Danmarks Nationalbank

Kvartalsoversigt 2. kvartal Del 1

2011

DANMARKS NATIONAL BANK 2011

KVARTALSOVERSIGT, 2. 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 10. juni 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 – 3. kvartal 2011, planlægges offentliggjort 15. september 2011.

Rosendahls - Schultz Grafisk A/S
ISSN 0107-1289
(Online) ISSN 1398-3857

Indhold

Seneste økonomiske og monetære udvikling 1

DANSK OG INTERNATIONAL ØKONOMI

Hvordan virker pengepolitikken i Danmark? 49

Peter Drejer, Statistisk Afdeling, Marianne Clausager Koch, Morten Hedegaard Rasmussen, Morten Spange og Søren Vester Sørensen, Økonomisk Afdeling

Pengepolitiske renteændringer påvirker potentielt husholdninger og virksomheder gennem to kanaler, nemlig rentekanalen og kreditkanalen. I Kvartalsoversigtens del 2 analyseres disse kanaler nærmere. Denne oversigtsartikel giver en ikke-teknisk sammenfatning af hovedresultaterne. Vi finder, at der er et højt gennemslag fra de pengepolitiske renter til bankernes detailrenter. Der er dog indikationer af, at det er blevet mindre i forbindelse med finanskrisen. Ifølge kreditkanalen kan en ændring i de pengepolitiske renter desuden påvirke det samlede udbud af lån. Analysen peger ikke på, at denne kanal har væsentlig betydning i Danmark. Dansk økonomi er blevet betydeligt mere rentefølsom siden midten af 1990'erne, primært som følge af øget gældsætning og udbredelsen af rentetilpasningslån til boligfinansiering. Hvis pengepolitikken er "passende" i forhold til konjunktursituationen, kan en stor rentefølsomhed være en fordel. Omvendt, hvis ændringer i de pengepolitiske renter er uafhængige af konjunktursituationen, men i stedet fx skyldes, at det er nødvendigt at imødegå et spekulativt pres på kronen, kan det virke konjunkturforstærkende.

Internationale råvarepriser: cykel, boble eller niveauskifte? 59

Niels Peter Hahnemann og Marianne Clausager Koch, Økonomisk Afdeling

Priserne på råvarer viste en opadgående tendens fra årtusindskiftet og frem til finanskrisen i 2008. Efter et brat prisfald i kølvandet på krisen er råvareprisstigningerne nu vendt tilbage. Artiklen sætter den aktuelle udvikling på råvaremarkederne i et historisk perspektiv og diskuterer, om de senere års prisstigningsbølger afspejler cykliske forhold, en spekulationsdrevet boble eller en strukturelt betinget stigning i de relative priser. Hovedforklaringen på de seneste prisstigninger er, at mere råvareintensive vækstøkonomier, især Kina, har fået en større vægt i verdensøkonomien siden 2000, og at især olieproduktionen ikke har kunnet følge med denne udvikling.

Råvarepriser og inflation i Danmark 77
Morten Spange, Økonomisk Afdeling
Råvarepriserne har svinget meget de senere år. Artiklen ser i den forbindelse på afsmitningen fra råvarepriser til forbrugerpriser i en dansk kontekst. Stigende råvarepriser vil uundgåeligt føre til et løft i forbrugerpriserne. Det er imidlertid afgørende, at de ikke gennem løndannelsen fører til en vedvarende stigning i inflationen. Erfaringerne fra det seneste årti tyder dog på, at stigninger i råvarepriserne kun påvirker inflationen midlertidigt.

FINANSIELLE FORHOLD

Penge- og valutamarkedet under krisen 87
Anders Jørgensen, Handelsafdelingen, Paul Lassenius Kramp, Carina Moselund Jensen og Lars Risbjerg, Økonomisk Afdeling
Pengemarkedet, der omfatter bankernes indbyrdes lån, spillede en central rolle under finanskrisen. I efteråret 2008 frøs pengemarkederne til, og kronen kom under pres, da internationale investorer trak sig ud af mindre valutaer. Denne oversigtsartikel giver et ikke-teknisk sammendrag af analyser i Kvartalsoversigtens del 2 om baggrunden for, at det danske penge- og valutamarked blev ramt under krisen, konsekvenserne heraf og Nationalbankens tiltag i forbindelse hermed. Nationalbanken gennemførte en række tiltag, som understøttede pengeinstitutternes likviditet i kroner, euro og dollar. Empiriske analyser viser, at pengeinstitutternes likviditetssituation generelt blev forbedret herved. Kronen forblev stabil under krisen. Krisen viste dog, at der i krisesituationer er behov for en stor valutareserve, og Nationalbanken har mere end fordoblet valutareserven i forhold til udgangspunktet før krisen i efteråret 2008.

Afviklingstider for betalinger i Danmark 97
Jesper Bakkegaard, Tommy Meng Gladov og Anders Mølgaard Pedersen, Betalingsformidlingskontoret
I Danmark tager det minimum én dag at gennemføre en betaling og længere tid i forbindelse med weekender og helligdage, hvilket ikke er tidssvarende. Andre lande, som Danmark ofte sammenlignes med, har de senere år omlagt deres betalingssystemer, så det er blevet muligt at gennemføre betalinger inden for samme dag. En arbejdsgruppe ledet af Nationalbanken skal inden udgangen af i år udarbejde et beslutningsgrundlag med konkrete tiltag, der kan reducere afviklingstiden for betalinger i Danmark.

DOKUMENTATION

50 år med Kvartalsoversigten 107
Kim Abildgren, Økonomisk Afdeling
Det første nummer af Kvartalsoversigten udkom i maj 1962, og i 2011 offentliggøres dermed den 50. årgang af publikationen. I artiklen gives et kort rids af de store forandringer, som Kvartalsoversigtens udformning og indhold har undergået i tidens løb. Den Kvartalsoversigt, som Nationalbanken offentliggør i vore dage, er betydeligt mere informativ end for 50 år siden. Det afspejler en udvikling i retning af større gennemsigtighed i penge- og valutapolitikken, som har karakteriseret centralbanker verden over gennem de seneste par årtier.

Nils Bernsteins tale på Realkreditforeningens årsmøde 30. marts 2011 113

Nils Bernsteins tale på Realkreditrådets årsmøde 27. april 2011 121

Pressemeddelelser 127

Tabelafsnit

Seneste økonomiske og monetære udvikling

SAMMENFATNING

Opsvinget i verdensøkonomien er fortsat præget af store forskelle i den økonomiske udvikling på tværs af regioner og lande. I vækstøkonomierne fortsætter fremgangen i højt tempo. I nogle af disse lande er der tendenser til overophedning, der indebærer en risiko for et tilbageslag, hvis ikke den økonomiske politik strammes op i tide. I USA tyder de seneste nøgletal på en afdæmpning af væksten, mens den japanske økonomi er inde i et midlertidigt tilbageslag som følge af katastrofen i marts. I Europa er der høj vækst i lande som Tyskland og Sverige, hvorimod væksten i Grækenland, Irland, Portugal og Spanien hæmmes af store statsgældsproblemer.

Fremgangen i verdensøkonomien har sammen med forstyrrelser på markedernes udbudsside medført markante stigninger i råvarepriserne. Som følge heraf ligger stigningerne i forbrugerpriserne nu over inflationsmålsætningerne i en lang række lande. Der er dog fortsat en betydelig ledig kapacitet i de fleste avancerede økonomier, hvilket lægger en dæmper på kerneinflationen. På den baggrund ventes de pengepolitiske renter kun at stige i et behersket tempo fra det nuværende lave niveau.

De høje og stigende offentlige gældskvoter medfører et stort behov for finanspolitisk konsolidering i de avancerede økonomier i de kommende år. På kort sigt udgør de offentlige finanser i Grækenland, Irland og Portugal den største trussel mod den økonomiske og finansielle stabilitet i Europa. Især skaber situationen i Grækenland stor usikkerhed. På det globale plan er der i øjeblikket ikke udsigt til økonomisk-politiske tiltag, der kan hindre en tilbagevenden til de store uligevægte på betalingsbalancerne, som blev opbygget i årene op til finanskrisen.

I dansk økonomi er fem kvartaler med vækst blevet afløst af to kvartaler med fornyet tilbagegang i bruttonationalproduktet, BNP. Tilbageslaget afspejler primært en stor tilbageholdenhed i det private forbrug og de private investeringer i kølvandet på finanskrisen. Den private sektors opsparingsoverskud ligger nu på det højeste niveau siden 2. Verdenskrig. Det er ikke sandsynligt, at opsparingsoverskuddet vil forblive på dette niveau gennem længere tid. Det seneste halvårs tilbagegang i dansk økonomi ventes derfor afløst af fornyet vækst, efterhånden som

opsparing og investering vender tilbage til mere normale niveauer. Hvor hurtigt dette sker, kan ikke siges med sikkerhed. Det store opsparingsoverskud i den private sektor udgør en stor opdæmmet købekraft, som hurtigt kan blive omsat i øget forbrug og øgede investeringer, hvis der kommer et positivt omslag i husholdningernes og virksomhedernes forventninger. For at sikre en langvarig og holdbar fremgang er det vigtigt, at stigningen i arbejdsudbuddet og produktionskapaciteten kan følge med den ventede stigning i den private efterspørgsel. En forsigtighedsbetragtning tilsiger derfor, at der fortsat planlægges en tilbageholdende finanspolitik for de kommende år. Behovet for en konsolidering af de offentlige finanser taler ligeledes for en forsigtig finanspolitik.

INTERNATIONAL ØKONOMI OG FINANSIELLE MARKEDER

Den internationale konjunkturfremgang fortsætter, men der er stadig store forskelle på væksttempoet i de enkelte lande. De seneste nationalregnskabstal viser et fortsat højt vækst tempo i Sverige og Tyskland, mens der har været mere moderat fremgang i USA, Storbritannien og resten af euroområdet set under ét. Det er navnlig fremstillingssektorerne, der har drevet opsvinget i de avancerede økonomier, bl.a. via eksport til vækstøkonomierne.

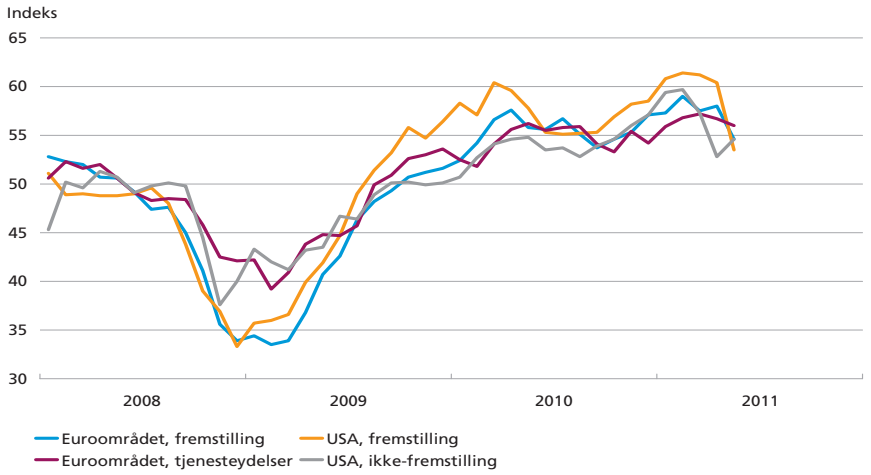
På det seneste er usikkerheden omkring den internationale økonomi dog steget. Det skyldes især fornyet tvivl om holdbarheden af den offentlige gæld i Grækenland, Irland og Portugal samt en række skuffende økonomiske nøgletal i USA. Katastrofen i Japan og højere fødevare- og energipriser drevet bl.a. af uro i Mellemøsten og Nordafrika bidrager også til usikkerheden. De fleste tillidsindikatorer tyder imidlertid på, at den økonomiske fremgang vil fortsætte. Den seneste udvikling i de såkaldte Purchasing Managers Indeks, PMI, for både fremstillings- og servicesektorerne peger således på fortsat økonomisk vækst i USA og euroområdet i 2. kvartal, jf. figur 1.

Forventningerne om en fortsættelse af opsvinget afspejles også i udviklingen på aktiemarkederne, hvor kursudviklingen understøttes af de generelt positive indtjeningsudsigter for virksomhederne. Figur 2 viser indeks for den usikkerhed om aktiekursudviklingen, som er indbygget i priserne på aktieoptioner i USA og euroområdet. De forskellige stød til verdensøkonomien gennem 2011 har kun kortvarigt ført til øget usikkerhed på markederne, og usikkerheden er omtrent på samme niveau som ved begyndelsen af året. Det tyder på, at investorernes tillid til opsvinget er relativt robust.

De lange renter er fortsat på et meget lavt niveau, bl.a. som følge af lave pengepolitiske renter og store likviditetstilførsler fra centralbankerne.

UDVIKLINGEN I PMI FOR USA OG EUROOMRÅDET

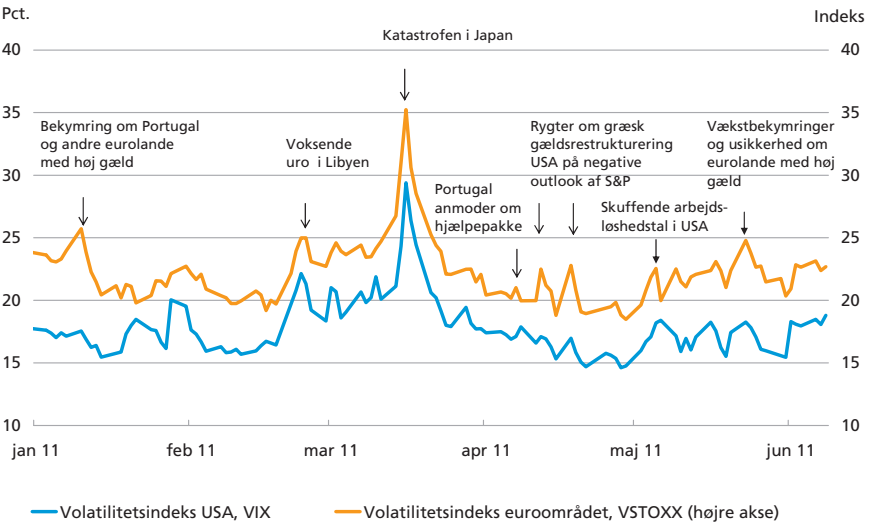
Figur 1



Anm.: Purchasing Managers Index, PMI, bygger på en spørgeundersøgelse, hvor erhvervsledere tager stilling til virksomhedens situation i forhold til sidste måned. En værdi over/under 50 angiver en vurdering af, at der er sket en forbedring/forværring sammenholdt med måneden før.
Kilde: Reuters EcoWin og Bloomberg.

USIKKERHEDSMÅL I AKTIEMARKEDERNE

Figur 2



Anm.: VIX-indekset er den implicitte volatilitet på optioner baseret på S&P 500-indekset, og VSTOXX-indekset er det tilsvarende mål for EUROSTOXX 50-indekset. Implicit volatilitet angiver den forventede volatilitet (de forventede relative udsving i aktiekurserne). Den beregnes ud fra prisen på en række call- og put-optioner. Call-optioner giver køber ret, men ikke pligt, til at købe et aktiv til en given pris. Put-optioner giver køber ret, men ikke pligt, til at sælge et aktiv til en given pris. Jo større udsving en investor forventer i aktivets pris, jo mere er en option værd, da sandsynligheden for, at optionen kan realiseres med gevinst, stiger. Den implicitte volatilitet beregnet ud fra optionspriserne er derfor udtryk for de forventede udsving i aktiekursindeksene. En høj værdi af VIX-indekset er således ensbetydende med store forventede udsving i S&P 500 de næste 30 dage og dermed en betydelig risiko for investorerne.
Kilde: Reuters EcoWin.

