009 til de foreslåede nye niveauer på de foreslåede tidspunkter for indfasningen.

MAG blev ledet af Stephen Cecchetti, cheføkonom i Bank for International Settlements, BIS, og bestod desuden af repræsentanter fra en række internationale organisationer samt centralbanker og tilsynsmyndigheder i 15 af de økonomisk set vigtigste lande i verden.

De permanente gevinster og ulemper vurderes med hovedvægt på den rapport, der i august 2010 blev færdiggjort af Baselkomiteens arbejdsgruppe om Long-Term Economic Impact. Den blev ledet af Claudio Borio fra BIS og Thomas Huertas fra det britiske finanstilsyn, FSA, og med deltagelse fra en række internationale organisationer samt centralbanker og tilsynsmyndigheder i 11 lande.

De to arbejdsgruppers analyser er på nogle punkter tæt koordinerede. Det drejer sig især om vurderingerne af bankernes omkostninger ved skærpede krav til likviditet og egenkapital samt bankernes renterespons herpå, forudsat at reglerne indføres i alle lande i det foreslåede tempo.

Arbejdsgruppernes vurdering er, at de permanente fordele ved den foreslåede strammere regulering klart overstiger ulemperne, men også, at der er tale om overgangsvise, men ret beskedne, omkostninger, mens kravene indfases.

På baggrund af disse og andre rapporter tegner der sig et tydeligt billede. Der vil være samfundsmæssige gevinster som følge af færre finansielle kriser med deraf følgende mindre udsving i produktion og arbejdsløshed. Sammenlignet hermed er de samfundsmæssige omkostninger ved at stille større krav til bankernes egenkapital primært midlertidige og beskedne. Øgede kapitalkrav indebærer en lavere gearing af banker. Da risikoen ved bankdrift pr. enhed egenkapital bliver mindre, må kravet til det forventede afkast pr. enhed antages at falde, hvilket vil dæmpe omkostningerne ved forslagene.

PERMANENTE GEVINSTER OG ULEMPER

De langsigtede gevinster består først og fremmest i, at bankkriser, dvs. økonomiske kriser, der har deres oprindelse i uhensigtsmæssig adfærd i banksystemet, bliver sjældnere og mindre dybe. I den udstrækning en bankkrise indebærer, at aktiviteten i samfundet i en lang periode er

lavere, end den ellers ville have været, endsige hvis aktivitetsfaldet er permanent, vil gevinsten ved de kommende regler være endnu større end de sparede umiddelbare omkostninger ved en krise, jf. BIS (2010b).

Heroverfor står nogle omkostninger i form af en højere rentemarginal i bankerne. Arbejdsgruppen regner med, at bankerne, trods de øgede kapital- og likviditetskrav, vil bevare deres indtjening via en øget rentemarginal, der indebærer færre udlån på langt sigt. Konsekvenserne heraf vurderes isoleret set at blive et beskedent, men permanent, aktivitetsstab.

Nettoeffekten af disse modgående forhold vurderes at være klart positiv, selv hvis der ikke er permanente positive konsekvenser på aktiviteten af, at bankkriser bliver sjældnere og mindre dybe. Uden permanente aktivitetseffekter vil krav om egenkapital omkring 10 pct. af de risikovægtede aktiver være det optimale på langt sigt, og ved kapitalkrav over 16-17 pct. vil nettogevinsten forsvinde. Hvis der er vedvarende negative konsekvenser af en bankkrise, bliver der en lille yderligere gevinst ved at øge kapitalkravene til op mod 15 pct.

Gevinster og omkostninger vurderes ud fra forskellige analyser og modeller, og de refererede resultater er medianen af resultater på tværs af de forskellige modeller, dvs. den ene halvdel af analyserne giver større eller samme effekt, mens den anden halvdel af analyserne giver det modsatte. Modelarbejdet er beskrevet mere detaljeret af Angelini mfl. (2011).

De beregnede nettoeffekter tager ikke hensyn til den langsigtede gevinst, der består i, at den strammere regulering, herunder den foreslåede opbygning og nedbrydning af modcykliske kapitalbuffere, vil betyde, at de almindelige konjunktursvingninger i økonomien bliver mindre. Det er også direkte velfærdsforbedrende.

Et andet vigtigt element i forslaget er, at der introduceres en ægte stødpude mod tab via introduktion af kapitalbevaringsbufferen på 2,5 pct. af de risikovægtede aktiver i perioden fra 2016 til 2018. Hvis en bank må foretage nedskrivninger, som gnaver sig ind i kapitalbevaringsbufferen, pålægges banken restriktioner på udlodninger til aktionærerne, indtil bufferen er retableret. Der vil således ikke være samme behov som i dag for at tilvejebringe kapital under stress.

Der skal yderligere nævnes, at hvis bankerne tilpasser deres forretningsmodel, så rentemarginalen skal hæves mindre end antaget ovenfor, vil gevinsterne blive større.

Til gengæld er der ikke taget hensyn til de omkostninger, der vil opstå, hvis den skærpede regulering betyder, at nogle risici fjernes fra banksystemet, men i uformindsket form føres over i en ikke-reguleret del af økonomien. Hvis kriser i denne ikke-regulerede del er lige så alvorlige for samfundsøkonomien som kriser i banksystemet, er der selv-

følgelig tale om et tilbageskridt. I den forbindelse skal man også være opmærksom på, at sideløbende med forslagene til ny regulering er der i anden sammenhæng overvejelser om introduktion af nye skatter på bankvirksomhed og/eller på finansielle transaktioner. De forskellige forslag kan tilsammen skabe vanskeligheder for den finansielle sektors funktion i samfundsøkonomien, selv om de øgede kapitalkrav isoleret set er et fremskridt, jf. fx Rangvid (2010)

OMKOSTNINGER VED OVERGANGEN TIL SKÆRPEDE KAPITAL- OG LIKVIDITETSKRAV

Rapporterne fra MAG, jf. BIS (2010a) og BIS (2010c), om de makroøkonomiske konsekvenser af skærpede krav til kapital og likviditet i overgangsfasen er baseret på beregninger, som er udført med et stort antal økonomiske modeller udviklet af de deltagende organisationer. Der er dels tale om strukturelle modeller, dels såkaldte DSGE-modeller med og uden banksektor og dels vektorautoregressive modeller eller andre modeller på reduceret form.

Aktiviteten påvirkes i negativ retning, da bankerne antages at udvide deres rentemarginal, og det vil dæmpe udlån og aktivitet. Muligheden for, at bankerne strammer deres udlånspolitik, er taget i betragtning i nogle beregninger, og i andre fører forskelle i bruttonationalproduktet, BNP, mellem basisforløb og forløb med skærpede kapitalkrav til forskelle i pengepolitikken.

For kapitalkravenes vedkommende analyseres de konkrete forslag fra Baselkomiteen. Frem til 2015 indføres et krav om, at egenkapitalen skal hæves fra mindst 2 pct. af de risikovægtede aktiver til 4,5 pct. Den nye kapitalbevaringsbuffer på 2,5 pct. skal indføres fra 2016 til 2018. Med udgangspunkt i de store internationale bankers kapitalforhold ved udgangen af 2009, hvor det vejede gennemsnit af egenkapitalen udgjorde 5,7 pct. af de risikovægtede aktiver, skal bankerne fremskaffe kapital på mindst 1,3 pct. heraf frem til udgangen af 2018. Det bemærkes i rapporten, at den stikprøve af mindre banker, hvis kapitalforhold blev undersøgt, i gennemsnit havde mere egenkapital end de store.

Konsekvenserne for den økonomiske vækst af at kræve, at bankerne når op på de nye kapitalkrav i 2018, er i henhold til beregningerne beskedne. Efter 35 kvartaler skønnes niveauet for BNP at være 0,17 pct. lavere, end det ellers ville være. Det svarer til, at den årlige økonomiske vækst aftager med 0,03 pct. Derefter vurderes væksten at blive tilsvarende marginalt højere end ellers i de kommende år. Hvis bankerne forcerer at nå de nye, højere kapitalkrav, skønnes BNP at være 0,25 pct. lavere end ellers efter 4½ år svarende til en lavere årlig vækst

på 0,05 pct., inden væksten igen tager til, når kravene er blevet opfyldt.