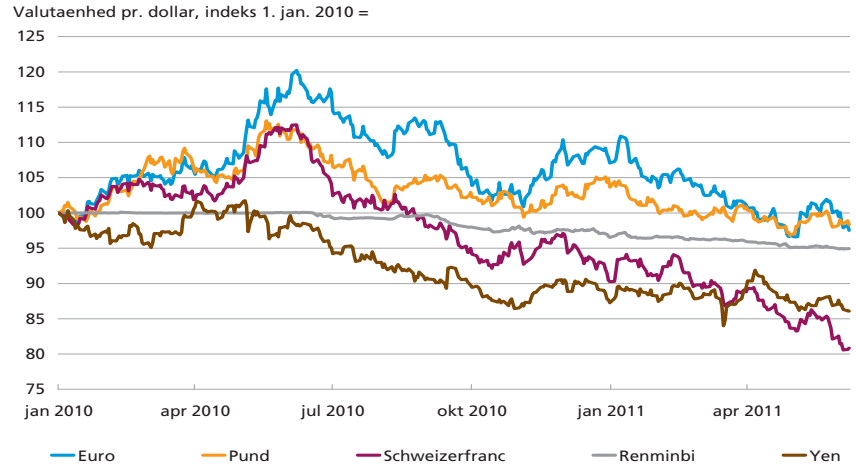
De lave lange renter er også udtryk for moderate langsigtede inflationsforventninger, da der fortsat er betydelig ledig produktionskapacitet i de avancerede økonomier.

Forventninger til hurtigere pengepolitiske rentestigninger i euroområdet end i USA har medvirket til, at dollaren er svækket over for euroen siden årsskiftet, jf. figur 3. Disse forventninger har mere end opvejet den negative indvirkning på eurokursen, der udgår fra uroen i euroområdets randlande.

Efter jordskælvet i Japan 11. marts 2011 var der en tendens til styrkelse af japanske yen ud fra en forventning om, at japanske forsikringsselskaber ville repatriere oversøiske investeringer for at betale erstatninger, som det skete efter Kobe-jordskælvet i 1990'erne. Da en stærkere yen blev vurderedet at være uhensigtsmæssig for den japanske økonomi, intervenerede G7-landenes centralbanker 18. marts 2011 i valutamarkedet, og den umiddelbare tendens til en appreciering af den japanske valuta blev stoppet.

Ud over de tragiske menneskelige tab som følge af jordskælvet er den økonomiske aktivitet blevet påvirket. Specielt fremstillingssektoren er ramt som følge af ødelagte produktionsfaciliteter og elektricitetsmangel. Den japanske industriproduktion faldt således med 15 pct. i marts 2011, og BNP faldt 0,9 pct. i 1. kvartal. Produktionsforstyrrelserne kan risikere at spredes ud over Japans grænser gennem de globale forsyningskæder, hvor japanske virksomheder har en væsentlig rolle som underleverandører, navnlig i elektronik- og bilindustrien. Dertil kommer mulige effekter på forbrugs- og erhvervstilliden. Genopbygningsarbej-

VALUTAKURSER Figur 3



Anm: Fald indikerer styrkelse over for dollar.
Kilde: Reuters EcoWin.

der og de japanske myndigheders økonomisk-politiske stimuli vil i den kommende tid delvis kompensere for faldet i den økonomiske aktivitet. OECD har i sin seneste prognose skønnet et fald i Japans BNP på 0,9 pct. i 2011.

Påvirkningerne fra katastrofen i Japan ventes for det meste at være begrænset til landet selv og regionen deromkring. Økonomierne i Europa ventes ikke at blive påvirket i større omfang. De internationale organisationers vækstskøn afspejler forventninger om fortsat pæn økonomisk vækst i de avancerede økonomier som helhed, jf. tabel 1.

Væksten i de avancerede økonomier i 2011 skønnes ikke at blive kraftig nok til at lukke de betydelige negative produktionsgab, der er opstået som følge af den globale økonomiske og finansielle krise, jf. figur 4.

Indtil videre har opsvinget heller ikke været tilstrækkeligt til at sikre en mærkbar sænkning af ledigheden i euroområdet under et. I USA halter udviklingen i ledigheden markant efter den normale udvikling i en konjunkturfremgang, jf. figur 5. Det moderate fald i ledigheden i USA siden toppunktet i 2009 skyldes delvis et konjunkturbetinget fald i arbejdsstyrken.

I Danmarks nærområder har der i 2010 været høj vækst, især i Sverige og Tyskland. Væksten i begge lande ventes også i de kommende år at være højere end i hovedparten af OECD-landene. Det er et eksempel på, at lande, der før krisen havde en robust makroøkonomi og undgik en overophedning, står i en stærkere position ved udgangen af krisen.

En række lande havde i perioden op til krisen betydelige interne og eksterne ubalancer. Det skyldtes i mange tilfælde flere års overdreven

INTERNATIONALE ORGANISATIONERS VÆKSTSKØN FOR UDVALGTE LANDE Tabel 1

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

[1] Europa-Kommissionens forårsprognose maj 2011.
[2] OECD, *Economic Outlook*, maj 2011.
[3] IMF, *World Economic Outlook*, april 2011.

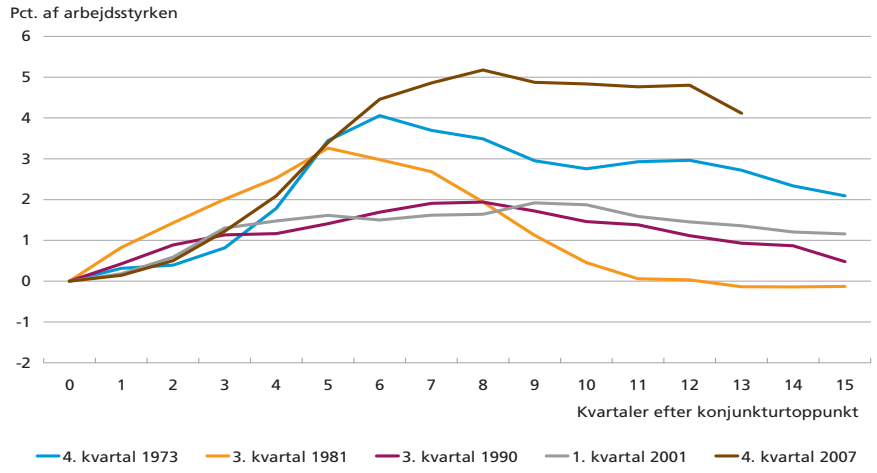
PRODUKTIONSGAB Figur 4

Kilde: IMF, *World Economic Outlook,* april 2011.

forbrugsvækst og en for lempelig finanspolitik. I nogle tilfælde var denne udvikling endvidere ledsaget af en overophedning på boligmarkedet. Som vist i figur 6 har lande, der før krisen havde opbygget en større udlandsgæld, generelt haft en svagere udvikling i den samlede produktion i kølvandet på krisen.

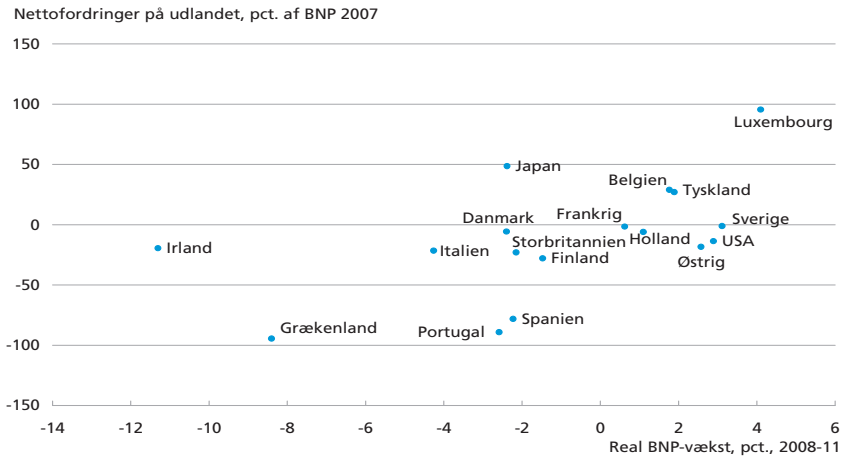
Tilsvarende er der en klar tendens til, at lande, der havde højere stigninger i boligpriserne i perioden 1995-2008, har haft lavere vækst i de senere år. Dertil kommer, at overophedede boligmarkeder typisk har

USA – ÆNDRINGER I LEDIGHEDSPROCENTEN GENNEM FORSKELLIGE RECESSIONER OG OPSVING Figur 5



Kilde: OECD, *Economic Outlook,* nr. 89.

NETTOFORDRINGER PÅ UDLANDET OG BNP-VÆKST 2008-11 Figur 6



Kilde: IMF.

været ledsaget af bankkriser, hvilket traditionelt forværrer og forlænger en konjunkturnedgang[1].

Vækstøkonomierne har haft en markant fremgang siden krisens bund, og overophedningspres er begyndt at vise sig nogle steder. Det kan på sigt medføre risiko for et nyt tilbageslag. Kreditvæksten i nogle af disse økonomier har udgjort 25-30 pct. det seneste år. Den stærke økonomiske aktivitet i vækstøkonomierne har givet sig udslag i højere råvarepriser, jf. figur 7. Disse lande forbruger mere energi pr. enhed BNP, men forbruget af energi og fødevarer pr. indbygger er fortsat lavt i sammenligning med avancerede økonomier. Højere råvarepriser må derfor i et vist omfang ventes at være en langsigtet tendens[2]. Faldet i dollarens kurs over for toneangivende valutaer vil også bidrage til at øge råvarepriserne målt i dollar. Dertil kommer, at den politiske uro i Nordafrika og Mellemøsten har ført til bekymringer om forstyrrelser i olieforsyningerne. Den deraf følgende frygt for højere fremtidige oliepriser er i et vist omfang slået igennem på den aktuelle spotpris.

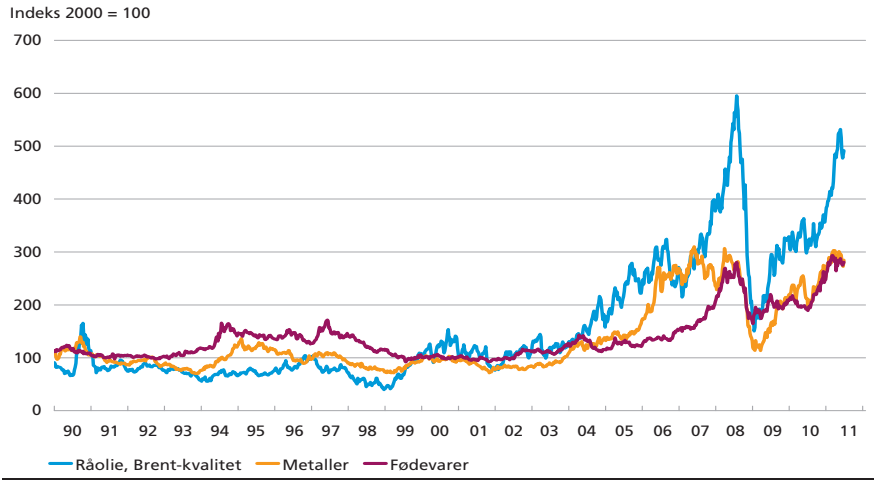
De stigende råvarepriser har medført markante stigninger i forbrugerpriserne, og inflationstakten i mange avancerede økonomier overstiger nu inflationsmålsætningerne. Den hurtigere prisstigningstakt medfører øgede risici for anden-runde-effekter på inflationen, fx gennem krav om højere lønstigninger.[3] Der er dog som helhed fortsat betydelig ledig

1 Se bl.a. Stijn Claessens mfl., How do business cycles and financial cycles interact?, *IMF Working Paper,* nr. 88, april 2011.

2 Se nærmere herom i artiklen af Niels Peter Hahnemann og Marianne Clausager Koch, Internationale råvarepriser: cykel, boble eller niveauskifte?, side 59.

3 En nærmere drøftelse af inflationsproblematikken i dansk økonomi findes i artiklen af Morten Spange, Råvarepriser og inflation i Danmark, side 77.

PRISER PÅ OLIE OG ANDRE RÅVARER Figur 7



Kilde: Reuters EcoWin.

kapacitet i de avancerede økonomier, og kerneinflationen er generelt moderat, om end stigende, jf. figur 8.

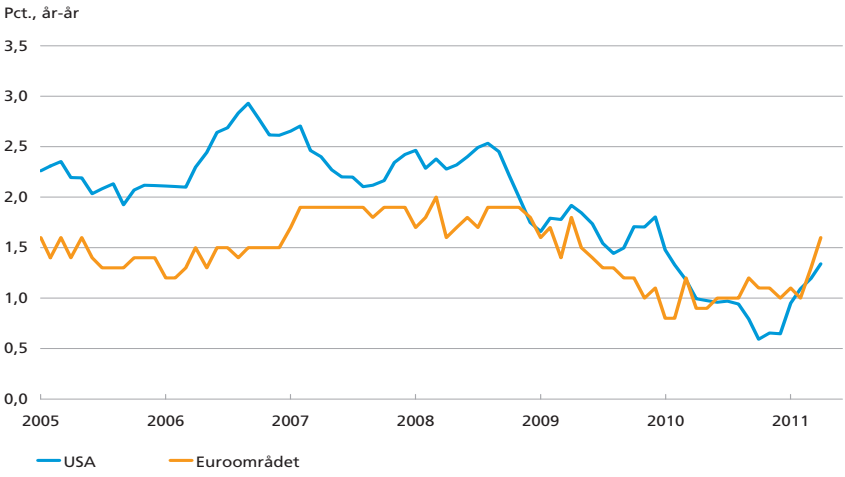
Alt i alt har vækstudsigterne for verdensøkonomien vist sig forholdsvis robuste over for forskellige stød til økonomien. Høje råvarepriser er indregnet i de seneste prognoser fra de internationale organisationer, men fortsatte usikkerhedsmomenter indebærer øget risiko for, at den økonomiske vækst vil skuffe. OECD vurderer, at en forøgelse af olieprisen med 10 dollar pr. tønde råolie på kort sigt fører til en nedgang i BNP-væksten i de avancerede økonomier på 0,2 procentpoint[1]. Sådanne negative effekter kan blive forstærket, hvis højere råvarepriser fører til anden-runde-effekter på inflationen og dermed nødvendiggør en hurtigere opstramning af pengepolitikken.

En anden betydelig risikofaktor er statsgældsproblemerne i dele af euroområdet og deres samspil med den fortsatte sårbarhed i den finansielle sektor. I USA udgør ejendomsmarkedet stadig en væsentlig risiko, der tynger både den finansielle sektor og husholdningernes balancer. Indtil videre ventes katastrofen i Japan at have begrænsede effekter for verdensøkonomien som helhed, men udgør stadig en negativ risikofaktor, dels via Japans rolle i produktionskæden i vigtige industrier, dels via muligheden for negative virkninger på tilliden hos forbrugere og investorer i regionen.

Omvendt kan væksten også overraske positivt. Den private sektors faste investeringer faldt meget gennem krisen, og selv om de er begyndt

[1] OECD, *Economic Outlook*, maj 2011, side 1.

KERNEINFLATION Figur 8



Anm: Kerneinflationen er ændringen i forbrugerpriserne ekskl. ikke-forarbejdede fødevarer og energi.
Kilde: Reuters EcoWin.

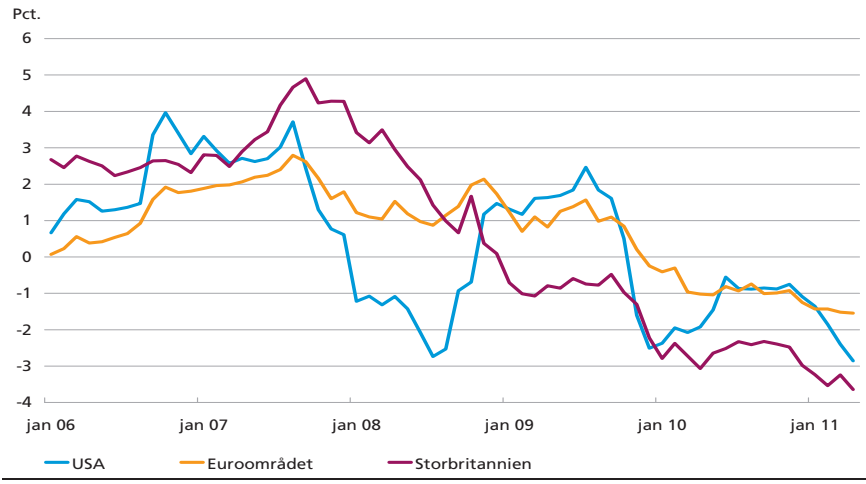
at stige igen, afspejler fremgangen ikke helt forbedringen i virksomhedernes indtjening og finansielle situation. Husholdningernes opsparingskvote steg meget igennem krisen. Det kan derfor også bidrage til at øge væksten på kortere sigt, hvis husholdningernes opsparingstilbøjelighed falder mere end ventet. Boligmarkederne er vendt i en række lande. Kombineret med de højere aktiekurser og et mere fastforankret opsving kan det give basis for et større fald i de private opsparingskvoter, end der er indregnet i de økonomiske prognoser.

International økonomisk politik

Væksten i den internationale økonomi er skiftet fra at være drevet af finans- og pengepolitiske stimuli til at være mere selvbærende. Forventningen er, at privatforbrug og erhvervsinvesteringer i højere grad vil bidrage til væksten i de kommende år. De pengepolitiske renter er stadig meget lave i overensstemmelse med fortsat store negative produktionsgab og en relativt beskeden kerneinflation. I USA og Japan gennemføres der endvidere kvantitative pengepolitiske lempelser. For USA's vedkommende afsluttes det såkaldte QE2-program ved udgangen af 2. kvartal, hvor den amerikanske centralbank, Federal Reserve, har opkøbt statsobligationer med længere løbetid for i alt 600 mia. dollar. Federal Reserve har annonceret, at afdragene på dens beholdninger af disse papirer vil blive geninvesteret i statsobligationer, men centralbanken har ikke planer om yderligere obligationsopkøb.

Normaliseringen af de pengepolitiske renter ventes at ske meget gradvis i de kommende år i takt med, at produktionsgabet langsomt

REALRENTER USA, EUROOMRÅDET OG STORBRITANNIEN Figur 9



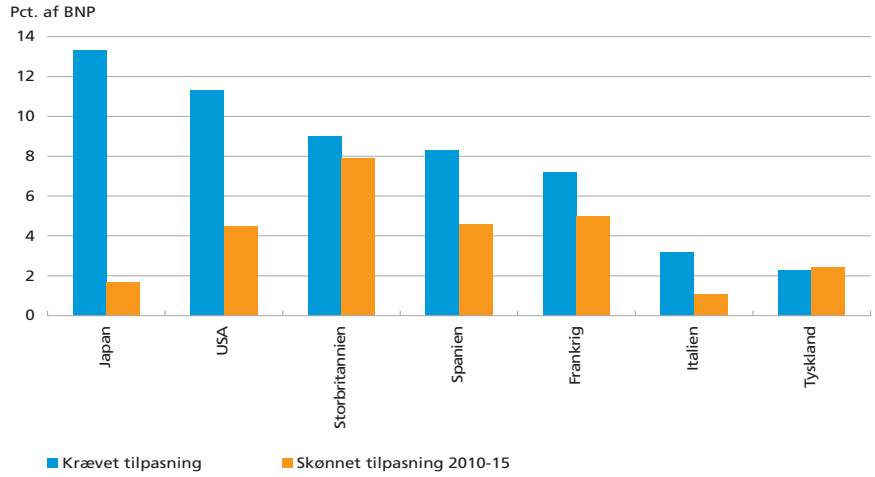
Anm.: Realrenten er målt ved en 3-måneders Libor-referencerente fratrukket den aktuelle forbrugerprisinflation.
Kilde: Reuters EcoWin.

lukkes. Pengepolitikken i de avancerede økonomier vil dermed fortsat understøtte opsvinget i de nærmeste år. De lempelige pengepolitiske betingelser indebærer sammen med prisudviklingen således negative realrenter, jf. figur 9.

Risikoen for bl.a. negative markedsreaktioner skaber nu behov for at gennemføre finanspolitiske konsolideringer i de avancerede økonomier. I de fleste europæiske lande er konsolideringen allerede begyndt i 2011. Som vist i figur 10 planlægger de større EU-lande i årene frem til 2015 en tilpasning i de offentlige finanser, som vil bidrage til at stabilisere den offentlige gæld. I USA og Japan er der alvorlige udfordringer med hensyn til at opnå finanspolitisk holdbarhed.

Indtil videre har markederne reageret relativt roligt på den manglende finanspolitiske holdbarhed i USA og Japan, men det er vigtigt at begynde tilpasningen, før højere renter gør udfordringen endnu større. Usikkerhed om den finanspolitiske holdbarhed kan føre til pludselige og markante ændringer i markedsrenter og valutakurser. Markedsreaktionen på Standard & Poors' advarsel om en mulig nedgradering af den amerikanske statsgæld var et eksempel på dette, om end den var relativt kortvarig. Størrelsen af den amerikanske økonomi og dens fortsatte status som "sikker havn" beskytter i et vist omfang mod sådanne pludselige markedstilpasninger, mens Japan hjælpes af, at statsgælden langt overvejende finansieres af japanske investorer. For at fremme en stabil vækst i verdensøkonomien i de kommende år er det vigtigt, at der i USA vedtages en troværdig plan, som begynder at tage hånd om de finanspolitiske udfordringer.

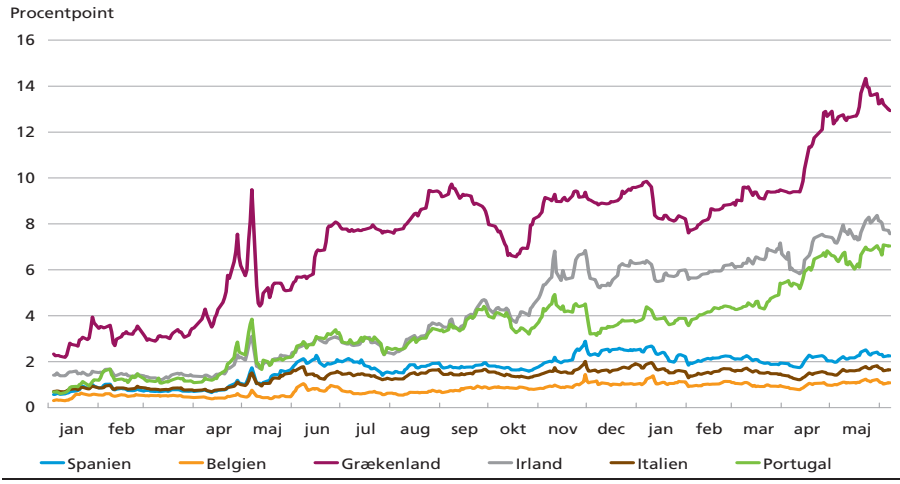
KRÆVET FINANSPOLITISK TILPASNING FOR AT STABILISERE DEN OFFENTLIGE GÆLD I 2030 PÅ 60 PCT. AF BNP Figur 10



Anm.: Beregningen viser den krævede tilpasning frem til 2020, der vil være nødvendig for at stabilisere den offentlige gæld i 2030 på 60 pct. af BNP (for Japan antages det, at den offentlige bruttogæld stabiliseres på 200 pct. af BNP).
Kilde: IMF, *World Economic Outlook*, april 2011.

På kort sigt udgør de offentlige finanser i Grækenland, Irland og Portugal den største trussel mod den økonomiske og finansielle stabilitet i Europa. De høje renter, jf. figur 11, og CDS-spænd på den offentlige gæld i disse lande viser, at markedet kalkulerer med en betydelig sandsynlighed for, at de bliver nødt til at restrukturere deres gæld inden for de næste fem år. Det gælder især for Grækenland.

RENTESPÆND I EURO-LANDE MED HØJ GÆLD Figur 11



Anm.: Figuren angiver rentespændet i forhold til Tyskland på statsobligationer med 10 års løbetid.
Kilde: Reuters EcoWin.

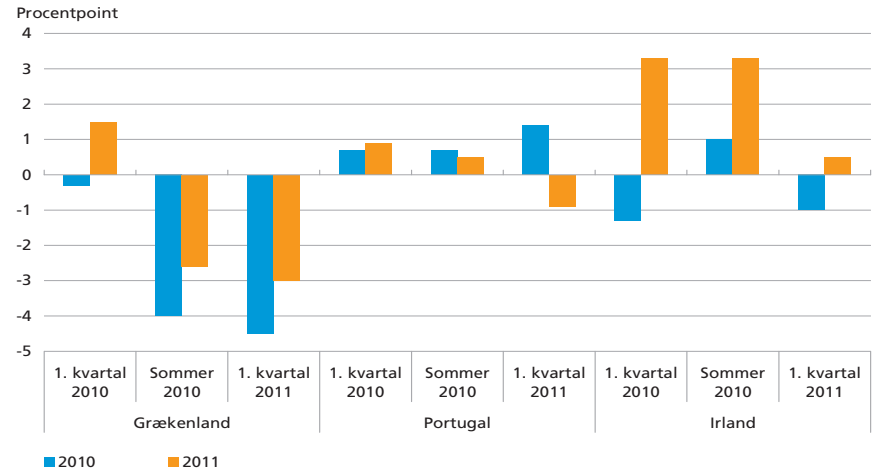
De tre lande har indgået aftaler med den Internationale Valutafond, IMF, og EU om hjælpeprogrammer, som skal give dem tid til at foretage økonomiske tilpasninger for at gøre gældssituationen holdbar. For Irlands og Grækenlands vedkommende foregår den finanspolitiske konsolidering inden for rammerne af hjælpeprogrammer fra 2010, mens Portugal 20. maj 2011 fik godkendelse fra IMF's bestyrelse til et fælles hjælpeprogram fra IMF og EU på i alt 78 mia. euro.

De store økonomiske ubalancer betyder, at Grækenland, Irland og Portugal skal gennemføre meget omfattende økonomiske reformer for at få økonomien ind på et holdbart spor. Grækenland og Irland har indtil nu gennemført betydelige stramninger af finanspolitikken på 5-8 pct. af BNP, men de tre lande skal igennem en ny omfattende konsolidering på 6-9 pct. af BNP for at stabilisere gælden.

De finanspolitiske udfordringer forstærkes af svage vækstudsigter og høje renteniveauer. Vækstskønnene for 2011 er løbende nedjusteret, jf. figur 12, og de nuværende markedsrenter i Grækenland, Irland og Portugal er væsentligt højere end forudsat i låne- og stabilitetsprogrammerne. Den store gæld, jf. figur 13, og de høje renter vil medføre stigende rentebetalinger de kommende år.

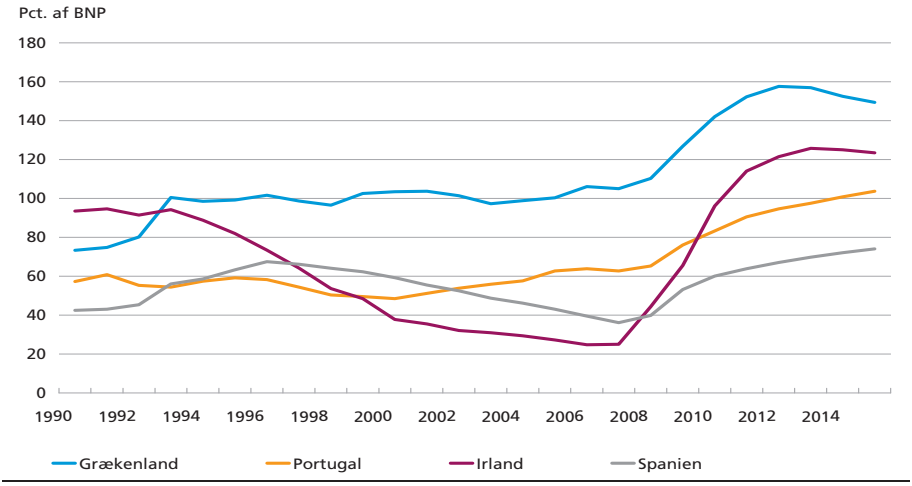
Navnlig virker situationen i Grækenland overordentlig vanskelig, da landet på trods af store finanspolitiske tilpasninger ikke har opfyldt låneprogrammets hidtidige målsætninger for den offentlige saldo. Grækenland har endvidere haft svært ved at gennemføre de nødvendige strukturelle reformer, især med hensyn til at opkræve skatter og frasælge offentlige aktiver. Med det nuværende høje gælds- og renteniveau

VÆKSTSKØN FOR 2010 OG 2011 OVER TID Figur 12



Kilde: IMF-landerapporter og nationale finansministerier.

OFFENTLIG GÆLD I PCT. AF BNP – 1990-2015 Figur 13



Anm.: Tallene for 2011-16 er IMF's skøn.
Kilde: IMF, *World Economic Outlook*, april 2011.

vil det næppe være muligt for landet at vende tilbage til markedet i begyndelsen af 2012, som ellers antaget i programmet. Rentespændene indikerer en betydelig frygt for, at Grækenland vil være tvunget til at omstrukturere sin gæld.

En nedskrivning af den græske gæld rummer imidlertid alvorlige problemer for Grækenland selv og risiko for afsmitning til andre lande. Det ville påføre de græske banker store tab og problemer med at sikre både kapitalgrundlaget og likviditeten. Det ville også yderligere kunne øge risikopræmierne og udskyde tidspunktet for, hvornår den græske stat kan sikre finansiering af sin gæld på markedsvilkår. Ud over de svære konsekvenser for den græske økonomi ville en realisering af tab på græske statspapirer kunne smitte af på andre gældsplagede lande i form af endnu højere rentespænd. En gældsnedskrivning vil også indebære tab for investorer mere bredt i de europæiske lande med deraf følgende risiko for finansielle problemer. Endelig vil en nedskrivning ramme både de bilaterale lån til Grækenland fra andre europæiske lande og Den Europæiske Centralbanks, ECB's, eksponering mod græske statsobligationer. ECB har tilkendegivet, at en nedskrivning af græsk gæld vil medføre, at græske statsobligationer ikke længere vil være gyldige som sikkerhedsgrundlag for pengepolitiske lån fra ECB i henhold til ECB's regler for sikkerhedsstillelse.

På baggrund af de akutte vanskeligheder for græsk økonomi har den græske regering og repræsentanter for IMF, Europa-Kommissionen og ECB ved den nylige gennemgang af det græske hjælpeprogram indgået en foreløbig aftale. Den indebærer nye finans- og strukturpolitiske tiltag

i Grækenland samt forstærkede initiativer til at privatisere græske statsejede aktiver. Betinget af disse tiltag lægges der op til supplerende lån fra de europæiske stabiliseringsmekanismer, EFSF og EFSM[1], til den græske stat. Samtidig diskuteres mulighederne for at tilskynde private ejere af græske statsobligationer til at acceptere en forlængelse af deres løbetid eller til at genplacere indfrielser af eksisterende gæld i nye græske obligationer for derved at mindske behovet for finansiering via EFSF og EFSM.

En revision af det græske hjælpeprogram efter de nævnte retningslinjer vil skulle godkendes af det græske parlament, IMF's bestyrelse og EU-landene i løbet af juni eller senest i begyndelsen af juli 2011.

Situationen i Portugal og Irland er umiddelbart mere håndterbar, men meget vil afhænge af udviklingen i væksten, og der vil under alle omstændigheder være behov for yderligere finanspolitiske tilpasninger. Navnlig de svage vækstudsigter i Portugal kan gøre det vanskeligt at sikre holdbare offentlige finanser. Det økonomiske hjælpeprogram indeholder en lang række initiativer, der skal styrke vækstpotentialet i den portugisiske økonomi, herunder arbejdsmarkedsreformer og liberalisering af dele af økonomien, som hidtil har været underlagt en omfattende offentlig regulering.

Den såkaldte trojka (IMF, Kommissionen og ECB) har efter den første gennemgang af det irske hjælpeprogram konkluderet, at Irland gør gode fremskridt under programmet, men at landet stadig står over for store udfordringer med at sikre finanspolitisk konsolidering og styrke og reformere den finansielle sektor.

I vækstøkonomierne er de største udfordringer at undgå overophedning. Det vil mange steder kræve en stramning af den makroøkonomiske politik. I en række asiatiske vækstøkonomier er der navnlig behov for mere fleksible valutakurser, strammere pengepolitik og strukturreformer med henblik på at fremme den hjemlige efterspørgsel. Det gælder især Kina, hvor væksten i høj grad har været drevet af infrastrukturinvesteringer og eksport. De kinesiske myndigheder er begyndt at stramme pengepolitikken gennem strengere reservekrav som reaktion på stigende priser og meget kraftig kreditvækst. Det kan føre til lidt lavere vækst på kort sigt, men er nødvendigt for at undgå en overophedning, som i givet fald ville medføre en mere alvorlig vækstnedgang på mellemlangt sigt.