I Baselkomiteens forslag til likviditetskrav er der indlagt en observationsperiode, så det er mere usikkert end for kapitalkravenes vedkommende, hvordan de fremtidige krav bliver. MAG har vurderet konsekvenserne af, at bankerne øger deres likvide aktiver med 25 pct. og øger varigheden af deres finansiering på engrosmarkedene. Det anslås at føre til en udvidelse af rentemarginalen på 0,14 procentpoint og et fald i niveauet for BNP på 0,08 pct. i forhold til grundforløbet i løbet af 4½ år.

Hvis kapital- og likviditetskravene indføres samtidigt, kan man ikke blot lægge de to resultater sammen, da opfyldelse af det ene krav hjælper på opfyldelse af det andet.

RESULTATERNES USIKKERHED

Som nævnt er beregningerne foretaget af de forskellige deltagere i MAG med en lang række modeller. De ovennævnte resultater angiver medianen af påvirkningen af BNP. For kapitalkravets vedkommende dækker medianværdien for BNP på et 0,17 pct. lavere niveau efter 35 kvartaler over forskelle spændende fra ingen påvirkning til et BNP-niveau, som er 1 pct. lavere.

Resultaterne peger under alle omstændigheder på, at overgangskostningerne er beskedne sammenlignet med det fald i BNP, som fandt sted under krisen. Det danske BNP faldt således mere end 7 pct. fra 2. kvartal 2008 til 2. kvartal 2009.

Beregningerne tager heller ikke hensyn til alle forhold. MAG anfører selv, at BNP vil blive påvirket mere negativt i overgangsfasen, hvis bankerne forcerer udviklingen, så de nye krav opfyldes før tiden. Det samme vil gælde, hvis bankerne vælger at lægge en sikkerhedsbuffer oveni.

Til gengæld vil de negative overgangseffekter blive mindre i den udstrækning, bankerne i løbet af 2010 har styrket kapitalgrundlaget ved ikke at udlodde udbytte eller via aktieemissioner. Endvidere kan porteføljeomlægninger til mere sikre aktiver eller andre tilsvarende justeringer i forretningsmodellerne indebære, at behovet for kapital bliver mindre end ellers.

Slovik og Cournéde (2011) finder i et OECD Working Paper mere negative overgangseffekter af de nye kapitalkrav end MAG. Den årlige vækst beregnes at blive mellem 0,05 og 0,15 pct. lavere end ellers. I forhold til MAG er den vigtigste forskel, at de antager, at bankerne vil bevare den aktuelle kapitaloverdækning i forhold til de aktuelle minimumskrav, hvilket ikke er en uproblematisk antagelse. Den aktuelle kapitaloverdækning afspejler bl.a., at bankerne ved, at der vil komme strengere

kapitalkrav, så de er gået i gang med at opfylde de kommende krav, før de gældende minimumskrav er blevet hævet.

ANDRE VURDERINGER

Den globale sammenslutning af finansielle institutioner, Institute of International Finance, udarbejdede i juni 2010 en rapport, jf. IIF (2010), som gav en væsentligt mere negativ vurdering af omkostningerne ved den foreslåede regulering end Baselkomiteens arbejdsgrupper. I tilfælde af en lang indfasningsperiode på 10 år vurderes de dengang skitserede forslag til ny regulering at ville dæmpe den årlige BNP-vækst med 0,3 pct. i gennemsnit. Beregningerne er foretaget for USA, euroområdet og Japan, og da bankerne er en vigtigere finansieringskilde for erhvervslivet i Europa end i USA og Japan, bliver den negative påvirkning størst i Europa, 0,5 pct. lavere årlig vækst i 10 år. Ved at indfase i løbet af 5 år vil det årlige væksttab være det dobbelte. IIF har regnet på nogle lidt strammere krav til regulering end foreslået, men aktivitetsafdæmpningen må på sammenligneligt grundlag vurderes at være 8 gange så stor som anslået af MAG-arbejdsgruppen, jf. BIS (2010a, side 4).

Denne meget store forskel skyldes i høj grad, at IIF vurderer, at kapital vil blive et knapt gode. Omkostningerne ved at fremskaffe en enhed kapital mere vil derfor være stigende med kapitalbehovet med deraf følgende stigende behov for at hæve udlånsrenterne. Låneefterspørgslen antages at være renteelastisk, og de lavere udlån vurderes at få store konsekvenser for den økonomiske aktivitet, da det antages, at lavere udlånsvækst er ensbetydende med lavere BNP-vækst.

Fra anden side har man kritiseret arbejdsgruppernes antagelse om, at kapitalafkastet ikke sættes ned, når mængden af kapital øges. Det centrale argument er, at jo mere egenkapital en bank har for en given sammensætning af dens aktiver, jo mindre risiko er der ved bankdrift, og det vil mindske investorernes krav til forventet afkast ved køb af bankaktier. Dette såkaldte Modigliani-Miller-teorem vil sige, at bankernes sammenvejede finansieringsomkostninger ikke vil afhænge af finansieringens sammensætning.

Banker adskiller sig fra de fleste andre former for erhvervsvirksomhed ved at have meget lidt egenkapital i forhold til de aktiver, de besidder, jf. fx Kjeldsen (2004). Det indebærer, at bankerne er tilsvarende mere afhængige af anden finansiering, typisk i form af indskud, obligationsudstedelse mv. En række studier peger på det forhold, at bankerne sammenlignet med andre erhvervsvirksomheder har adgang til særligt billig finansiering, fordi myndighederne mange steder i realiteten har udstedt en garanti for, at indskyderne, og ofte også obligationsejerne, ikke lider tab,

hvis en bank kommer i vanskeligheder, jf. fx Miller (1995), Admati mfl. (2010) og Juks (2010). Indskydere og obligationsejere vil i så fald kræve et mindre afkast ved at skyde midler ind i banker end ved at købe fx virksomhedsobligationer. Den implicitte garanti betyder så til gengæld, at der er en reel omkostning ved at skulle opfylde krav om at have mere egenkapital, da andelen af implicit offentligt støttet finansiering falder.

Miles mfl. (2011) prøver at beregne det optimale kapitalkrav for banker, når hovedtræk fra Modigliani-Miller-teoremet inddrages, og de forventede omkostninger ved bankkriser tages i betragtning. Deres analyse inddrager også det forhold, at meget ekstreme udfald er hyppigere end svarende til en normalfordeling med samme middelværdi og varians. De finder, at det optimale er et krav om egenkapital på 16-20 pct. af de risikovægtede aktiver, altså rundt regnet det dobbelte af det foreslåede, og også noget højere end beregnet af Baselkomiteens arbejdsgruppe om Long-Term Economic Impact, når de forudsætter varige negative konsekvenser af bankkriser.

AFRUNDING

Der er hverken enighed om de langsigtede eller de kortsigtede fordele og ulemper ved den foreslåede ændring af bankernes kapital- og likviditetskrav.

De internationale bankers analyse indeholder ikke en vurdering af de mulige langsigtede samfundsmæssige gevinster ved en strammere regulering, men finder, at der skal afholdes nogle store samfundsmæssige omkostninger, mens de skærpede krav bliver indfaset.

I en række andre studier ser forfatterne både på de mulige langsigtede nettogevinster og de overgangsmæssige omkostninger.

Arbejdsgrupperne under Baselkomiteen finder for det første, at en strammere regulering har positive økonomiske konsekvenser på langt sigt, herunder at det er optimalt med lidt højere kapitalkrav end foreslået. Heroverfor skal for det andet stilles de overgangsomkostninger, der vurderes at være, når bankerne skal tilpasse sig de skærpede krav. Den pågældende arbejdsgruppe finder, at der er tale om samfundsmæssige omkostninger under indfasningen, men de er så små, 0,03 pct. lavere BNP-vækst i nogle få år, at det næppe kan registreres i praksis. Andre studier finder større overgangsomkostninger.

Endelig finder nogle akademiske studier, at der er betydelige samfundsmæssige gevinster ved en strammere regulering, og at det vil være optimalt med væsentligt højere kapitalkrav end foreslået.

På baggrund af de forskellige studier og erfaringerne fra den finansielle krise er konklusionen, at den foreslåede regulering vil have positive

samfundsmæssige konsekvenser på lidt længere sigt, og at de overgangsmæssige omkostninger er af en begrænset størrelse. Lidt højere kapitalkrav end foreslået vil formentlig være endnu bedre.