---

[1] 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.

Behovet for økonomisk-politiske tilpasninger afspejles i de betydelige uligevægte på betalingsbalancerne, der fortsat præger den internationale økonomi. Meget store ubalancer indebærer, at underskudslandene opbygger gæld i et uholdbart tempo. Hvis markedet pludselig mister tilliden, kan der opstå gældskriser og finansielle kriser, og det kan udløse et internationalt økonomisk tilbageslag. Det er vigtigt, at den internationale økonomiske politik justeres, så en tilbagevenden til store globale ubalancer undgås. Det indebærer et behov for øget opsparing i underskudslandene, navnlig USA, via finanspolitiske stramninger. Dette må kombineres med øget fleksibilitet i valutakurserne i de asiatiske vækstøkonomier og strukturreformer, der kan nedbringe den ofte meget høje private opsparing og fremme den hjemlige efterspørgsel i disse lande.

De højere oliepriser kan tilsige en vis uligevægt på betalingsbalancerne på mellemlangt sigt. For de olieproducerende lande vil det være hensigtsmæssigt at opspare en del af den midlertidige indtægt, som udvinding af en begrænset resurse udgør. Det vil nødvendigvis medføre, at de olieproducerende lande i en periode vil have betydelige betalingsbalanceoverskud. De seneste prognoser fra de internationale organisationer tyder på, at dette element af de globale ubalancer vil have større betydning i de kommende år.

PENGE- OG VALUTAFORHOLD

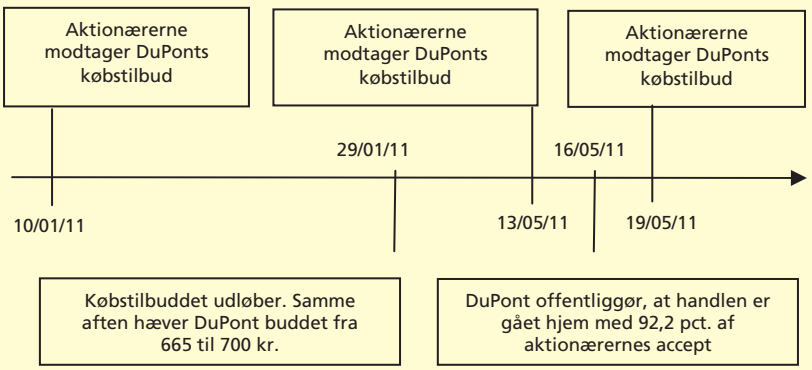
Kronen har i de seneste måneder ligget stabilt over for euro meget tæt på centralkursen i ERM2. Kronekursen blev ikke nævneværdigt påvirket af salget af Danisco, idet aktørerne på kronevalutamarkedet selv var i stand til at absorbere de afledte kapitalbevægelser på omkring 31 mia. kr., jf. boks 1. Nationalbanken har fra først i marts 2011 til sidst i maj netto solgt valuta for 0,4 mia. kr. i forbindelse med intervention i valutamarkedet. Valutareserven steg i samme periode med 7 mia. kr. og udgjorde ved udgangen af maj 453,4 mia. kr. Stigningen kan primært tilskrives statslig lånoptagelse. Staten optager udenlandske lån af hensyn til valutareserven. Som udgangspunkt optager staten lån i udenlandsk valuta svarende til afdragene på den eksisterende udenlandske gæld. I 2011 har staten udenlandske afdrag på 4,3 mia. euro (32 mia. kr.).

Nationalbanken forhøjede med virkning fra 7. april indskudsbevis-, folio- og udlånsrenten samt diskontoen med 0,25 procentpoint til henholdsvis 0,95, 0,85, 1,30 og 1,00 pct. Det skete som følge af, at ECB ved rentemødet i begyndelsen af april annoncerede en stigning på 0,25 procentpoint i renten ved de ugentlige primære markedsoperationer og på

DUPONTS OPKØB AF DANISCO OG KRONEKURSEN Boks 1

Den 16. maj 2011 offentliggjorde den amerikanske enzymvirksomhed DuPont, at 92,2 pct. af Daniscos aktionærer havde accepteret købstilbuddet på 700 kr. pr. aktie. De resterende minoritetsaktionærer bliver tvangsindløst, og Danisco A/S forventes afnoteret på børsen 17. juni. Aktionærerne modtog DuPonts købstilbud på Danisco 10. januar 2011. Der gik således 129 dage fra det bindende købstilbud blev annonceret, til pengene (omkring 31 mia. kr.)[1] var aktionærerne i hænde, jf. figur 14.

TIDSLINJE FOR DUPONTS OPKØB AF DANISCO Figur 14



Anm.: Købstilbuddet blev forlænget to gange som følge af manglende myndighedsgodkendelser, inden købstilbuddet på 665 kr. pr. aktie udløb 29. april.

Når udenlandske investorer køber danske virksomheder, giver det normalt anledning til køb og salg af kroner mod valuta på valutamarkedet. Op til et udenlandsk opkøb er der en øget efterspørgsel efter kroner til afvikling af købet, hvilket medfører en tendens til styrkelse af kronen. Selve afviklingen af købet kan derimod øge udbuddet af kroner og dermed svække kronen, hvis de tidligere ejere ikke vælger at genplacere provenuet fra salget i danske aktiver. Effekten af et virksomhedskøb på kronekursen er normalt ikke større, end at det er håndterbart for aktørerne på kronevalutamarkedet, uden at Nationalbanken behøver at foretage interventioner og renteændringer. I enkelte tilfælde har meget store virksomhedskøb dog påvirket kronekursen så meget, at Nationalbanken har interveneret og hævet renten, fx i 2006 i forbindelse med salget af TDC.[1]

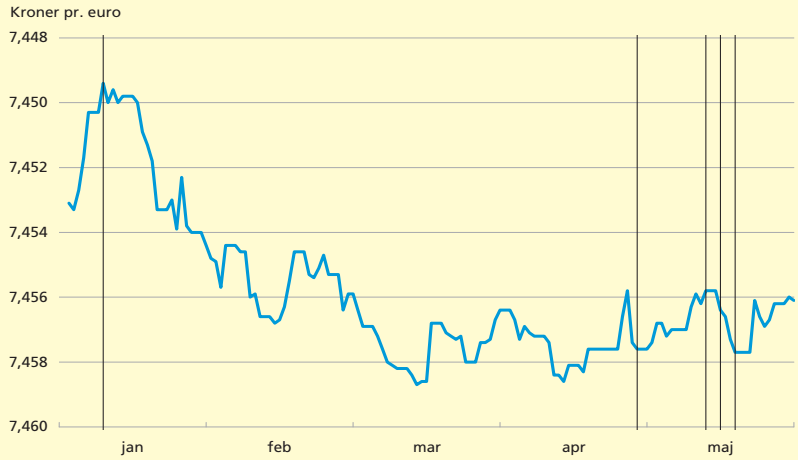
Danisco-handlen har haft en begrænset markedseffekt på kronekursen, jf. figur 15. Nationalbanken har ikke interveneret i forbindelse med salget af Danisco. Hverken ved det først fremsatte tilbud, det forhøjede bud eller annonceringen af handlens gennemførelse har kronekursen været nævneværdigt påvirket.

Den lange proces i forbindelse med Danisco-handlen og det til tider negative danske (sikrede) rentespænd til euroområdet har modvirket, at kronen apprecierede efter

FORTSAT Boks 1

annonceringen. Der har indtil videre heller ikke været nogen effekt på kronekursen efter gennemførslen af handlen, hvor aktionærerne har fået udbetalt kronebeløbet. De korte pengemarkedsrenter er ikke blevet påvirket; dog har omsætningen i dag til dag-markedet været højere i forbindelse med salget. Markedsdeltagerne har således formået at gennemføre store transaktioner, uden at valuta- og pengemarkederne har været nævneværdigt påvirket.

KRONEKURS I 2011 Figur 15



Anm.: De lodrette streger er sat ved 10. januar 2011 (hvor aktionærerne modtog DuPonts købstilbud), 29. april (hvor købstilbuddet udløb, og DuPont hævede buddet fra 665 kr. til 700 kr.), 13. maj (der var sidste frist for aktionærerne for at acceptere købstilbuddet), 16. maj (hvor DuPont offentliggjorde handlen) og 19. maj (hvor betalingen for aktierne blev overført til aktionærerne). Seneste observation er 31. maj.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

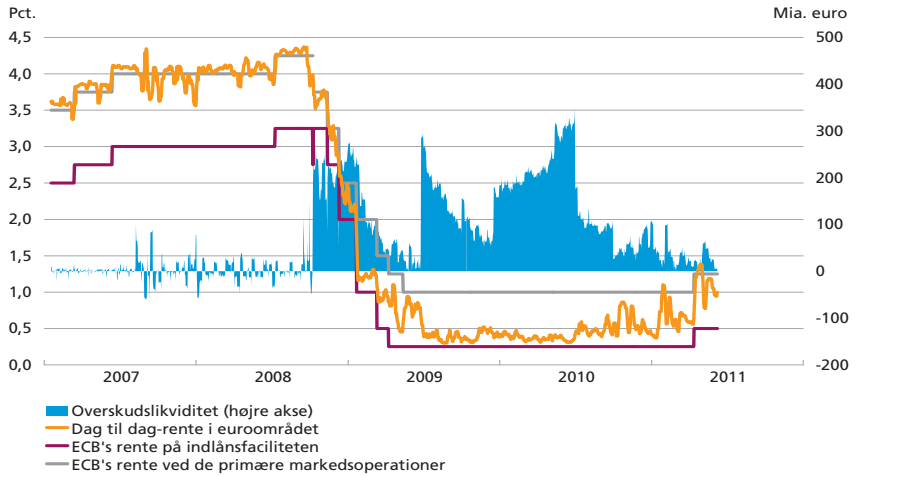
[1] Beløbet er beregnet ved antal udestående aktier * kurs i danske kroner * andel = 47.693.295 * 700 * 0,922 = 30,8 mia. kr. Til de omkring 31 mia. kr. for aktierne skal lægges Daniscos gæld mv.

[2] For en nærmere beskrivelse af virksomhedsovertagelser og kronekurs se Danmarks Nationalbank, *Pengepolitik i Danmark*, 2009, samt Peter Jayaswal, Mette Kornvig og Katrine Skjærbæk, Kapitalfonde, kapitalbevægelser og valutamarkedet, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2006.

de stående ud- og indlånsfaciliteter. ECB's rentebeslutning blev truffet ud fra en vurdering af, at inflationen i euroområdet kan blive højere end tidligere ventet. ECB's renteforhøjelse var inddiskonteret i markederne.

Likviditetsforholdene i euroområdet er på vej til at blive normaliseret, og pengemarkedsrenterne i euroområdet er kommet tættere på ECB's styringsrente – renten ved de primære markedsoperationer, jf. figur 16. De korte pengemarkedsspænd mellem Danmark og euroområdet er dermed blevet reduceret. 1-måneds-spændet mellem de sikrede lån (renteswaps) har været negativt i næsten hele perioden siden midten af januar 2011. Det usikrede rentespænd målt som forskellen mellem Cibor

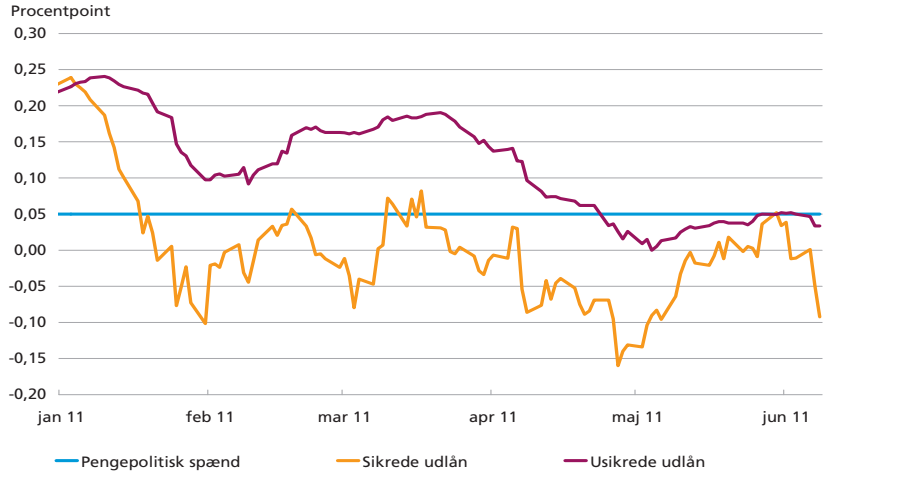
OVERSKYDENDE LIKVIDITET OG DAG TIL DAG-RENTEN I EUROOMRÅDET Figur 16



Anm.: Overskudslikviditeten er mængden af likviditet, der ligger ud over bankernes behov for likviditet. Behovet er givet ved ECB's reservekrav til bankerne og de autonome faktorer såsom seddelomløbet og offentlige indlån i bankerne. Ved de primære markedsoperationer har ECB siden midten af 2008 tildelt likviditet til en fast rente. 5 dages glidende gennemsnit for dag til dag-renten i euroområdet (Eonia). Seneste observation er 8. juni 2011.
Kilde: Reuters EcoWin og ECB.

og Euribor var i begyndelsen af juni reduceret til ca. -0,09 pct., jf. figur 17. I den udstrækning de højere markedsrenter i euroområdet fører til pres på kronen, vil Nationalbanken følge sædvanlig praksis, herunder forøge de pengepolitiske rentesatser i nødvendigt omfang.

1-MÅNEDS RENTESPÆND TIL EUROOMRÅDET Figur 17



Anm.: Renten på sikrede udlån er baseret på en 1-måneds renteswap med dag til dag-renten. Rentespændet for sikrede udlån er forskellen mellem 1-måneds Cibor og Euribor. Seneste observation er 8. juni 2011.
Kilde: Danmarks Nationalbank og Reuters EcoWin.

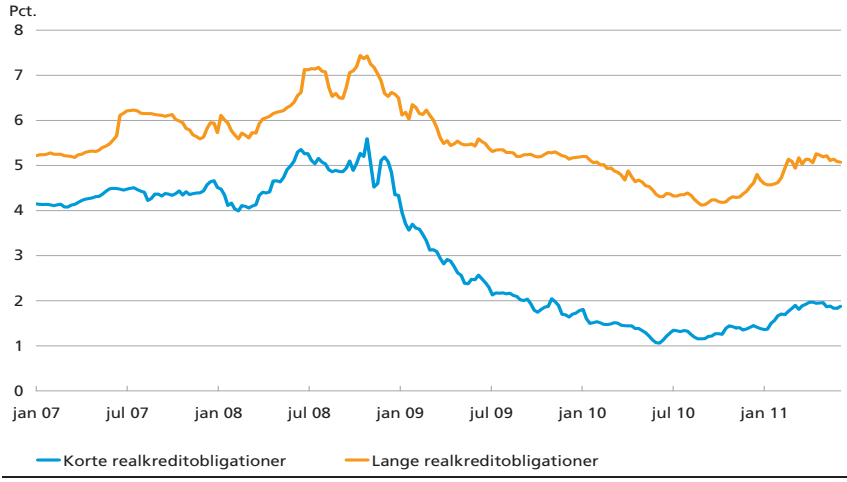
Udviklingen på kredit- og kapitalmarkedet

Renten på de korte realkreditobligationer var ved udgangen af maj 1,8 pct., mens renten på de lange obligationer var 5,1 pct. Begge renter har været nogenlunde uændrede siden begyndelsen af marts 2011, jf. figur 18.

Fra efteråret 2010, hvor renten på et fastforrentet 30-årigt lån var tæt på 4 pct., til udgangen af maj 2011 er renten på de lange realkreditobligationer steget med ca. 1 procentpoint, mens de korte realkreditrenter kun er steget med omkring 0,7 procentpoint. I september 2010 udgjorde rentetilpasningslånenes andel af bruttonyudlånet til ejerboliger og fritidshuse 36 pct., mens tallet ved udgangen af april 2011 var 59 pct. Der er en pæn sammenhæng mellem rentetilpasningslånenes andel af nyudlånet og rentespændet mellem den lange og korte realkreditrente, jf. figur 19. Rentetilpasningslån udgjorde i slutningen af april 2011 70 pct. af det samlede udestående realkreditlån. Omkring 15 pct. af de variabelt forrentede lån var med renteloft, hvor låntager er beskyttet mod store rentestigninger.