En risiko ved strammere regulering er, at hidtidige bankaktiviteter forsøges flyttet over i en ureguleret skyggebankssektor. Da skyggesektoren ikke vil være omfattet af garantiordninger, er dens finansieringsmuligheder dog begrænsede, men under alle omstændigheder er det en vigtig opgave for myndighederne at sikre, at en sådan udvikling ikke får et stort omfang.

LITTERATUR

Admati, Anat R., Peter M. DeMarzo, Martin F. Hellwig og Paul Pfleiderer (2010), *Fallacies, irrelevant facts, and myths in the discussion of capital regulation: Why bank equity is not expensive*, *Stanford GSB Research Paper*, nr. 2063.

Angelini, P., L. Clerc, V. Cúrdia, A. Gerali, A. Locarno, R. Motto, W. Roeger, S. Van den Heuvel og J. Vlček (2011), *Basel III, Long-term impact on economic performance and fluctuations*, *BIS Working Papers*, nr. 338.

BIS (2010a), *Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements*, Macroeconomic Assessment Group oprettet af the Financial Stability Board og the Basel Committee on Banking Supervision, *Interim Report*, august.

BIS (2010b), *An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements*, Basel Committee on Banking Supervision Long-term Economic Impact working group, august.

BIS (2010c), *Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements*, Macroeconomic Assessment Group oprettet af the Financial Stability Board og the Basel Committee on Banking Supervision, *Final Report*, december 2010.

Harmsen, Mads Peter Pilkjær (2010), *Basel III: Makroprudentiel regulering ved hjælp af modcykliske kapitalbuffere*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

IIF (2010), *Interim report on the cumulative impact on the global economy of proposed changes in the banking regulatory framework*.

Juks, Reimo (2010) *Why banks prefer leverage?* Sveriges Riksbank, *Penning- och Valutapolitik*, nr. 3.

Kjeldsen, Kristian (2004), Kapitalens rolle i banker, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

Miles, David, Jing Yang og Gilberto Marcheggiano (2011), Optimal bank capital, Bank of England, *External MPC Unit Discussion Paper*, nr. 31.

Miller, Merton H. (1995), Do the M&M propositions apply to banks?, *Journal of Banking and Finance*, vol. 19.

Rangvid, Jesper (2010), Strengere kapitalkrav i pengeinstitutter: En vurdering af de (samfunds)økonomiske gevinster og tab, *Finans/Invest*, december.

Slovik, Patrick og Boris Cournéde (2011), Macroeconomic impact of Basel III, *OECD Economics Department Working Papers*, nr. 844.

Ny statistik over strukturerede obligationer

Elena Kabatchenko, Statistisk Afdeling

Nationalbanken har i februar 2011 offentliggjort en ny statistik over strukturerede obligationer. Statistikken er baseret på nye oplysninger fra VP Securities og vil fremover være en del af den danske månedlige værdipapirstatistik. I boks 1 gives en definition på en struktureret obligation og en kort præsentation af den nye statistik.

Strukturerede obligationer er en type investeringsprodukt, som blev introduceret i Danmark i slutningen af 1990'erne, og som siden er blevet meget populært, især blandt private investorer. Nationalbanken har i Rasmussen (2007) tidligere analyseret strukturerede obligationer, og især produkternes høje omkostninger og manglende gennemsigelighed er blevet fremhævet som kritikpunkter. Formålet med den nye statistik er at øge gennemsigtigheden og bidrage til at skabe bedre overblik over bl.a. udviklingen i og sammensætningen af dette marked.

Ifølge den nye statistik er omfanget af strukturerede obligationer vokset fra næsten nul i slutningen af 1990'erne til ca. 66 mia. kr. i 2007-08. Siden er den udestående mængde faldet og udgør i dag knap 34 mia. kr., jf. figur 1. Faldet siden 2008 dækker over både færre og mindre udstedelser. Statistikken giver også et billede af fordelingen af strukturerede obligationer på de underliggende aktivtyper. I begyndelsen af 2000

STRUKTUREREDE OBLIGATIONER I DANMARK

Boks 1

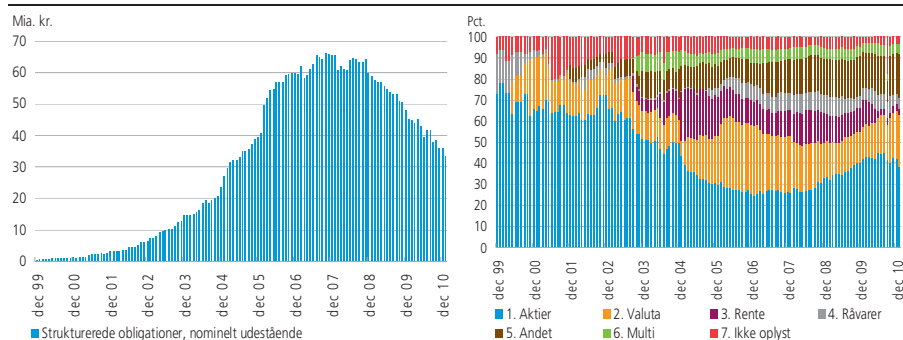
En struktureret obligation (også kaldet garantiobligation eller indekseret obligation) er i den nye statistik defineret som et sammensat finansielt instrument, bestående af en traditionel obligation og en option, hvis afkast afhænger af udviklingen i et eller flere underliggende aktivtyper, såsom aktier, renter, valuta mv. Obligationselementet i strukturerede obligationer er oftest en nulkuponobligation, og udstedere garanterer typisk tilbagebetaling af minimum 100 pct. af hovedstolen ved udløb.

Den nye statistik indeholder følgende oplysninger:

- Udestående mængde og antal produkter fordelt på en række karakteristika: underliggende aktivtype, optionstype, løbetid mv. (data er tilgængelige fra december 1999 og frem)
- Udestående mængde fordelt på investorsektorer og underliggende aktivtyper (data er tilgængelige fra december 1999 og frem)
- Statistik på fondskodeniveau med detaljerede oplysninger for de enkelte produkter/ISIN (data er tilgængelige fra august 2010 og frem).

STRUKTUREREDE OBLIGATIONER I DANMARK, ULTIMO 1999 – PRIMO 2011

Figur 1



havde obligationerne typisk aktier som underliggende aktivtype, hvorimod der i de senere år har været langt større variation. I 2006-08, hvor produkterne havde nogle gyldne år, blev renter, valuta og råvarer i større omfang brugt som underliggende aktivtyper, hvorimod brugen af dem i de senere år igen er aftaget.

FAKTA OM STATISTIKKEN

Den nye statistik er baseret på data fra VP Securities, hvor arrangørerne¹ registrerer detaljerede oplysninger om strukturerede obligationer.

Historiske data fra december 1999 til august 2010 er primært baseret på en database, som blev udarbejdet til brug for analyser af Rasmussen (2007) og Jørgensen mfl. (2009). Databasen indeholder detaljerede oplysninger om 347 strukturerede obligationer, som har været noteret på Københavns Fondsbørs i perioden 1998-2009. Data for de produkter, der fortsat er i omløb, er bekræftet af obligationsarrangørerne.

I tabel 1 er vist en oversigt over statistikens tabelnavne, indhold og henvisning til tabellernes placering

LITTERATUR

Rasmussen, Anne-Sofie Reng (2007), Indekserede obligationer, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

Jørgensen, Peter Løchte, Henrik Nørholm, David Skovmand og Anne-Sofie Reng Rasmussen (2009), Garantiobligationer for private investorer – Et markedsoverblik, *Finans/Invest*, nr. 4.

¹ Den part, som har udviklet og pakket det strukturerede produkt.