Der blev afholdt rentetilpasningsauktioner i marts for lån med tilpasning i april. Auktionerne forløb gnidningsfrit, og der blev solgt for 114 mia. kr. i krone-obligationer, den hidtil største marts-auktion. Det var første gang, Realkredit Danmark afholdt rentetilpasningsauktion i marts. Ved at sprede refinansieringsauktionerne ud over året mindskes risikoen for, at auktionsterminen på alle rentetilpasningslån falder på et tidspunkt med helt eller delvist markedssammenbrud.

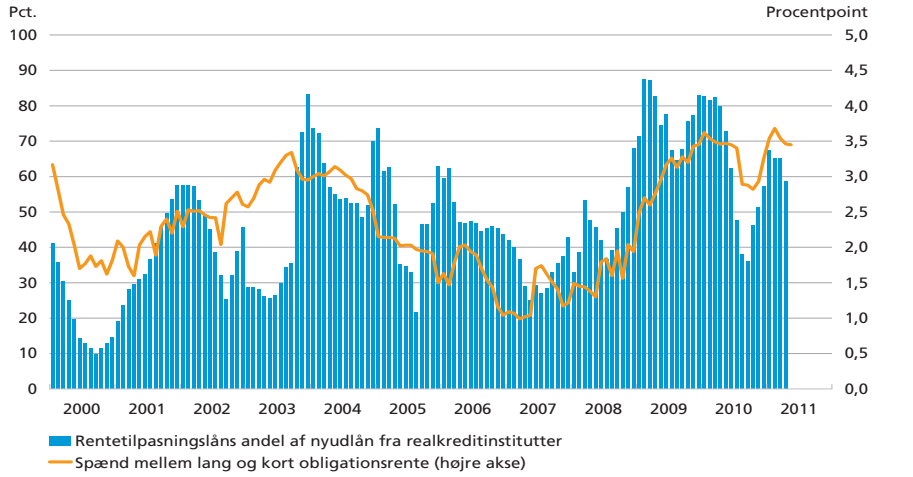
RENTER PÅ DANSKE REALKREDITOBLIGATIONER — Figur 18



Anm.: Den 1-årige rente på rentetilpasningsobligationer er et ugentligt gennemsnit med seneste observation 8. juni 2011. Den lange realkreditobligationsrente er en gennemsnitlig effektiv rente baseret på 30-årige fastforrentede konverterbare realkreditobligationer, opgjort ugentligt med seneste observation i uge 23.
Kilde: Nordea Analytics og Realkreditrådet.

RENTETILPASNINGSLÅNS ANDEL AF BRUTTONYUDLÅN TIL EJERBOLIGER OG SPÆNDET MELLEM DEN KORTE OG LANGE RENTE

Figur 19



Anm.: Seneste observation for bruttonyudlånet er april 2011. Seneste observation for obligationsrenterne er uge 23.
Kilde: Danmarks Nationalbank og Realkreditrådet.

De danske pengeinstitutters samlede indlån udgjorde ved udgangen af april 2011 1.870 mia. kr. Det svarer til et fald på knap 300 mia. kr., siden den finansielle krise brød ud i kølvandet på Lehman Brothers' kollaps i september 2008. Det var primært udenlandske MFI'er[1], der reducerede deres indskud, jf. figur 20. Finanskrisen demonstrerede, at gæld til andre MFI'er kan være en flygtig finansieringsform. Der ses en tendens til, at især udenlandske MFI'er har trukket indestående i danske pengeinstitutter ud, siden den generelle statsgaranti udløb 30. september 2010. Danske pengeinstitutter har i stigende grad finansieret sig med udstedte gældsinstrumenter frem for gæld til andre MFI'er. En nærmere analyse af pengeinstitutternes finansiering under krisen præsenteres i artiklen Penge- og valutamarkedet under krisen i del 2 af denne kvartalsoversigt.

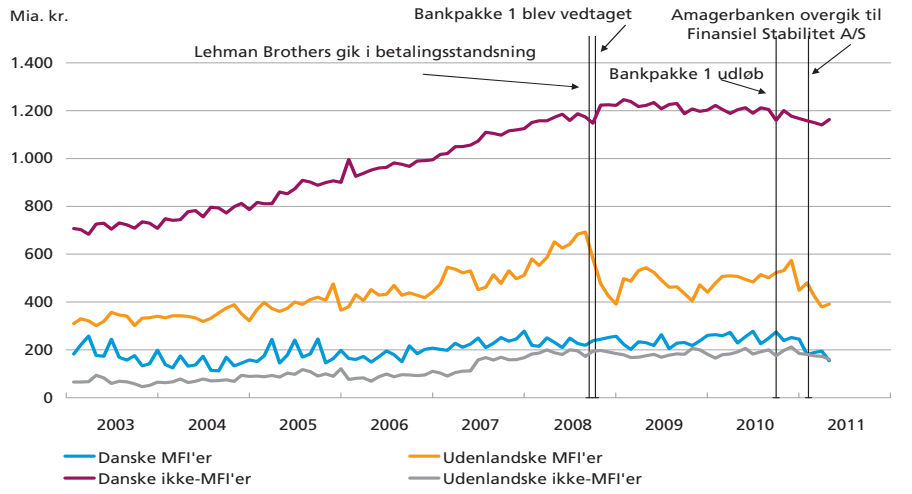
Pengeinstitutternes indlån fra private og erhverv er traditionelt blevet betragtet som en stabil finansieringsform. Det samlede indlån fra ikke-MFI'er har været nogenlunde konstant siden efteråret 2008. Siden udløbet af den ubegrænsede statsgaranti for alle indskydere og simple kreditorer omfattet af Bankpakke 1, og siden Amagerbankens konkurs i februar 2011, har der været en tendens til stigende renter på pengeinstitutternes aftaleindskud. Det er især renterne på tidsindskud over to år og indlån med opsigelsesvarsel fra erhverv, der er steget i de seneste måneder[2]. De små og mellemstore pengeinstitutters rente på tids-

[1] MFI'er er en forkortelse for Monetære Finansielle Institutioner. I denne sammenhæng dækker MFI'er over penge- og realkreditinstitutter, andre kreditinstitutter og pengemarkedsforeninger.

[2] Mængdemæssigt udgør tidsindskuddene omkring 40 pct. af erhvervsindlånene, mens indlån med opsigelse kun udgør omkring 1 pct.

DANSKE PENGEINSTITUTTERS INDLÅN FORDELT PÅ MODPARTSLAND OG - SEKTOR

Figur 20



Anm.: Indlånet inkluderer ikke indlån i danske institutters udenlandske filialer og datterbanker eller indskud i danske institutter fra udenlandske filialer og datterbanker. Indlån fra centralbanker indgår ikke i opgørelsen. Seneste observation er april 2011.

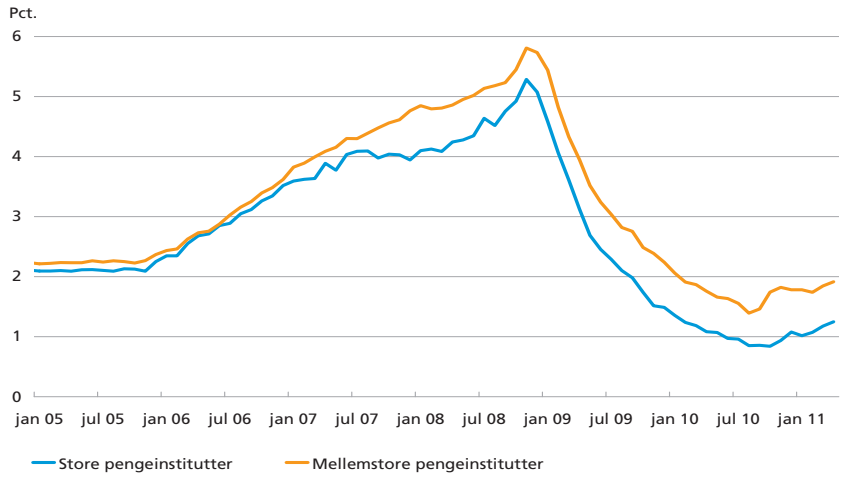
Kilde: Danmarks Nationalbank.

indskud fra erhverv har siden begyndelsen af 2008 ligget 0,5-0,9 procentpoint højere end de store pengeinstitutters, jf. figur 21. I samme periode er der sket en forskydning af markedsandele fra de små og mellemstore pengeinstitutter til de store.

Kreditvurderingsbureauet Moody's meddelte 19. maj 2011, at det nedgraderede kreditvurderingen af syv danske pengeinstitutter. Begrundelsen var bl.a., at anvendelsen af den nye afviklingsordning, Bankpakke 3, for Amagerbanken havde givet Moody's anledning til at revurdere sandsynligheden for, at den danske stat vil redde et nødlidende pengeinstitut uden tab for kreditorerne.

Nationalbanken ophørte 4. april 2011 med at indsamle, beregne og offentliggøre Cibor, der er den rentesats, hvortil et pengeinstitut er villigt til at udlåne danske kroner på usikret basis i op til et år til et af de mest kreditværdige institutter. Funktionen er overtaget af Nasdaq OMX, og beregningsmetoden er uændret. Baggrunden er, at manglende omsætning bag de annoncerede satser har gjort det vanskeligt for Nationalbanken at vurdere de stillede Cibor-satser. Nationalbanken har nedsat en arbejdsgruppe med deltagelse af Finansrådet, Realkreditrådet og Realkreditforeningen. Den skal undersøge mulighederne for at indføre en supplerende referencerente for det danske pengemarked. Efter at den daglige beregning af Cibor er overført til Nasdaq OMX, svarer den

PENGEINSTITUTTERNES RENTE PÅ INDLÅN FRA ERHVERV Figur 21



Anm.: Rentesatserne er opgjort ud fra faktiske rentebetalinger og gennemsnitbalancer på udestående forretninger. Seneste observation er april 2011.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

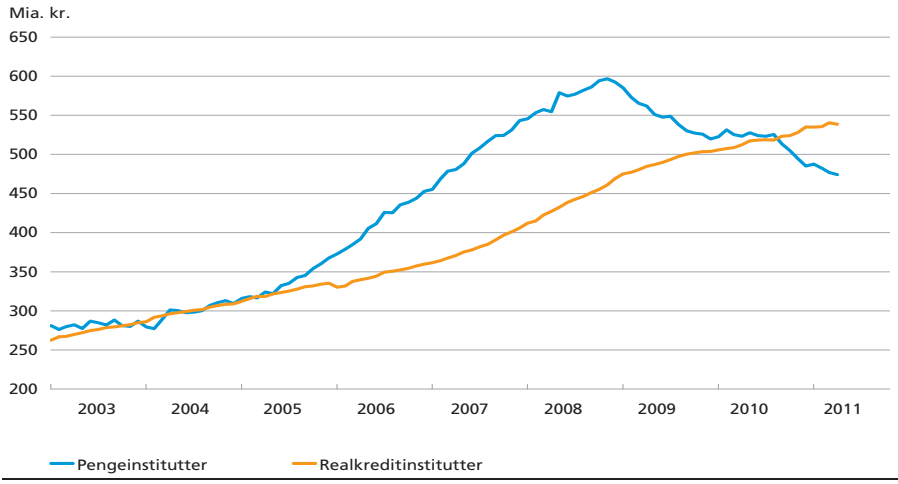
danske praksis til fremgangsmåden i de fleste andre lande, hvor referencerenter fastsættes uden for centralbanken.[1]

Kreditudviklingen

Penge- og realkreditinstitutternes samlede udlån til husholdninger og erhverv har været nogenlunde konstant siden årsskiftet. Ved udgangen af april udgjorde det sæsonkorrigerede udlån til husholdninger 2.318 mia. kr. og udlånet til erhverv 1.013 mia. kr. Siden efteråret 2008 er der sket et skift i erhvervsudlånet. Udlånet fra pengeinstitutterne er reduceret, mens realkreditinstitutternes udlånsvækst fortsat har været positiv, jf. figur 22. Forskydningen fra penge- til realkreditinstitutter afspejler bl.a., at virksomheder, der kan stille tilstrækkelig pant, generelt kan opnå en lavere rente ved at låne i realkreditinstitutterne. Pengeinstitutternes rentemarginaler var historisk lave under højkonjunkturen, men er siden steget. Samtidig kan en del virksomheder være tiltrukket af, at realkreditlån, i modsætning til lån i pengeinstitutter, er uopsigelige fra instituttets side. Desuden kan forskydningen i et vist omfang skyldes, at nogle pengeinstitutter har ønsket at frigøre kapital ved at tilskynde deres erhvervskunder til at optage realkreditlån frem for et lån i pengeinstituttet.

[1] Dog gælder det for dag til dag-referencerenter som Eonia og T/N-renten, der baserer sig på omsætningsvægtede data (faktiske handler), at de normalt fastsættes hos centralbanken.

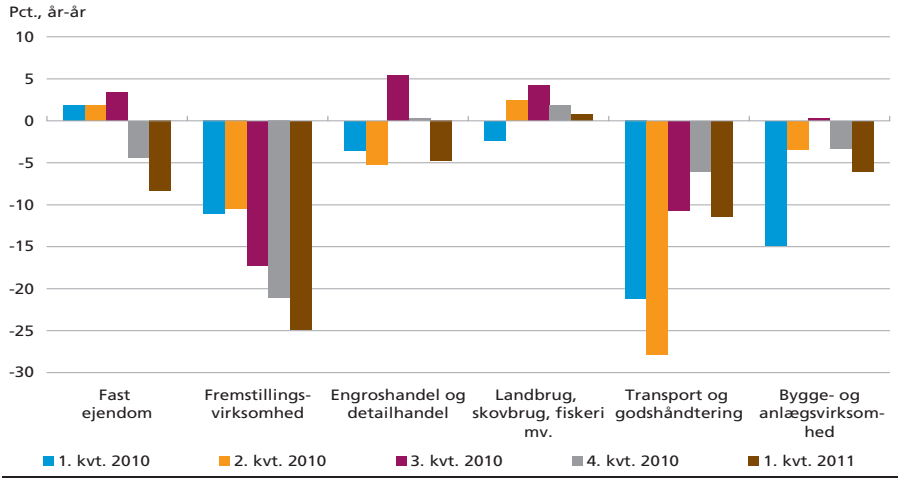
PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN TIL ERHVERV Figur 22



Anm.: Sæsonkorrigerede udlån opgjort ved udgangen af måneden. Seneste observation april 2011.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Fordelt på brancher er det især pengeinstitutternes udlån til fremstillingsvirksomhed, fast ejendom samt transport og godshåndtering, der har drevet den negative udlånsvækst til erhverv over de seneste kvartaler, jf. figur 23.

VÆKST I PENGEINSTITUTTERNES UDLÅN TIL UDVALGTE BRANCHER Figur 23



Anm.: Udlån til pengeinstitut- og finansvirksomhed samt forsikring udgjorde 43,5 pct. af den samlede beholdning af udlån (ej vist i figuren). Udlån til fast ejendom udgjorde 12,9 pct. af det samlede udlån, fremstillingsvirksomhed 8,1 pct., engroshandel og detailhandel 7,6 pct., landbrug, skovbrug, fiskeri mv. 6,1 pct., transport og godshåndtering 3,5 pct. og bygge- og anlægsvirksomhed 2,7 pct.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

En del af det seneste halve års registrerede fald i pengeinstitutternes udlån til erhverv skyldes realiserede tab på udlån, og at enkelte herværende internationale pengeinstitutter har flyttet udlån til enheder i udlandet.[1] En betydelig del af det registrerede fald er dog også en reel reduktion, der er relativt bredt fordelt blandt pengeinstitutterne.

En væsentlig del af reduktionen skyldes en lavere kreditefterspørgsel som følge af konjunkturnedgangen og en konsolidering i den private sektor. Virksomhedernes indtjening bruges i et vist omfang til at nedbringe gæld. Reduktionen af virksomhedernes gearing, som var relativt høj i perioden før finanskrisen, bidrager til et mere robust grundlag for et kommende opsving. Udlånet til erhverv som andel af BNP er på trods af de seneste års udlånsreduktion fortsat højt.