STATISTIK OVER STRUKTUREREDE OBLIGATIONER, OVERSIGT

Tabel 1

Tabelbeskrivelse og navn	Hvad indeholder den	Hvor kan den findes
Instrumentkarakteristika Strukturerede obligationer fordelt på forskellige karakteristika (DNVPSTRS)	Udestående mængde (markedsværdi, nominel værdi, antal produkter/ISIN) i strukturerede obligationer fordelt på en række instrumentkarakteristika såsom underliggende aktivtype, optionstype, hovedstolsgaranti, løbetid og kupontype	www.statistikbanken.dk under Penge- og kapitalmarked, Værdipapirstatistik www.nationalbanken.dk under Statistik, Database, Værdipapirstatistik
Holderoplysninger Strukturerede obligationer fordelt på underliggende aktivtype og investorsektor (DNVPSTRH)	Udestående mængde (markedsværdi, nominel værdi) i strukturerede obligationer fordelt på underliggende aktivtyper og investorsektorer	www.statistikbanken.dk under Penge- og kapitalmarked, Værdipapirstatistik www.nationalbanken.dk under Statistik, Database, Værdipapirstatistik
De enkelte ISIN/udstedelser Strukturerede obligationer på fondskodeniveau	Alle registrerede oplysninger for de enkelte produkter/ISIN, ekskl. holderoplysninger	www.nationalbanken.dk , Statistik, Publikationer og data, Strukturerede obligationer på fondskodeniveau

Udgivne Working Papers

Konjunkturcykler, pengepolitisk transmission og stød til
finansiell stabilitet – Empiriske resultater fra et nyt sæt af
kvartalsvise nationalregnskaber for Danmark 1948-2010
af Kim Abildgren 2010 • 71

Liquidity of Danish government and covered bonds –
before, during and after the financial crisis – Preliminary
findings
af Birgitte Vølund Buchholst, Jacob Gyntelberg og
Thomas Sangill 2010 • 70

The incidence of nominal and real wage rigidity:
an individual based sectoral approach
af Philip Du Caju, Filipa Cláudia Duarte, Niels Lynggård
Hansen, Mario Izquierdo og Julián Messina 2010 • 69

Eksportformåen og lønkonkurrenceevne
af Duy Thanh Huynh-Olesen, Kamilla Kristensen og Johanne
Dinesen Riishøj 2010 • 67

Dankort payments as a timely indicator of retail sales in
Denmark
af Maria Carlsen og Peter Ejler Storgaard 2010 • 66

Forecasting direct investment equity income for the Danish
balance of payments
af Jannick Damgaard, Mathies Lau Friis og Robert Weder-
kinck 2010 • 65

Estimating the cross-sectional distribution of price stickiness
from aggregate data
af Carlos Carvalho og Niels Arne Dam 2010 • 64

Pressemeddelelser

17. DECEMBER 2010: NATIONALBANKENS OFFENTLIGGØRELSE AF VALUTAKURSER

Estland bliver pr. 1. januar 2011 det 17. EU-medlemsland, der overgår til euro. Nationalbanken ophører derfor med at offentliggøre en kurs på estiske kroon (EEK) fra 3. januar 2011.

Fra samme tidspunkt tilføjes israelske shekel (ILS) til Nationalbankens daglige valutakursliste. ILS placeres på kurslisten mellem indiske rupee (INR) og SDR.

Nationalbankens valutakurser fastsættes normalt på grundlag af oplysninger fra en række centralbanker på en telekonference, der afholdes af Den Europæiske Centralbank, ECB, kl. 14.15. Valutakurserne offentliggøres til information, og der kan ikke handles valuta i Nationalbanken til de offentliggjorte kurser.

6. FEBRUAR 2011: UDTALELSE AF NATIONALBANKDIREKTØR NILS BERNSTEIN I FORBINDELSE MED, AT AMAGERBANKEN ER OVERTAGET AF FINANSIEL STABILITET

I anledning af, at Amagerbanken er overtaget af Finansiell Stabilitet A/S udtaler nationalbankdirektør Nils Bernstein:

"Amagerbanken har været under stress flere gange i de senere år, og aktiviteterne er nu blevet overtaget af Finansiell Stabilitet A/S i henhold til bestemmelserne i Bankpakke 3.

Det er tilfredsstillende, at vi i Danmark har fået etableret et beredskab til at tage sig af en nødlidende bank på en måde, der giver mindst mulig gene for de almindelige kunder. Dette system er nu bragt i anvendelse.

Amagerbankens langstrakte sårbare situation og endeligt som selvstændigt pengeinstitut ændrer ikke ved Nationalbankens generelle opfattelse af det finansielle systems styrke. Den finansielle sektor som helhed vurderes fortsat at have tilstrækkelig med kapital og likviditet, som udviklingen i dansk økonomi tegner sig."

16. FEBRUAR 2011: MOODY'S OG DANSKE BANKER

Udtalelse fra nationalbankdirektør Nils Bernstein:

"Moody's har nedjusteret en række danske pengeinstitutters rating. Det måtte komme som en logisk konsekvens af Bankpakke 3, der har været i kraft siden 1. oktober 2010", siger Nils Bernstein. "Efter min opfattelse er Bankpakke 3 det rigtige system. Vi kan ikke blive ved med at lade staten holde hånden under pengeinstitutternes store kreditorer. Moody's nedjustering vil givetvis øge pengeinstitutternes finansieringsomkostninger, så de i højere grad afspejler de risici, pengeinstitutterne løber. De samlede virkninger af Bankpakke 3 vil medvirke til at skabe et mere robust og selv bærende finansielt system, som tager færre risici."

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
Nationalbankens udlånsundersøgelse	11
Udvalgte poster fra investeringsforeningernes balance	12
Indenlandske værdipapirer fordelt på ejers hjemland	13
Husholdningernes finansielle aktiver og passiver	14
Virksomhedernes finansielle aktiver og passiver	15
Betalingsbalancens løbende poster (nettoindtægter)	16
Betalingsbalancens hovedposter (netto fra udlandet)	17
Betalingsbalancens porteføljeinvesteringer (netto fra udlandet)	18
Danmarks aktiver og passiver over for udlandet	19
Nationalregnskabets forsyningsbalance	20
EU-harmoniseret forbrugerprisindeks (HICP) og underliggende inflation (IMI)	21
Udvalgte månedlige økonomiske indikatorer	22
Udvalgte kvartalsvise økonomiske indikatorer	23
Valutakurser	24
Effektiv kronekurs	25
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 9. marts 2011.

Danmarks Nationalbank er kilde til tabellerne 1-15, 17-19 og 24-25, dog er Nasdaq OMX Copenhagen kilde til serierne over obligationsrenter og aktiekursindeks i tabel 1. Danmarks Statistik er kilde til tabellerne 16 og 20-23. Beregningerne i tabel 21 og 25 er foretaget af Danmarks Nationalbank på basis af data fra Danmarks Statistik og OECD.

RENTER OG AKTIEKURSIINDEKS

Tabel 1

Gældende ultimo året/fra	Nationalbankens rentesatser			ECB's rente- sats		Penge- markeds- rente, 3 mæne- ders usikret	Effektive obligationsrenter		Aktie- kurs indeks OMXC20 (tidl.KFX)	
	Dis- konto	Udlån	Ind- skuds- beviser	Pri- mære mar- keds- opera- tioner, fast rente ¹			10-årig stat	30-årig realkredit		
	Procent p.a.				Ultimo	Procent p.a.			3.7.89 =100	
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	
2010	0,75	1,05	0,70	1,00	2010	0,87	2,98	4,53	457,58	
2009	25 sep	1,00	1,25	1,15	1,00	feb 10	0,85	3,42	5,03	354,77
	29 sep	1,00	1,25	1,00	1,00	mar 10	0,70	3,37	5,01	383,04
	11 dec	1,00	1,20	0,95	1,00	apr 10	0,70	3,21	4,98	411,50
2010	8 jan	1,00	1,15	0,90	1,00	maj 10	0,50	2,69	4,81	388,69
	15 jan	0,75	1,05	0,80	1,00	jun 10	0,50	2,68	4,80	393,02
	26 mar	0,75	1,05	0,70	1,00	jul 10	0,55	2,76	4,79	410,83
	20 maj	0,75	1,05	0,60	1,00	aug 10	0,62	2,16	4,09	396,38
	27 maj	0,75	1,05	0,50	1,00	sep 10	0,55	2,35	4,15	416,96
	15 okt	0,75	1,05	0,60	1,00	okt 10	0,90	2,61	4,31	424,20
	29 okt	0,75	1,05	0,70	1,00	nov 10	0,80	2,82	4,47	424,77
					dec 10	0,87	2,98	4,53	457,58	
					jan 11	0,84	3,15	4,65	462,11	
2011	9 mar	0,75	1,05	0,70	1,00	feb 11	0,82	3,17	4,71	473,64

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
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	438,4	61,4	220,7	142,1	23,5	47,2	118,4
jul 10	428,7	61,2	191,5	121,0	16,0	0,1	136,9
aug 10	429,2	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
nov 10	419,2	61,1	192,2	111,3	15,3	1,2	125,4
dec 10	418,6	62,5	177,3	132,5	14,5	9,3	137,8
jan 11	430,1	60,3	184,0	120,5	14,8	2,4	133,0
feb 11	446,4	60,7	235,2	66,8	23,9	0,4	90,4

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

Tabel 3

	Statsfinanserne			Nationalbankens nettovalutakøb			Nationalbankens nettoobligationskøb	Andre faktorer	Penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken	
	Indenlandsk bruttofinansieringsbehov	Salg af indenlandske statspapirer mv.	Likviditetspåvirkning	Interventionskøb af valuta, netto	Andet	I alt			Ændring	Ultimo
	Mia. kr.									
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
2010	169,6	160,7	8,8	45,7	4,3	50,0	-0,4	-4,7	53,7	...
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	4,6	-18,1	118,4
jul 10	36,5	8,5	28,0	-8,7	0,3	-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
nov 10	24,2	10,3	13,9	-2,2	0,0	-2,2	0,0	-2,2	9,5	125,4
dec 10	20,9	6,3	14,6	0,2	-0,4	-0,2	-0,5	-1,5	12,4	137,8
jan 11	8,5	14,9	-6,4	0,0	...	...	...	...	...	133,0
feb 11	-27,5	9,5	-37,0	0,0	...	...	...	...	...	90,4

UDVALGTE POSTER FRA MFI-SEKTORENS KONSOLIDEREDE BALANCE

Tabel 4

	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.			
Ultimo	Mia. kr.							
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
2010	6.151,8	146,6	3.700,7	41,9	79,5	1.410,1	1.711,8	-378,0
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	6.347,1	141,5	3.705,3	56,1	77,3	1.446,4	1.765,6	-309,4
nov 10	6.325,0	142,4	3.702,8	29,9	77,8	1.415,4	1.700,4	-385,2
dec 10	6.151,8	146,6	3.700,7	41,9	79,5	1.410,1	1.711,8	-378,0
jan 11	6.094,8	144,2	3.668,1	42,8	81,5	1.400,0	1.702,5	-311,9
Ændring i forhold til året før, pct.								
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	...
2010	...	7,9	1,4	-46,4	21,4	-1,2	3,7	...
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	...
nov 10	...	9,1	1,5	-60,0	22,9	1,7	3,4	...
dec 10	...	7,9	1,4	-46,4	21,4	-1,2	3,7	...
jan 11	...	7,8	0,2	-46,6	19,9	-2,1	1,1	...

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

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

PENGEMÆNGDEN

Tabel 5

	Seddel- og mønt- omløb ¹	Indlån på anfor- dring	M1	Tidsind- skud med opr. løbetid ≤ 2 år	Indlån med opsigel- sesvarsel ≤ 3 mdr.	M2	Genkøbs- forret- ninger	Udstedte obligati- oner mv. med opr. løbetid ≤ 2 år	M3
Ultimo	Mia. kr.								
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
2010	52,6	771,4	824,0	139,8	18,0	981,8	58,2	241,2	1.281,5
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
nov 10	52,1	787,4	839,5	145,2	18,2	1.002,9	38,4	230,3	1.271,7
dec 10	52,6	771,4	824,0	139,8	18,0	981,8	58,2	241,2	1.281,5
jan 11	50,6	767,3	817,9	136,1	18,0	972,0	49,9	127,0	1.149,1
Ændring i forhold til året før, pct.									
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
2010	...	...	0,4	...	...	-4,1	...	...	8,9
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
nov 10	...	...	0,7	...	...	-3,4	...	...	5,9
dec 10	...	...	0,4	...	...	-4,1	...	...	8,9
jan 11	...	...	-2,7	...	...	-6,8	...	...	-6,0

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.							
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
2010	4.196,6	902,7	1.334,6	570,2	494,7	1.156,3	1.118,3	1.489,7
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	570,9	504,6	1.223,7	1.297,3	1.463,6
okt 10	4.347,9	921,8	1.349,0	563,9	496,3	1.154,1	1.174,2	1.513,3
nov 10	4.398,6	977,7	1.338,9	560,7	498,6	1.179,5	1.235,7	1.509,7
dec 10	4.196,6	902,7	1.334,6	570,2	494,7	1.156,3	1.118,3	1.489,7
jan 11	4.079,1	833,4	1.300,3	560,8	488,8	1.159,7	1.050,1	1.476,3
Ændring i forhold til året før, pct.								
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
2010	...	3,0	-1,8	-1,0	-6,6	-3,9	-5,7	5,6
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	0,4	-3,4	-1,3	13,4	5,0
okt 10	...	17,5	-0,6	0,2	-4,1	-6,7	9,3	5,1
nov 10	...	13,4	-1,2	0,0	-5,8	-2,1	7,0	5,7
dec 10	...	3,0	-1,8	-1,0	-6,6	-3,9	-5,7	5,6
jan 11	...	-12,3	-4,5	-0,8	-6,6	-3,4	-16,5	3,4

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.							
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
2010	3.951,5	563,9	2.351,3	1.753,3	532,0	926,1	576,9	3.139,8
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
nov 10	3.384,5	524,7	2.347,7	1.752,5	528,8	401,5	541,4	2.634,0
dec 10	3.951,5	563,9	2.351,3	1.753,3	532,0	926,1	576,9	3.139,8
jan 11	3.209,3	454,4	2.350,5	1.751,4	533,2	302,4	515,7	2.481,6
Ændring i forhold til året før, pct.								
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
2010	...	10,1	3,2	2,4	6,2	-0,2	7,0	3,0
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
nov 10	...	24,9	3,0	2,8	4,9	-5,9	18,7	3,0
dec 10	...	10,1	3,2	2,4	6,2	-0,2	7,0	3,0
jan 11	...	5,9	3,0	2,2	5,7	8,6	6,4	2,6

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									
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
2010	3.708,4	2.323,6	1.281,8	1.357,2	570,2	738,6	2.351,3	1.753,3	543,1
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	2.314,3	1.294,6	1.381,8	570,9	758,8	2.336,6	1.743,5	535,8
okt 10	3.711,6	2.311,3	1.295,7	1.371,6	563,9	759,1	2.340,0	1.747,4	536,6
nov 10	3.709,2	2.313,2	1.293,5	1.361,5	560,7	753,6	2.347,7	1.752,5	539,9
dec 10	3.708,4	2.323,6	1.281,8	1.357,2	570,2	738,6	2.351,3	1.753,3	543,1
jan 11	3.673,4	2.312,2	1.262,0	1.322,9	560,8	717,8	2.350,5	1.751,4	544,3
Ændring i forhold til året før, pct.									
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
2010	0,7	1,6	-0,2	-3,3	-1,0	-4,1	3,2	2,4	5,7
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	2,3	-2,8	-3,8	0,4	-6,9	3,1	2,9	3,7
okt 10	1,1	2,2	-0,6	-2,2	0,2	-3,3	3,0	2,9	3,5
nov 10	0,8	2,1	-0,9	-2,8	0,0	-4,1	3,0	2,8	3,8
dec 10	0,7	1,6	-0,2	-3,3	-1,0	-4,1	3,2	2,4	5,7
jan 11	-0,3	1,4	-2,7	-5,6	-0,8	-8,0	3,0	2,2	5,3

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		Lån i valuta	Afdragsfri lån ¹
Ultimo		Mia. kr.						
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
2010	.....	63,9	648,3	1.641,0	1.190,7	2.353,2	232,3	740,6
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
nov	10	66,1	657,5	1.626,3	1.180,5	2.349,9	232,1	736,7
dec	10	63,9	648,3	1.641,0	1.190,7	2.353,2	232,3	740,6
jan	11	64,0	644,4	1.643,6	1.159,3	2.352,0	231,2	741,6