Samtidig er pengeinstitutternes kreditstandarder samlet set fortsat strammere nu end i perioden umiddelbart før finanskrisen. En væsentlig del af stramningen bør dog ses som en normalisering efter de lempelige kreditvilkår i perioden før krisen.

Kreditværdigheden er ikke ens for alle virksomheder. Der er betydelig konkurrence blandt pengeinstitutterne om at yde lån til virksomheder med en god indtjening, især større virksomheder med betydelig eksportafsætning. De har adgang til kredit på lempelige rentevilkår med eksempler på rentemarginaler som under højkonjunkturen. Omvendt er rentemarginalerne udvidet for en gruppe virksomheder med svagere indtjening. Denne gruppe omfatter bl.a. en del mindre og hjemmemarkedsorienterede virksomheder.

Hvis adgangen til kredit og rentefastsættelsen afspejler de risici, der knytter sig til den enkelte virksomhed, er forskellene i kreditvilkårene et sundhedstegn og en forudsætning for en tilpasningsproces, der støtter sunde virksomheders udvikling og gør det sværere for svage virksomheder at overleve. Derved frigives resurser til nye, mere produktive aktiviteter.

Der er ikke tegn på, at kreditvilkårene i penge- og realkreditinstitutterne generelt er en produktionsbegrænsende faktor for sunde virksomheder.[2] Det er vigtigt at følge udviklingen tæt i den kommende periode, hvor de individuelle statsgarantier udstedt under Bankpakke 2 udløber for de godt 40 berørte pengeinstitutter.[3] I boks 2 beskrives udviklingen i de små og mellemstore pengeinstitutters indlånsunderskud.

---

1 I balance- og strømstatistikken for MFI-sektoren opgøres udlån efter nationalregnskabspraksis, dvs. inkl. nedskrivninger. Værdiforringede udlån fratrækkes således først udlånet, når de realiseres som faktiske tab. Statistikken omfatter alene MFI'er beliggende i Danmark. Transaktioner mellem udenlandske banker og deres filialer og datterbanker beliggende i Danmark påvirker dermed statistikken.

2 Bl.a. har finansielle begrænsninger indgået med en meget lav vægt som produktionsbegrænsende faktor i Danmarks Statistiks konjunkturbarometer for industrien i perioden efter finanskrisen. Utilstrækkelig efterspørgsel har vejet langt tungere.

3 Pr. 31. december 2010 havde 50 institutter foretaget udstedelser med individuel statsgaranti for i alt 193 mia. kr. inkl. udstedelser foretaget af realkreditinstitutter og færøske pengeinstitutter. I løbet af 1. kvartal 2011 faldt den udestående mængde med 11 mia. kr., primært som følge af førtidsindfrielser, hvoraf 3,75 mia. kr. er førtidsindfriet af Finansiel Stabilitets egne datterselskaber. De øvrige førtidsindfrielser er primært foretaget af mindre pengeinstitutter. Se www.finansielstabilitet.dk og Danmarks Nationalbank, *Finansiel Stabilitet*, 2011 for en nærmere beskrivelse.

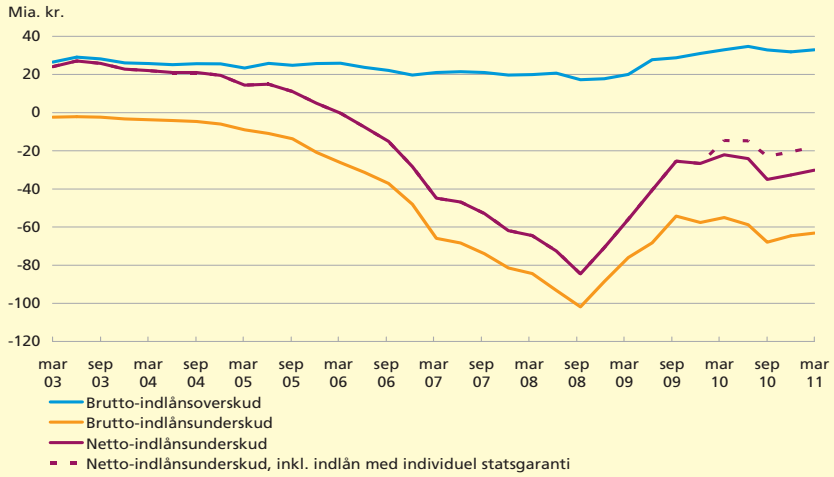
SMÅ OG MELLEMSTORE PENGEINSTITUTTERS INDLÅNSUNDERSKUD Boks 2

De små og mellemstore pengeinstitutter (Finanstilsynets gruppe 3- og gruppe 2-institutter) har netto et indlånsunderskud, defineret som deres samlede indlån fratrukket deres samlede udlån. Ved udgangen af 1. kvartal var netto-indlånsunderskuddet på 30 mia. kr. Det skal sammenholdes med et indlånsunderskud på mere end 100 mia. kr. i 2008.

Af pengeinstitutterne i gruppe 2 og 3 havde 44 et indlånsoverskud på i alt 33 mia. kr. ved udgangen af 1. kvartal, mens 39 institutter havde et indlånsunderskud på i alt 63 mia. kr.

Institutter med indlånsunderskud finansierer dette med indlån fra andre kreditinstitutter eller ved at udstede obligationer eller andre gældsinstrumenter.

SMÅ OG MELLEMSTORE PENGEINSTITUTTERS INDLÅNSUNDERSKUD Figur 24



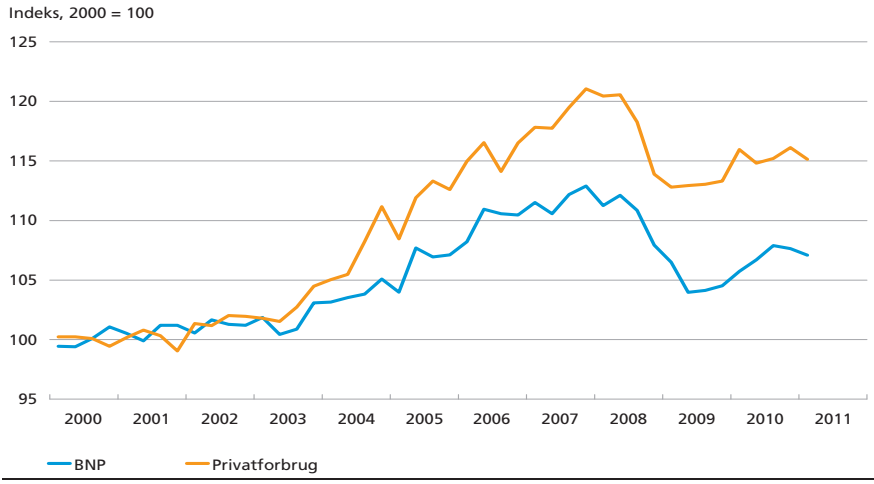
Anm.: Udlån er opgjort før nedskrivninger. Ekskl. pengeinstitutter overdraget til Finansiel Stabilitet og ekskl. indlån fra SPV'er i udlandet. Det drejer sig om provenu fra gældsudstedelser i udlandet med individuel statsgaranti, hvor flere mindre pengeinstitutter er gået sammen og har udstedt gennem en SPV.
Kilde: Danmarks Nationalbank og Finansiel Stabilitet A/S.

DANSK ØKONOMI

Økonomisk aktivitet

Ifølge de foreløbige nationalregnskabstal faldt det danske BNP med 0,5 pct. i 1. kvartal 2011, jf. figur 25. Det følger efter et fald i BNP på 0,2 pct. i 4. kvartal 2010. Tilbagegangen kommer oven på fem kvartaler med pæn fremgang. Trods det sidste halve års fald i BNP har væksten siden konjunkturbunden i 2. kvartal 2009 samlet været stærkere end den underliggende vækst i produktionskapaciteten. Det har reduceret den ledige kapacitet i økonomien. Privatforbruget har også udviklet sig positivt siden 2009, men faldt i 1. kvartal 2011 med 0,8 pct.

BRUTTONATIONALPRODUKT OG PRIVATFORBRUG I MÆNGDER Figur 25



Anm.: Kvartalstal, sæsonkorrigeret. Kædede værdier. Seneste observation er 1. kvartal 2011.
Kilde: Danmarks Statistik.

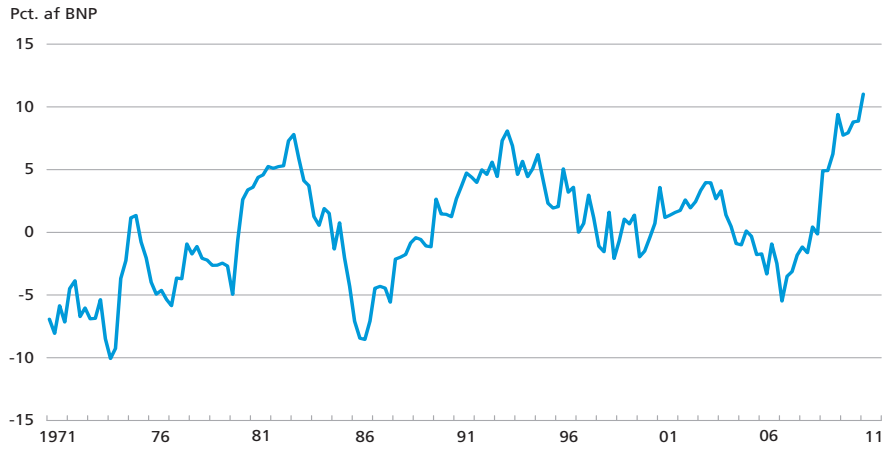
De disponible indkomster steg mærkbart i 2009-10, bl.a. som følge af lempelser i indkomstskatten og det lave renteniveau. Indkomstfremgangen blev dog kun i mindre omfang omsat i højere privatforbrug. Der er desuden et stort opsparingsoverskud i virksomhederne. Det afspejler, at deres overskud er steget, samtidig med at det endnu ikke har været nødvendigt at udbygge kapitalapparatet i nævneværdig grad via nyinvesteringer. På trods af de lave renter er den samlede private sektors opsparingsoverskud derfor på det højeste niveau siden 2. Verdenskrig, jf. figur 26.[1] Det skyldes, at forbrugere og virksomheder har ønsket at konsolidere sig oven på krisen. Den øgede økonomiske usikkerhed har tilskyndet til høj opsparing og tilbageholdenhed med investeringer.

I 1. kvartal faldt erhvervsinvesteringerne kraftigt, hvilket bl.a. skyldes et negativt bidrag fra eksport af en tidligere importeret boreplatform. Dette modsvares af et positivt eksportbidrag. Selv uden denne ekstraordinære effekt ville erhvervsinvesteringerne dog være faldet i 1. kvartal. Derimod er boliginvesteringerne steget. De meget lave erhvervsinvesteringer giver sammen med virksomhedernes stigende indtjening grund til at forvente en fremgang i investeringerne i de kommende år.

Alt i alt betyder det historisk store private opsparingsoverskud, at der er en stor opdæmmet potentiel købekraft. Der er derfor mulighed for en betydelig stigning i den private efterspørgsel i de kommende år til

[1] I figuren vises kun det kvartalsvise private opsparingsoverskud tilbage til 1971. Årsdata konstrueret af Nationalbanken viser imidlertid, at man skal tilbage til 1944 for at finde et privat opsparingsoverskud, der er større end det nuværende.

DEN PRIVATE SEKTORS OPSPARINGSOVERSKUD Figur 26



Anm.: Den private sektors opsparingsoverskud er forskellen mellem den samlede private bruttoopsparing og de samlede private bruttoinvesteringer, inkl. boliginvesteringer.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

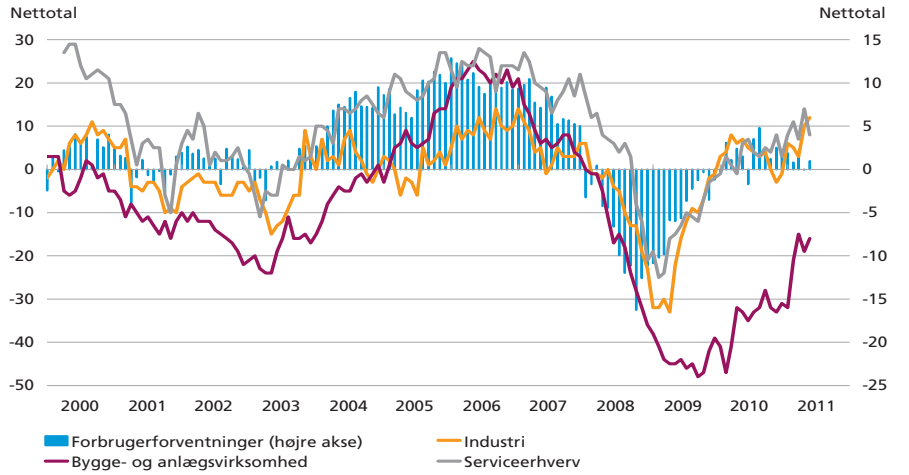
trods for fastfrysningen af grænserne for progressionen i indkomstskattesystemet, lave lønstigninger og eventuelle rentestigninger.

Det offentlige forbrug har været aftagende siden 3. kvartal 2010 og faldt i 1. kvartal 2011 med 0,8 pct. Det følger efter en periode, hvor den offentlige sektor har ekspanderet kraftigt. Opbremsningen i det offentlige forbrug skal ses i lyset af, at der med virkning fra 2011 blev indført en strammere styring af kommunernes samlede økonomi og skærpede individuelle sanktioner over for kommuner, der ikke overholder de forbrugsrammer, som er aftalt mellem regeringen og Kommunernes Landsforening.

Konjunkturindikatorer

Trods opbremsningen i dansk økonomi i vinterhalvåret er der en vis fremgang at spore i konjunkturindikatorerne. Den sammensatte konjunkturindikator for serviceerhvervene er steget pænt det seneste år og ligger nu over neutraltilstanden, jf. figur 27. Barometret for industrien steg også i maj og ligger nu på sit højeste niveau siden 2007. Den faktiske industriproduktion har dog ligget fladt siden midten af 2010. Den meget konjunkturfølsomme byggebranche har de seneste år været præget af stor pessimisme. Siden årsskiftet er branchens forventninger dog steget betydeligt, hvilket især afspejler, at forventningerne til beskæftigelsen er stabiliseret. Set i et længere perspektiv er den aktuelle

KONJUNKTURBAROMETRE Figur 27



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

beskæftigelse i byggebranchen ikke specielt lav, og der vil næppe varigt være behov for en stigning i byggebeskæftigelsen.

Antallet af konkurser lå i maj ca. 20 pct. lavere end gennemsnittet for 2010. Set over en længere periode er antallet af virksomheder, der går konkurs, stadig højt. Beskæftigelsen berøres imidlertid kun i mindre grad, da konkurserne især rammer små virksomheder.

Forbrugertilliden har ligget ret stabilt det seneste år på et niveau tæt ved det langsigtede gennemsnit, jf. figur 27. Forbrugerne forventer, at både Danmarks og deres egen families økonomiske situation vil være bedre om et år, end den er i dag. De vurderer dog, at Danmarks økonomiske situation i dag er dårligere end for et år siden. Detailsalget steg i april med 0,9 pct. i forhold til marts, når der korrigeres for sæsonudsving.

Antallet af tvangsauktioner, der steg gennem 2008 og 2009 som følge af den økonomiske afmatning, er det seneste år aftaget svagt. Sammenlignet med tidligere større konjunkturtilbageslag er antallet lavt. Bilsalget har de seneste måneder ligget på samme høje niveau som i 2007-08. Det afspejler formentlig i nogen grad, at husholdninger og virksomheder som følge af den kraftige afmatning har udsat større indkøb, til de var mere sikre på de økonomiske fremtidsudsigter. Der har derfor været et efterslæb, som nu er ved at blive dækket ind. Siden årsskiftet er bilsalget faldet. En del af erhvervenes bilkøb omsættes til privatleasing af biler til husholdningerne, så bilsalget til husholdningerne afspejler ikke fuldt ud deres efterspørgsel efter biler.

Udenrigshandel og betalingsbalance

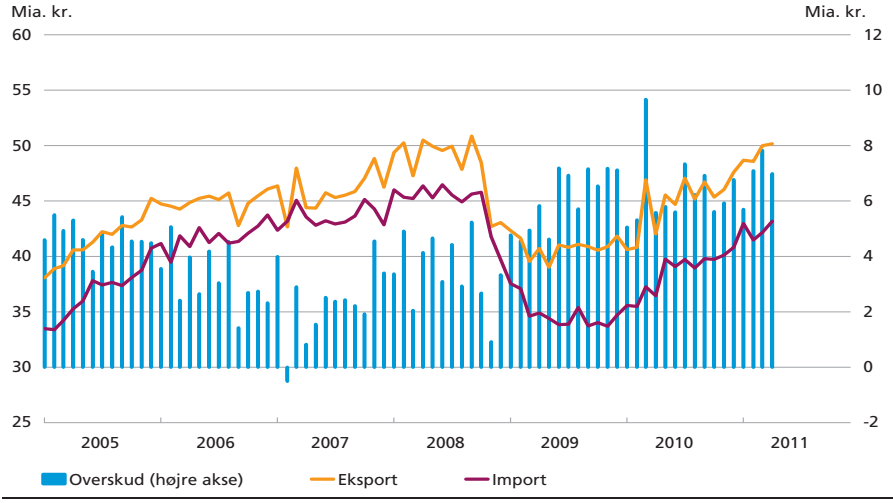
Importen af varer steg med 2,4 pct. i april, mens eksporten var stort set uændret i forhold til marts, jf. figur28. Samhandlen med udlandet er steget pænt siden lavpunktet i 2009. Alligevel har industrieksporten ikke kunnet følge med den økonomiske fremgang hos vore samhandelspartnere, så danske virksomheder har mistet markedsandele opgjort i mængder siden 2009. Importen har de seneste par år udviklet sig nogenlunde på linje med eksporten, så der er fortsat et stort overskud på handelsbalancen.

De seneste 12 måneder har der været et overskud på betalingsbalancens løbende poster på 102,2 mia. kr., sammenlignet med et overskud på 69,6 mia. kr. i de forudgående 12 måneder. Det store overskud afspejler bl.a. indtægter fra søtransport og formueindkomst. Desuden ligger erhvervsinvesteringerne, som traditionelt har et stort importindhold, i øjeblikket på et meget lavt niveau. Over det seneste år er overskuddet på varehandel aftaget moderat, mens overskuddet på handel med tjenester er steget betydeligt. Det skyldes især stigende indtægter fra søfragt i takt med, at verdenshandlen er blevet genoprettet.

Arbejdsmarkedet

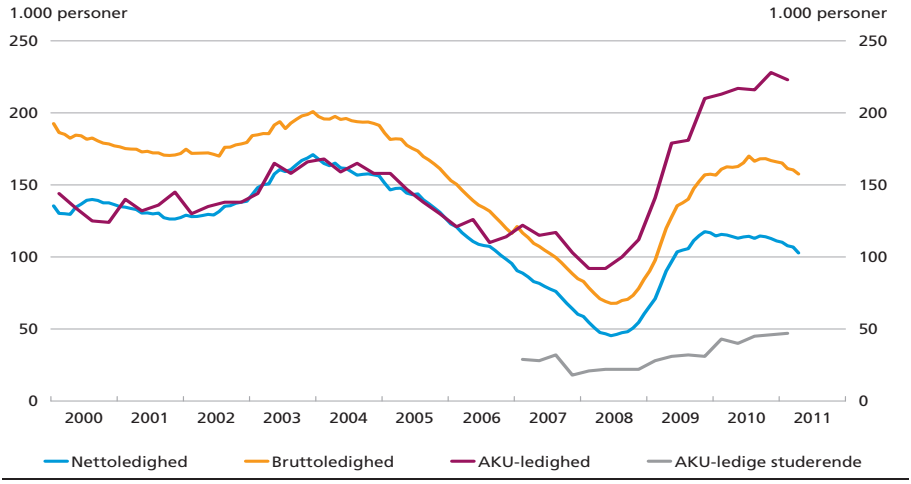
Nettoledigheden er aftaget svagt siden slutningen af 2009 og var i april på 102.800 personer, når der korrigeres for sæsonudsving. Det svarer til 3,8 pct. af arbejdsstyrken, jf. figur 29. Bruttoledigheden, som inkluderer aktiverede, er siden årsskiftet også begyndt at falde, og den stikprøve-

EKSPORT OG IMPORT AF VARER — Figur 28



Anm.: Eksport og import er opgjort uden skibe, fly mv. Månedstal i løbende priser. Seneste observation er april 2011.
Kilde: Danmarks Statistik.

LEDIGHED Figur 29



Anm.: Månedstal for netto- og bruttoledighed og kvartalstal for AKU-ledighed. Seneste observation er april 2011 for netto- og bruttoledighed og 1. kvartal 2011 for AKU-ledighed.
Kilde: Danmarks Statistik.

baserede AKU-ledighed faldt med 5.000 personer i 1. kvartal 2011. Det tyder på, at svækkelsen af arbejdsmarkedet er ophørt, og at ledigheden har toppet. Til forskel fra de øvrige ledighedsdefinitioner inkluderer AKU-ledigheden bl.a. ledige uden ret til offentlig forsørgelse og uddannelsessøgende, der angiver, at de ønsker et job. De uddannelsessøgendes andel af AKU-ledigheden udgjorde i 1. kvartal 2011 47.000 personer. Mens netto- og bruttoledigheden opgøres på fuldtidsbasis, indgår personer, der efterspørger et deltidsjob, med samme vægt i opgørelsen af AKU-ledigheden som personer, der søger et fuldtidsjob.

Ifølge nationalregnskabet faldt beskæftigelsen (lønmodtagere ekskl. orlovsmodtagere) med 400 personer i 1. kvartal. Det dækker over en stigning i den private beskæftigelse på 3.200 personer og et fald i beskæftigelsen i den offentlige sektor på 3.600 personer. Antallet af nye stillingsopslag på internettet ligger på omkring 15.000 pr. måned efter at være steget svagt det seneste år. Til sammenligning var niveauet mod slutningen af den seneste højkonjunktur over det dobbelte. Fyringsvarslingerne svinger en del, men er aftaget betydeligt i forhold til situationen i 2008-09, og ligger nu kun lidt over perioden 2004-05.

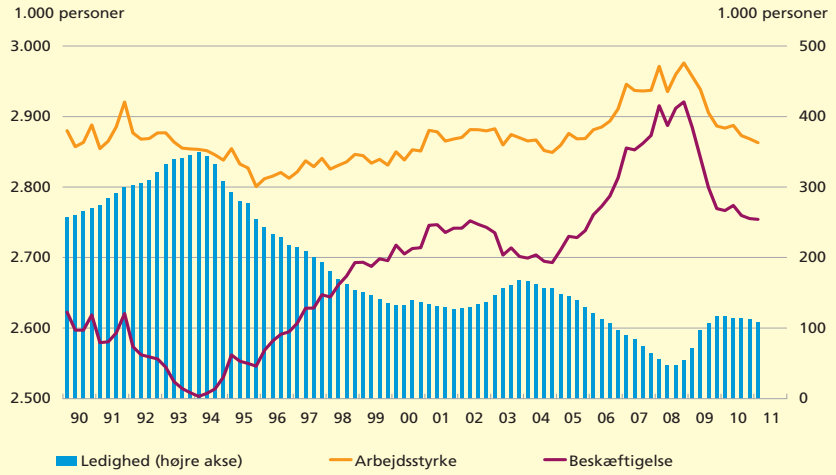
Det er vurderingen, at økonomiens udbudsside kan klare den ventede fremgang i den private sektors efterspørgsel, uden at det fører til et mærkbart forøget pris- og lønpres, jf. boks 3. Det skal dog ses i sammenhæng med, at lønstigningerne gennem en årrække har været kraftigere i Danmark end i vores vigtigste samhandelspartnere, hvilket har ført til et tab af konkurrenceevne, som ikke ventes genvundet.

DET AKTUELLE KAPACITETSPRES I DANSK ØKONOMI Boks 3

Nettoledigheden har de seneste måneder ligget på godt 100.000 personer, jf. figur 30. Det er ikke meget over det strukturelle ledighedsniveau, der skønnes at være foreneligt med en stabil løn- og prisudvikling på mellemlangt sigt. Det rejser spørgsmålet om, hvor tæt dansk økonomi nu er på sin kapacitetsgrænse og dermed, i hvilket omfang der vil være ledig produktionskapacitet i takt med, at efterspørgslen øges.

Den ledige kapacitet kan opdeles på tre faktorer. Først er der ledighedsgabet, som beskriver ledighedens afvigelse fra det strukturelle niveau. Dernæst er der arbejdsstyrkegabet, som beskriver arbejdsstyrkens afvigelse fra det strukturelle niveau. Et negativt ledighedsgab og et positivt arbejdsstyrkegab er begge indikationer på høj efterspørgsel efter arbejdskraft. Det vil øge lønstigningerne, hvilket presser virksomhedernes indtjening og kan føre til højere inflation. Endelig afhænger kapacitetspresset af virksomhedernes kapacitetsudnyttelse. Mangel på ledig kapacitet i virksomhederne vil tilskynde dem til at hæve priserne.

LEDIGHED OG ARBEJDSSTYRKE Figur 30



Anm.: Arbejdsstyrken er summen af beskæftigede og nettoledige.
Kilde: Danmarks Statistik.

I øjeblikket ligger nettoledigheden som nævnt ikke meget over det skønnede strukturelle niveau, så målt ud fra dette ledighedsbegreb er ledighedsgabet beskedent. Stigningen i ledigheden har da også siden 2008 overrasket ved at være moderat set i forhold til det store fald i produktionen. Der har imidlertid i samme periode været et kraftigt fald i arbejdsstyrken, jf. figur 30. Det er sket samtidig med, at antallet af personer i den arbejdsdygtige alder er steget. Erhvervsfrekvensen opgjort som arbejdsstyrkens andel af de 16-65 årige er derfor faldet til 79,0 pct., hvilket er 1,6 procentpoint lavere end i 1. kvartal 2006. I den mellemliggende periode har erhvervsfrekvensen været betydeligt højere som følge af en konjunkturbetinget stigning i arbejdsstyrken.

Faldet i arbejdsstyrken afspejler bl.a., at ca. 30.000 personer fra 4. kvartal 2008 til 3. kvartal 2010 er overgået til aktivering. De aktiverede indgår i bruttoledigheden, men ikke i nettoledigheden og dermed heller ikke i arbejdsstyrken. Blandt dem, som mistede deres job under konjunkturtilbageslaget, er der desuden en stor gruppe, der

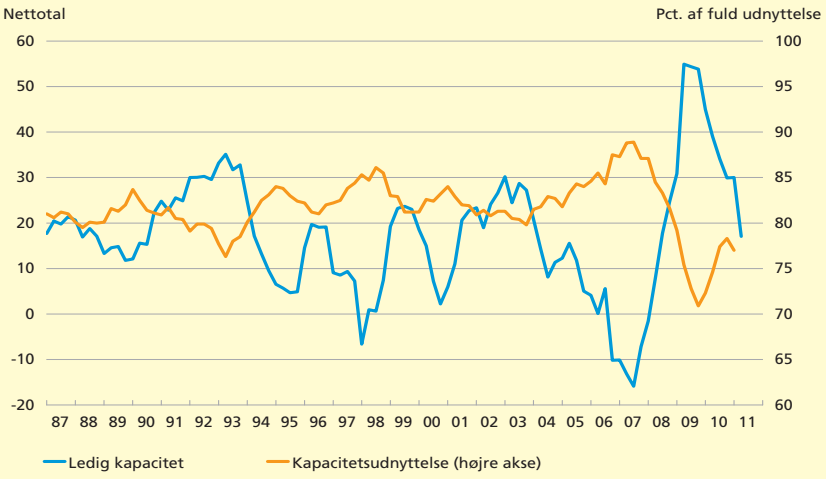
FORTSAT Boks 3

hverken indgår i brutto- eller nettoledigheden. Fx overgik 30.000 beskæftigede til at være arbejdssøgende uden offentlig forsørgelse, mens andre 30.000 påbegyndte en uddannelse.[1] En stor del af disse grupper kan formentlig inddrages i arbejdsstyrken, når efterspørgslen efter arbejdskraft vokser. Dermed er der aktuelt et betydeligt arbejdsstyrkegab.

Hvis en stigning i efterspørgslen efter arbejdskraft ikke skal føre til lønpres, kræver det, at personerne i arbejdsstyrkegabet kan indtræde på arbejdsmarkedet med tilstrækkeligt kort varsel. Det må ventes at være tilfældet for størstedelen af dem, som er overgået til ledighed uden offentlig forsørgelse. Desuden vil en stor del af dem, der har påbegyndt en uddannelse, formentlig være interesseret i at tage et deltids- eller fuldtidsjob, så snart beskæftigelsesmulighederne forbedres. Endvidere viser erfaringerne fra 2006-08, at antallet af folk i aktivering kan nedbringes ganske hurtigt, når arbejdsmarkedet strammer til. Der er således en relativt stor gruppe af personer, som med kort varsel kan træde ind på arbejdsmarkedet i takt med, at behovet for arbejdskraft stiger. Under det seneste opsving var der desuden en vis tilgang af udenlandsk arbejdskraft. Det er afgørende, at arbejdsudbuddet reagerer hurtigt på en fremgang i konjunkturerne, som vi så det under højkonjunkturen i 2006-08. Det understreger vigtigheden af at opretholde den aktive arbejdsmarkedspolitik også i perioder med ledig kapacitet.

Det samlede kapacitetspres afhænger desuden af virksomhedernes kapacitetsudnyttelse. Ifølge Europa-Kommissionens stikprøvebaserede indikator er danske virksomheders kapacitetsudnyttelse steget betydeligt siden lavpunktet under krisen i 2009, men den ligger stadig et stykke under sit langsigtede gennemsnit, jf. figur 31. Danmarks Statistiks indikator for ledig kapacitet viser et tilsvarende billede. Det indikerer, at virksomhederne på kort sigt kan øge produktionen inden for rammerne af det eksisterende produktionsapparat.

KAPACITETSUDNYTTELSE I VIRKSOMHEDERNE Figur 31



Anm.: Sidste observation er 4. kvartal 2010 for kapacitetsudnyttelse og 1. kvartal 2011 for ledig kapacitet.
Kilde: Danmarks Statistik og Europa-Kommissionen.

FORTSAT Boks 3

Samlet er det derfor vurderingen, at økonomiens udbudsside kan klare den ventede fremgang i den private sektors efterspørgsel i de næste par år, uden at det fører til øget pris- og lønpres.

[1] Se boks 2 i Danmarks Nationalbank, Seneste økonomiske og monetære udvikling, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2010.

Boligmarkedet

Efter det store fald under krisen i 2008-09 synes de reale boligpriser at være stabiliseret, men de presses fortsat af et meget højt antal boliger til salg. Ifølge Realkreditrådets udbudsstatistik var der i april godt 66.000 ejerboliger og fritidshuse til salg på internettet, når der korrigeres for sæsonudsving. Det er en stigning på ca. 14 pct. i forhold til året før. Antallet af handler ligger desuden væsentligt under gennemsnittet for de seneste 20 år, og liggetiderne er lange.

Trods det store udbud af boliger er de nominelle boligpriser i 2010 steget moderat. Fra 3. kvartal til 4. kvartal 2010 steg priserne på parcel- og rækkehuse med 0,8 pct. ifølge Danmarks Statistik, når der korrigeres for sæsonudsving, mens priserne på ejerlejligheder steg med 1,1 pct. efter sæsonkorrektion. Priserne på både huse og lejligheder stiger fortsat mest i hovedstadsregionen.

Som påvist i Kvartalsoversigten, 1. kvartal 2011, del 2, har udsvingene på boligmarkedet i væsentlig grad forstærket de generelle konjunkturudsving i de senere år. Ændringerne i rammebetingelserne for boligmarkedet inden for det sidste årti har således gjort boligpriserne langt mere følsomme over for udsving i boligefterspørgslen, jf. boks 4.