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. 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	3,6	5,1	4,2	1,2	0,9	1,1	0,6	0,9
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
nov 10	3,7	5,2	4,3	1,2	0,9	1,1	0,6	0,9
dec 10	3,5	5,1	4,1	1,1	0,9	1,0	0,7	0,9
jan 11	3,8	5,2	4,2	1,3	0,9	1,1	0,6	0,9

NATIONALBANKENS UDLÅNSUNDERSØGELSE

Tabel 11

	Ændring i penge- og realkreditinstitutternes kreditpolitik			
	Erhvervsudlån		Udlån til private	
	Udvikling i det pågældende kvartal	Forventninger til udviklingen i det efterfølgende kvartal	Udvikling i det pågældende kvartal	Forventninger til udviklingen i det efterfølgende kvartal
	Nettotal			
4. kv. 08	-68,0	-56,6	-38,0	-18,1
1. kv. 09	-59,8	-27,6	-23,1	-5,2
2. kv. 09	-10,4	-6,7	-1,0	-5,0
3. kv. 09	-3,7	-0,9	-0,1	-4,7
4. kv. 09	2,4	-4,1	-4,5	0,0
1. kv. 10	-7,3	-0,2	-4,5	-4,8
2. kv. 10	0,6	0,9	0,0	4,7
3. kv. 10	1,1	-0,1	-0,3	4,6
4. kv. 10	8,4	10,1	0,0	0,1

Anm.: Et negativt (positivt) tal viser, at kreditpolitikken er strammet (lempet), så det er blevet sværere (lettere) at opnå lån. Nettotallet er institutternes vurdering af ændringerne fra kvartal til kvartal, og det angiver derfor ikke udviklingen i absolutte niveauer. For en mere detaljeret gennemgang se Carina Moselund Jensen og Tania Al-Zagheer Sass, Nationalbankens udlånsundersøgelse - Ny statistik over ændringer i penge- og realkreditinstitutternes kreditpolitik, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2009.

UDVALGTE POSTER FRA INVESTERINGSFORENINGERNES BALANCE

Tabel 12

Ultimo		Balance- sum	Aktiver		Passiver			
			Værdipapir- beholdning		Medlemmernes formue fordelt på sektor			
			Obligati- oner mv.	Aktier mv.	Hushold- ninger	Forsik- rings- selskaber og pen- sions- kasser	Øvrige	Udland
Mia. kr.								
2006		924,7	431,8	385,4	294,3	289,4	305,3	28,8
2007		1.020,7	477,9	411,6	295,2	336,8	322,1	29,2
2008		773,2	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
2010		1.286,3	760,7	384,9	299,0	653,0	235,0	24,6
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		1.115,1	676,1	319,7	281,9	539,1	210,0	26,7
okt 10		1.165,8	713,0	334,3	286,7	578,1	214,6	27,1
nov 10		1.217,2	729,5	360,7	291,1	606,4	218,9	27,5
dec 10		1.286,3	760,7	384,9	299,0	653,0	235,0	24,6
jan 11		1.295,1	770,3	385,8	299,5	652,8	237,2	26,5

INDENLANDSKE VÆRDIPAPIRER FORDELT PÅ EJERS HJEMLAND

Tabel 13

	Obligationer mv.							
	I alt		Heraf:					
			Statspapirer		Realkredit-obligationer			
	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet
	Ultimo	Kursværdi, mia. kr.						
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
2010	3.534,3	555,9	474,2	172,9	2.828,8	358,7	784,4	545,7
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	2.894,8	464,8	432,9	170,5	2.252,0	274,3	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	2.864,3	490,5	473,7	177,9	2.174,6	293,7	666,3	445,0
jun 10	2.977,3	495,3	486,2	191,1	2.261,3	282,5	670,5	463,9
jul 10	2.931,1	527,1	483,3	193,9	2.188,1	312,3	688,3	475,6
aug 10	3.001,6	537,6	500,2	213,4	2.243,2	301,6	652,7	460,3
sep 10	3.075,1	532,7	494,5	207,6	2.348,9	299,3	682,9	491,9
okt 10	2.941,1	544,0	483,6	195,8	2.227,1	322,2	718,9	518,5
nov 10	3.176,6	494,1	471,0	179,3	2.479,3	290,4	725,5	522,0
dec 10	3.534,3	555,9	474,2	172,9	2.828,8	358,7	784,4	545,7
jan 11	2.770,0	599,3	461,8	190,6	2.084,4	385,6	789,1	549,9

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

HUSHOLDNINGERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER

Tabel 14

	Aktiver					Passiver		
	Kontan- ter og bankind- skud mv.	Obligati- oner mv.	Aktier og andele i investe- ringsfo- reninger mv.	Opspa- ring i livsforsik- rings- og pensions- ordninger mv.	I alt	Lån mv.	Finansiel netto- formue	I alt
Ultimo	Mia. kr.							
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	2.282	1.976	4.258
2008	907	178	794	1.787	3.665	2.463	1.202	3.665
2009	928	171	911	1.923	3.933	2.581	1.352	3.933
3. kv. 09	913	174	906	1.874	3.867	2.552	1.315	3.867
4. kv. 09	928	171	911	1.923	3.933	2.581	1.352	3.933
1. kv. 10	945	168	1.025	2.010	4.149	2.639	1.510	4.149
2. kv. 10	956	156	996	2.102	4.209	2.660	1.549	4.209
3. kv. 10	949	153	1.017	2.178	4.297	2.686	1.610	4.296

VIRKSOMHEDERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER

Tabel 15

	Aktiver				Passiver				
	Kontanter, bankindskud og afgivne kreditter mv.	Obligationer mv.	Aktier og andele i investeringsfor- retninger mv.	I alt	Forpligtelser			Finansiell netto- formue	I alt
					Lån mv.	Udstedte obliga- tioner mv.	Udstedte aktier mv.		
Ultimo	Mia. kr.								
2005	792	162	2.197	3.151	1.345	143	3.218	-1.554	3.150
2006	817	148	3.082	4.046	1.580	139	4.428	-2.101	4.047
2007	919	133	2.921	3.974	1.727	118	4.281	-2.153	3.973
2008	1.086	104	1.765	2.956	1.942	109	2.507	-1.600	2.957
2009	1.090	104	1.920	3.114	1.889	138	2.638	-1.552	3.113
3. kv. 09	1.063	115	1.927	3.105	1.908	123	2.639	-1.565	3.105
4. kv. 09	1.090	104	1.920	3.114	1.889	138	2.638	-1.552	3.113
1. kv. 10	1.126	110	2.177	3.413	1.949	140	2.993	-1.669	3.413
2. kv. 10	1.159	105	2.102	3.367	1.971	129	2.915	-1.649	3.367
3. kv. 10	1.165	109	2.076	3.350	1.984	132	2.924	-1.690	3.350

Anm: Virksomheder er defineret som ikke-finansielle selskaber.

BETALINGSBALANCENS LØBENDE POSTER (NETTOINDTÆGTER)

Tabel 16

	Varer (fob)	Tjenester	Vare- og tjeneste- balance	Løn- og formue- indkomst	Løbende overførsler	Løbende poster i alt
	Mia. kr.					
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
2010	50,5	49,4	99,9	23,9	-30,1	93,6
jan 09 - dec 09	42,7	23,6	66,4	21,0	-28,4	59,0
jan 10 - dec 10	50,5	49,4	99,9	23,9	-30,1	93,6
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	2,1	6,9	1,7	-3,7	4,8
mar 10	9,1	2,1	11,2	-1,4	-3,1	6,8
apr 10	4,2	5,1	9,3	1,1	-2,3	8,1
maj 10	1,8	3,5	5,4	3,1	-2,2	6,2
jun 10	3,8	4,4	8,2	1,9	-2,2	7,9
jul 10	7,0	4,0	11,0	1,2	-2,3	9,9
aug 10	3,5	6,3	9,8	1,1	-2,2	8,7
sep 10	5,7	5,4	11,1	3,4	-2,2	12,3
okt 10	3,8	5,0	8,8	3,3	-2,1	10,0
nov 10	4,7	5,0	9,7	3,2	-1,8	11,1
dec 10	1,0	5,2	6,2	3,6	-2,0	7,8

BETALINGSBALANCENS FINANSIELLE POSTER (NETTO FRA UDLANDET)

Tabel 17

	Fordrings- erhverv- else, netto ¹	Kapitalimport				Andet ³	National- bankens transakti- oner med udlandet ⁴
		Direkte investeringer		Porteføl- jeinveste- ringer ²	Anden kapital- import		
		Danske i udlandet	Uden- landske i Danmark				
	Mia. kr.						
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
2010	94,4	-24,8	0,3	-4,4	71,7	-110,7	26,5
jan 09 - dec 09	58,8	-36,9	15,9	74,3	195,4	-19,4	288,0
jan 10 - dec 10	94,4	-24,8	0,3	-4,4	71,7	-110,7	26,5
dec 09	4,9	24,8	-13,1	-44,4	16,1	17,1	5,4
jan 10	0,2	-7,0	6,3	-19,4	53,0	-13,0	20,0
feb 10	4,9	-12,7	-11,5	16,3	8,1	-4,9	0,3
mar 10	6,8	1,1	2,0	-39,4	33,1	-3,2	0,4
apr 10	8,1	-8,3	5,4	43,7	-52,6	-10,1	-13,8
maj 10	6,3	-2,3	14,1	-10,0	23,6	3,1	34,7
jun 10	7,9	-4,9	-0,4	29,5	-22,1	-19,7	-9,7
jul 10	9,9	-9,5	4,5	19,1	-2,7	-27,3	-6,0
aug 10	8,8	1,5	2,7	-22,9	3,7	9,6	3,3
sep 10	12,3	-8,3	4,3	-69,3	88,5	-25,2	2,3
okt 10	10,0	29,2	-11,6	15,0	-50,9	1,1	-7,1
nov 10	11,1	-11,1	18,0	-65,5	35,4	14,0	2,0
dec 10	7,9	7,4	-33,3	98,5	-45,6	-34,9	0,1

¹ Omfatter løbende poster i alt og kapitaloverførsler mv.² Kan afvige fra totalen i Tabel 18, da porteføljeinvesteringer offentliggøres 1-2 uger tidligere end betalingsbalancens samlede finansielle poster.³ Omfatter fejl og udeladelser.⁴ Omfatter transaktioner i *alle* Nationalbankens udenlandske mellemværender og ikke alene ændring i de mellemværender, der indgår i valutareserven. Sidstnævnte offentliggøres ved pressemeddelelse 2. bankdag i måneden og fremgår af tabel 2.

BETALINGSBALANCENS PORTEFØLJEINVESTERINGER (NETTO FRA UDLANDET) Tabel 18

		Danske værdipapirer			Udenlandske værdipapirer		I alt ¹
		Obligationer i kroner	Obligationer i valuta	Aktier	Obligationer	Aktier	
2006	.....	16,3	70,0	-34,4	-21,5	-133,8	-103,4
2007	.....	26,2	73,1	15,0	-96,0	-49,8	-31,5
2008	.....	-59,1	141,2	11,4	-91,1	50,7	53,1
2009	.....	-5,6	162,6	43,1	-83,4	-42,4	74,3
2010	.....	79,5	-34,5	41,0	-58,0	-32,6	-4,6
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	16,2
mar	10	-6,8	5,3	5,3	-36,8	-6,4	-39,4
apr	10	27,7	16,8	2,2	0,4	-3,3	43,8
maj	10	-13,4	-17,8	-1,2	23,2	-0,8	-10,0
jun	10	6,2	25,8	6,5	-7,3	-1,7	29,5
jul	10	25,3	3,2	-3,3	0,3	-6,5	19,0
aug	10	14,0	-45,9	1,0	5,1	2,9	-22,9
sep	10	5,3	-94,3	3,0	14,6	2,1	-69,3
okt	10	19,1	9,8	9,5	-17,5	-5,9	15,0
nov	10	-26,0	-12,9	-0,9	-20,0	-5,6	-65,4
dec	10	17,7	68,9	12,3	9,4	-10,1	98,2
jan	11	43,6	-0,1	0,7	-12,9	-10,9	20,4

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

¹ Kan afvige fra "Porteføljeinvesteringer" i Tabel 17, da betalingsbalancens samlede finansielle poster offentliggøres 1-2 uger senere.

DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER OVER FOR UDLANDET

Tabel 19

Ultimo	Direkte investeringer		Portefølje-investeringer		Finansielle derivater, netto	Andre investeringer			Danmarks Nationalbank	I alt
	Egen-kapital	Koncern-lån	Aktier mv.	Obligationer mv.		Handelskreditter	Lån og indskud	Andre		
	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	643	378	448	782	84	45	1.101	37	226	3.744
2009	718	375	608	925	23	38	927	32	400	4.044
3. kv. 09	722	370	566	889	33	41	956	33	400	4.010
4. kv. 09	718	375	608	925	23	38	927	32	400	4.044
1. kv. 10	779	388	653	1.014	41	43	987	34	423	4.362
2. kv. 10	821	405	648	1.031	70	46	968	32	483	4.505
3. kv. 10	795	424	663	1.025	90	46	1.067	34	474	4.618
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	507	295	242	1.198	•	42	1.398	40	121	3.842
2009	478	302	348	1.361	•	35	1.402	38	5	3.969
3. kv. 09	480	306	337	1.427	•	34	1.366	38	8	3.996
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	4.256
2. kv. 10	514	309	431	1.510	•	34	1.495	39	42	4.374
3. kv. 10	518	304	453	1.396	•	37	1.660	41	37	4.446
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	136	84	206	-416	84	3	-297	-3	105	-99
2009	240	73	260	-437	23	3	-476	-6	395	76
3. kv. 09	242	64	229	-537	33	6	-410	-6	392	14
4. kv. 09	240	73	260	-437	23	3	-476	-6	395	76
1. kv. 10	293	88	242	-396	41	13	-589	-8	421	106
2. kv. 10	307	96	217	-478	70	12	-527	-7	441	131
3. kv. 10	277	121	210	-371	90	9	-593	-7	437	173

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

NATIONALREGNSKABETS FORSYNINGSBALANCE

Tabel 20

	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		
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
2010	1.747,7	852,5	516,5	287,5	-3,9	1.652,7	875,4	780,3
4. kv. 09	429,3	212,9	129,2	75,8	-5,4	412,5	202,0	185,2
1. kv. 10	417,2	209,1	126,2	65,8	-3,3	397,9	199,0	179,7
2. kv. 10	438,3	210,8	129,7	74,1	2,3	416,9	219,5	198,1
3. kv. 10	439,5	208,7	128,8	70,7	0,5	408,7	230,1	199,3
4. kv. 10	452,8	223,9	131,8	76,9	-3,4	429,2	226,8	203,3
Realvækst i forhold til året før, pct.								
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
2010	2,1	2,1	1,7	-4,1	...	1,8	2,4	1,9
4. kv. 09	-3,3	-0,7	2,8	-14,5	...	-4,3	-8,7	-11,0
1. kv. 10	-0,7	3,0	2,3	-16,4	...	-1,2	-2,7	-3,9
2. kv. 10	2,8	1,5	2,9	1,2	...	3,9	2,6	5,1
3. kv. 10	3,5	1,7	1,3	-2,0	...	2,5	4,8	2,7
4. kv. 10	2,7	2,4	0,5	1,3	...	2,1	4,8	3,7
Realvækst i forhold til sidste kvartal (sæsonkorregeret), pct.								
4. kv. 09	0,5	0,3	0,5	-2,6	...	0,3	-0,4	-0,8
1. kv. 10	0,9	1,9	0,3	-3,2	...	0,2	1,2	-0,3
2. kv. 10	1,3	-0,9	0,7	6,8	...	2,5	1,6	4,3
3. kv. 10	0,9	0,5	-0,3	-2,0	...	-0,6	2,5	-0,6
4. kv. 10	-0,4	0,8	-0,2	0,1	...	0,0	-0,5	0,3

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

Tabel 21

	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.										
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
2010	2,2	9,2	2,1	1,2	2,8	3,9	0,8	0,9	1,7	0,5
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
4. kv. 10	2,5	9,1	4,5	1,1	2,9	4,0	0,7	0,8	3,8	-0,6

Anm.: Vægtfordelingen afspejler vægtgrundlaget januar 2009.

¹ Nettoprisindekset er renset for moms, afgifter og pristilskud.² Kerneinflationen er afgrænset som stigningen i HICP ekskl. energi og fødevarer.³ Varer og tjenester ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser udgør 60,9 pct. af HICP's vægtgrundlag og 53,2 pct. af nettoprisindekset. Forskellen afspejler, at de samme varer og tjenester fylder forskelligt i de to indeks, og er ikke et udtryk for afgiftsindholdet i forbrugerpriserne.⁴ Opsplitningen af nettoprisindekset på import og IMI er baseret på Danmarks Statistiks input-output tabel.⁵ Import input omfatter et input af indirekte energiindhold.⁶ IMI udtrykker den indenlandske markedsbestemte inflation. For en detaljeret gennemgang af IMI, se Bo William Hansen og Dan Knudsen, Indenlandsk markedsbestemt inflation, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2005.

UDVALGTE MÅNEDLIGE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 22

		Arbejdsløshed		Mængdeindeks		Tvangs- auktioner	Nyregi- streriner af person- biler	For- bruger- tillids- indika- tor	Sammensat konjunktur- indikator for		
		Pct. af arbejds- styrken							Industri	Bygge- og anlægs- virk- somhed	Service
		Brutto ¹	Netto	Industri ² 2005=100	Detail- handel 2005=100							Stk.	Nettotal
2006	...	3,9	105,7	103,5	1.231	156.719	10,5	9	21	24	
2007	3,7	2,8	107,0	104,9	1.392	162.481	7,5	5	9	20	
2008	2,7	1,9	106,7	101,7	2.840	150.663	-7,7	-7	-16	3	
2009	4,7	3,5	88,2	97,0	4.140	112.249	-5,0	-17	-44	-13	
2010	6,0	4,2	90,5	96,7	5.222	153.604	1,8	3	-35	4	
Sæsonkorrigeret											
feb 10	5,9	4,3	87,2	96,1	463	10.576	3,3	2	-47	3	
mar 10	5,9	4,3	88,7	98,6	486	12.619	0,8	6	-41	0	
apr 10	5,9	4,2	87,0	93,9	371	11.762	2,4	5	-33	1	
maj 10	5,9	4,1	90,6	97,6	460	12.828	1,7	8	-33	5	
jun 10	6,0	4,1	95,1	95,9	444	12.612	-1,7	6	-34	6	
jul 10	6,2	4,2	94,9	96,2	438	12.241	3,5	5	-33	4	
aug 10	6,1	4,1	90,6	96,5	382	13.038	4,7	4	-32	3	
sep 10	6,2	4,2	94,1	96,3	419	13.339	2,1	5	-28	5	
okt 10	6,2	4,2	90,4	96,7	445	13.759	1,2	2	-32	4	
nov 10	6,1	4,2	89,9	96,6	411	14.392	2,5	-2	-33	9	
dec 10	6,1	4,1	89,6	96,6	429	13.919	1,8	-1	-30	4	
jan 11	6,1	4,2	92,9	96,8	436	14.632	1,9	4	-31	8	
feb 11	...	...	...	...	441	...	1,0	3	-21	11	

¹ Inklusive aktiverede.² Eksklusive skibsværfter.

UDVALGTE KVARTALSVISE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 23

	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			
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	158,6	143,0	100,1
2009	2.866	2.016	162,9	163,2	145,7	88,1
2010	2.808	1.948	166,6	167,3	149,5	...
Sæsonkorrigeret						
4. kv. 09	2.811	1.955	164,1	164,9	147,1	88,3
1. kv. 10	2.808	1.948	165,6	166,5	149,1	88,9
2. kv. 10	2.818	1.956	166,0	166,7	148,9	91,1
3. kv. 10	2.805	1.943	167,0	168,1	149,7	91,0
4. kv. 10	2.799	1.946	167,7	168,9	150,3	...
Vækst i forhold til året før, pct.						
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
2010	-2,0	-3,3	2,3	2,5	2,6	...
4. kv. 09	-5,1	-7,9	2,3	2,5	2,1	-5,1
1. kv. 10	-4,0	-6,3	2,5	2,7	3,2	1,6
2. kv. 10	-2,3	-4,0	2,2	2,6	2,6	3,6
3. kv. 10	-1,3	-2,4	2,2	2,5	2,4	2,7
4. kv. 10	-0,4	-0,5	2,2	2,4	2,2	...

VALUTAKURSER

Tabel 24

		EUR	USD	GBP	SEK	NOK	CHF	JPY
		Kroner pr. 100 enheder						
		Gennemsnit						
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
2010	.....	744,74	562,57	869,02	78,15	93,02	540,60	6,4299
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
dec	10	745,28	563,81	879,47	82,23	94,22	580,90	6,7607
jan	11	745,18	558,00	879,82	83,62	95,30	583,22	6,7529
feb	11	745,55	546,27	880,93	84,84	95,34	574,71	6,6116

EFFEKTIV KRONEKURS

Tabel 25

Gennemsnit	Nominel effektiv kronekurs	Forbrugerpriser		Real effektiv kronekurs baseret på forbrugerpriser	Real effektiv kronekurs baseret på timelønninger	Forbrugerpriser i euroområdet
		Danmark	Udlandet			
	1980=100					
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	116,8	107,8
2009	107,8	262,4	243,8	116,5	120,6	108,1
2010	104,0	268,4	246,8	113,8	116,4	...
feb 10	105,7	266,6	244,7	115,6	...	108,4
mar 10	105,4	268,2	245,9	115,5	118,1	109,4
apr 10	104,8	268,6	246,5	114,7	...	109,9
maj 10	103,3	268,6	246,9	113,4	...	110,0
jun 10	102,2	268,2	246,9	112,3	116,0	110,0
jul 10	102,9	268,2	246,7	112,8	...	109,7
aug 10	102,8	269,0	246,9	112,7	...	109,9
sep 10	102,8	270,1	247,5	112,9	115,5	110,1
okt 10	104,4	269,9	248,0	114,0	...	110,5
nov 10	103,9	270,1	248,3	113,5	...	110,6
dec 10	102,7	270,3	249,6	111,9	116,2	111,3
jan 11	102,5	270,6	249,5	111,8	...	110,5
feb 11	102,9	...	...	...	...	...

Ændring i forhold til året før, pct.

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	3,6	3,3
2009	1,9	1,3	-1,2	4,9	3,2	0,3
2010	-3,6	2,3	1,2	-2,3	-3,4	...
feb 10	-1,0	1,9	-0,6	1,2	...	0,9
mar 10	-2,4	2,2	-0,2	-0,3	-2,1	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	-3,7	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	-4,1	1,8
okt 10	-3,7	2,5	1,9	-3,1	...	1,9
nov 10	-4,2	2,6	2,0	-3,3	...	1,9
dec 10	-5,0	2,8	2,2	-4,0	-3,9	2,2
jan 11	-4,2	2,7	2,4	-3,6	...	2,3
feb 11	-2,7	...	...	...	...	...

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 finansiel statistik i elektroniske publikationer umiddelbart efter udarbejdelse. En publicering af ny statistik for et område består af følgende to dele:

Nyt-publikation med tekst og figurer, der belyser udviklingstendenser, samt 1-2 sider med oversigtstabeller.

Tabeltillæg indeholdende tabeller med størst mulig detaljeringsgrad samt beskrivelser af de kilder og metoder, der ligger til grund for statistikkerne.

Tabel- og figurtekster i Nyt-publikationerne er oversat til engelsk i lighed med tabeltekster og beskrivelser af kilder og metoder i tabeltillæg.

Statistikbank

Ovennævnte statistiske publikationer suppleres af en database med alle tidsserier, der indgår i publikationerne. Tidsserierne i databasen opdateres samtidig med udsendelsen af de tilsvarende publikationer og indeholder data tilbage i tid så langt som muligt. Fra 1. oktober 2007 har Danmarks Statistik og Nationalbanken indledt et samarbejde, hvorefter Nationalbankens statistik offentliggøres via Danmarks Statistiks "Statistikbanken". Nationalbankens del af "Statistikbanken" kan tilgås direkte via: nationalbanken.statistikbank.dk.

Særlige opgørelser

I særlige opgørelser offentliggøres statistikker af tematisk karakter, som ikke udarbejdes regelmæssigt.

Udgivelseskalender

En udgivelseskalender for de statistiske publikationer dækkende løbende måned samt følgende 3 måneder fremgår af Nationalbankens websted.