Lønudviklingen

Lønstigningstakten i den private sektor er aftaget som følge af, at presset på arbejdsmarkedet er svækket siden årene med højkonjunktur. For Dansk Arbejdsgiverforenings, DA's, medlemsvirksomheder var den årlige lønstigningstakt i 1. kvartal 2011 2,0 pct., jf. figur 33. Til sammenligning var den 2,5 pct. årligt i de sidste tre kvartaler af 2010. Tallene for 2010 overvurderer dog lønstigningstakten med ca. 0,4 procentpoint som følge af indførelsen af multimedieskatten og overgangen til nye koder for arbejdsfunktioner. Dermed har lønstigningstakten på DA-området været stort set uændret gennem det seneste år.

Lønstigningstakten i den offentlige sektor kom meget højt op i 2008-09 som følge af den overenskomst, der blev indgået på toppen af højkonjunkturen i begyndelsen af 2008, jf. figur 33. De offentlige lønninger steg derfor i en periode betydeligt kraftigere end lønningerne på det private arbejdsmarked. Inden for det seneste år er lønudviklingen i stat,

BOLIGPRISUDSVING OG BOLIGMARKEDETS RAMMEBETINGELSER Boks 4

Indførelsen af afdragsfrie boliglån og fastfrysningen af den nominelle ejendomsværdiskat har inden for det seneste årti gjort boligmarkedet væsentligt mere følsomt over for konjunkturudsving.[1] Omfanget af den forøgede ustabilitet på boligmarkedet kan belyses ved hjælp af økonometriske modeller for den gennemsnitlige kontantpris på énfamiliehuse i Danmark. Vi estimerer til det formål to alternative modeller.

I begge modeller antager vi, at den underliggende boligefterspørgsel bl.a. afhænger af en boligomkostning, der er specificeret som et vejet gennemsnit af den traditionelle brugerpris og den lavest mulige førsteårsydelse, som det er muligt at opnå med de gældende boligfinansieringsformer. Den lavest opnåelige førsteårsydelse er defineret som:

$$ydelse = \underbrace{\left((1-t)r^{\min} + s + afdrag\right)}_{y} p^h, \qquad (1)$$

hvor renten r^{min} fra og med 1. kvartal 2000 (hvor rentetilpasningslånene for alvor begynder at slå igennem) overgår fra den 30-årige obligationsrente til en kort obligationsrente (vægtet for realkreditobligationer med 1 og 2 års løbetid), s er boligrelaterede skatter (grundskyld og ejendomsværdiskat), *afdrag* er afdragsraten for et fuldt lånefinansieret hus med fuld anvendelse af rentetilpasningslån fra 1. kvartal 2000 og afdragsfrihed fra 4. kvartal 2003, og p^h er den reale huspris.

Den traditionelle brugerpris er defineret som:

$$brugerpris = \left(\underbrace{\left[(1-t)r^{30} - \pi\right]}_{u} + s + d - \pi^h \right) p^h, \qquad (2)$$

hvor den kantede parentes er realrenten efter skat på 30-årige obligationer, d er afskrivninger og vedligehold, og π^h er den forventede (reale) kapitalgevinst i form af stigende boligpriser (ud over almindelige prisstigninger). Inflationsforventningerne π og de forventede kapitalgevinster, π^h, antages at afhænge af de foregående års realiserede prisstigningstakter.

I den første af vore to modeller (model A) lader vi den underliggende efterspørgsel efter ejerboliger (K^D) være bestemt af husholdningernes disponible realindkomst (Y) og en fri kombination af brugerpris og den mindst mulige førsteårsydelse. I estimationen af modellen opdeles brugerprisen i selve den reale huspris p^h, brugerprissatsen u (ekskl. forventede kapitalgevinster, jf. (2)) og de forventede kapitalgevinster π^h, ligesom førsteårsydelsen opdeles i den reale huspris og en sats for førsteårsydelsen, y, jf. (1). Mere præcist antager vi i estimationen en langsigtet boligefterspørgselsfunktion af følgende form, hvor vi lader data bestemme størrelsen af vægtparameteren λ ($0<\lambda<1$), som angiver den relative betydning af henholdsvis brugerprissatsen og satsen for førsteårsydelsen:

$$\text{Model A:} \quad K^D = F\left(Y, omk, \pi^h, p^h\right), \quad omk = \lambda \cdot u + (1-\lambda) \cdot y. \qquad (3)$$

Model A svarer til den estimerede boligprismodel, som blev præsenteret i Kvartalsoversigten, 1. kvartal 2011, del 2. Modellen følger tilgangen i de fleste andre danske empiriske boligprismodeller, hvor der er tradition for at lade brugerprissatsen og kontantprisen indgå som separate forklarende variable.

FORTSAT Boks 4

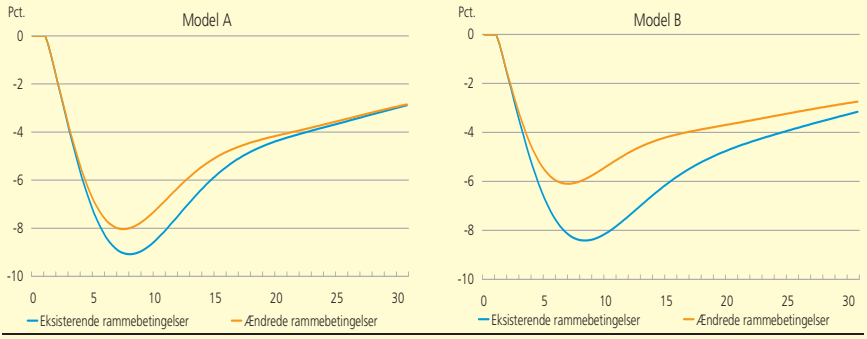
Økonomisk teori tilsiger imidlertid, at kontantprisen indgår i et multiplikativt sam spil med satserne for brugerpris og førsteårsydelse, som angivet i (1) og (2). Begrundelsen er, at en given rentestigning og en given stigning i afdragsraten på boliglån har et større gennemslag på boligudgiften, jo dyrere boligen er, dvs. jo højere kontantprisen er. I model B lader vi derfor den langsigtede boligefterspørgsel være givet ved en funktion af formen

$$\text{Model B:} \quad K^D = F\left(Y, omk \cdot p^h, \pi^h\right). \tag{4}$$

Målt på sædvanlige statistiske parametre klarer de to modeller sig nogenlunde lige godt i mødet med data; bl.a. er begge modeller i stand til at forklare knap to tredjedele af de historiske udsving i boligpriserne.[2] I figur 32 vises, hvordan de reale huspriser ifølge de to modeller vil reagere på et negativt stød til boligmarkedet under forskellige rammebetingelser.[3] De vandrette akser angiver antallet af forløbne år efter, at der er indtruffet et permanent fald i de disponible realindkomster på 5 pct. De blå kurver i diagrammerne angiver boligprisernes reaktion under de nuværende regler for boligbeskatning og boligfinansiering. De gule kurver viser den prisreaktion, man ville få, hvis der ikke var adgang til afdragsfrie realkreditlån, og hvis ejendomsværdiskatten fik lov at følge udviklingen i kontantpriserne, så den effektive ejendomsværdiskattesats fastholdes omtrent på det nuværende niveau. De gule kurver beskriver dermed det prisforløb, man ville få under de rammebetingelser for boligmarkedet, som er foreslået i Kvartalsoversigten for 1. kvartal 2011.

Ifølge begge modeller vil huspriserne falde i de første 6-8 år efter indkomstfaldet. Derefter vil priserne begynde at rette sig op igen, idet de lavere boligpriser medfører faldende boliginvesteringer, der gradvis reducerer boligudbuddet. Ifølge model A (venstre del af figur 32) ville faldet i huspriserne blive dæmpet med godt 1 procentpoint svarende til ca. 15 pct. af prisfaldet i de år, hvor priseffekten er størst, hvis man indførte de rammebetingelser, som Nationalbanken har foreslået. Disse betingelser indebærer nemlig, at den nominelle ejendomsværdiskat får lov at falde i takt med boligpriserne, hvorved prisfaldet dæmpes. Denne automatisk stabiliserende effekt er sat ud af kraft af den gældende fastfrysning af den nominelle ejendomsværdiskat.

HUSPRISERNES REAKTION PÅ ET FALD I INDKOMSTERNE UNDER FORSKELLIGE RAMMEBETINGELSER PÅ BOLIGMARKEDET Figur 32



Anm.: Effekten på de reale huspriser af et 5 pct. fald i de disponible indkomster i en situation med de nuværende rammebetingelser på boligmarkedet sammenlignet med en situation, hvor der ikke er adgang til afdragsfrie realkreditlån, og hvor ejendomsværdiskatten følger kontantpriserne, således at den effektive boligskattesats fastholdes omtrent på det aktuelle niveau. Beregningerne er foretaget på forskellige versioner af en model for boligmarkedet baseret på hver sin relation for udvikling i huspriserne, jf. hovedteksten.

Kilde: MONA's databank og egne beregninger.

FORTSAT Boks 4

Model B (højre del af figur 32) forudsiger derimod, at de af Nationalbanken foreslåede rammebetingelser ville dæmpe boligprisfaldet med helt op til 35 pct. Denne model tager nemlig yderligere højde for, at et fald i kontantprisen giver et større fald i boligkøbernes førsteårsydelse, når de skal betale afdrag på boliglånet, end når lånet er afdragsfrit. Det større fald i ydelsen på lån med afdrag betyder, at boligpriserne ikke behøver at falde så meget for at genskabe ligevægten på boligmarkedet efter et indkomstfald.

Den faktiske forøgelse af ustabiliteten på boligmarkedet, som fastfrysningen af ejendomsværdiskatten og indførelsen af de afdragsfrie lån har medført, ligger formentlig i spændet mellem de effekter, der fremkommer ved brug af de her præsenterede modeltilgange. Det stemmer godt overens med størrelsen af de effekter, som gennem andre metoder blev beregnet i Kvartalsoversigten for 1. kvartal 2011.

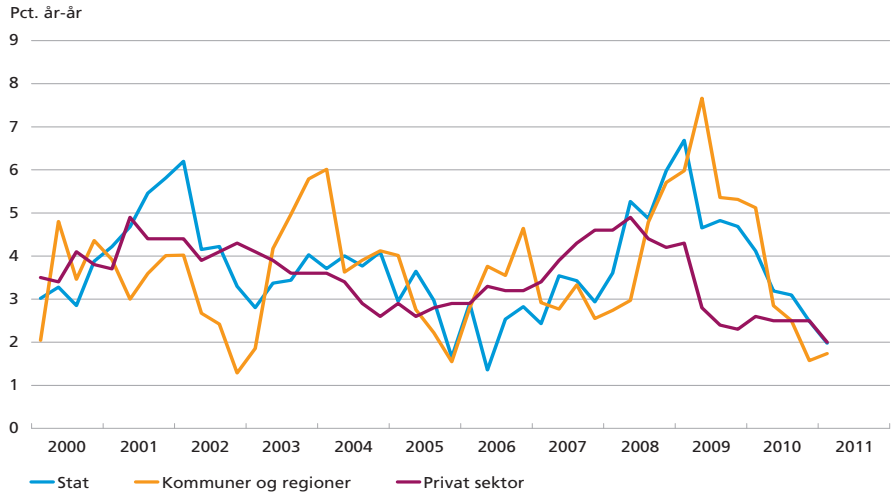
Ifølge model B har også indførelsen af rentetilpasningslån og den deraf følgende reduktion af boligkøbernes førsteårsydelse forstærket boligprisernes reaktion på udsving i indkomsterne. Effekten af rentetilpasningslånene har skønsmæssigt været af samme omfang som effekten af de afdragsfrie lån, hvis man antager, at den korte rente ikke reagerer på udsving i indkomsterne. Normalt svinger den danske konjunktur imidlertid nogenlunde i takt med konjunkturen i euroområdet. Et fald i danske husholdningers indkomst vil derfor ofte være ledsaget af et fald i de korte renter som følge af en lempelse af ECB's og Nationalbankens pengepolitik, og vice versa.[4] Via rentetilpasningslån vil disse ændringer i den korte rente slå igennem på boligkøbernes førsteårsydelse og dermed modvirke de udsving i boligpriserne, der følger af udsving i indkomsterne. Med en passende afstemt pengepolitik vil rentetilpasningslånene derfor ikke have den samme destabiliserende effekt på boligmarkedet og samfundsøkonomien som de afdragsfrie lån.

[1] Jf. artiklerne af Niels Arne Dam mfl. i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2011, del 2.
[2] De to estimerede boligprismodeller er nærmere dokumenteret i et arbejdsnotat af Niels Arne Dam, Afdragsfrie lån, skattestop og udsving i huspriserne, Danmarks Nationalbank, 2011.
[3] Prisforløbene er beregnet i en boligmodel, der kombinerer hver af de to alternative husprisrelationer med den relation for boliginvesteringerne, som blev estimeret i Niels Arne Dam mfl., Udviklingen på ejerboligmarkedet i de senere år – Kan boligpriserne forklares?, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2011, del 2.
[4] Jf. artiklen Hvordan virker pengepolitikken i Danmark?, side 49.

kommuner og regioner dog aftaget væsentligt. I staten steg lønningerne 2,0 pct. fra 1. kvartal 2010 til 1. kvartal 2011, mens stigningstakten var 1,7 pct. i kommuner og regioner. Det kraftige fald i lønstigningerne afspejler reguleringsordningen, som på længere sigt binder lønudviklingen på det offentlige arbejdsmarked til udviklingen i den private sektor. Den svagere lønudvikling på det private arbejdsmarked bevirker, at lønningerne i det offentlige er steget for hurtigt relativt set. Det bliver som følge af reguleringsordningen udjævnet gennem en periode med lave offentlige lønstigninger.

Den danske lønstigningstakt i industrien er nu omtrent på niveau med udlandets, efter at den i en længere periode har ligget over lønstigningstakten hos vore samhandelspartnere.

LØNUDVIKLINGEN I STAT, KOMMUNER OG DEN PRIVATE SEKTOR Figur 33



Anm.: Timeløn. Seneste observation er 1. kvartal 2011.
Kilde: Dansk Arbejdsgiverforening og Danmarks Statistik.

Prisudviklingen

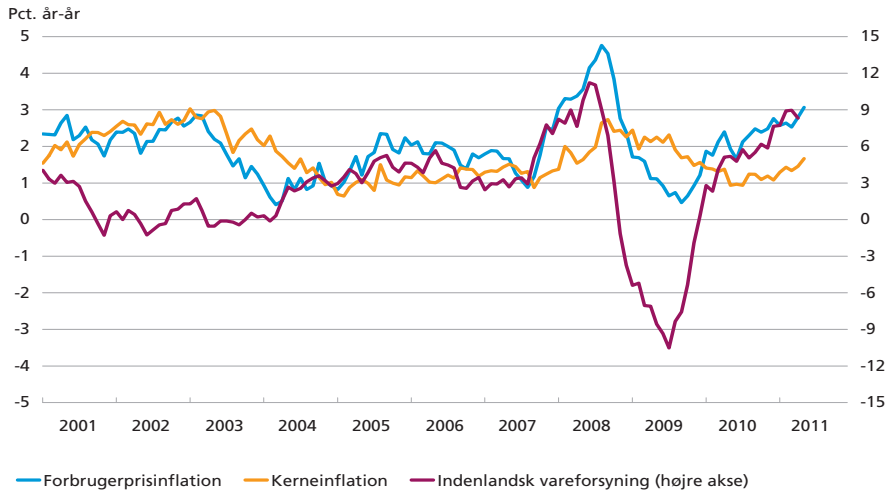
Inflationen målt ved årsstigningstakten i det harmoniserede forbrugerprisindeks HICP var 3,1 pct. i maj, jf. figur 34. Den relativt høje forbrugerprisinflation afspejler primært stigende priser på energi og fødevarer, som altid svinger meget i perioder med udsving i råvarepriserne. På det seneste er råvarepriserne steget.

Kerneinflationen, som ekskluderer energi- og fødevarepriserne, er på det seneste også begyndt at drive lidt i vejret og var i maj 1,7 pct. målt på årsbasis. En nærmere analyse af betydningen af afgiftsændringer og råvarepriser for udviklingen i forbrugerpriserne præsenteres i artiklen Råvarepriser og inflation i Danmark, side 77.

I euroområdet var årsstigningstakten i forbrugerpriserne 2,7 pct. i maj. Ligesom i Danmark er inflationen i euroområdet steget på grund af højere prisstigninger på energi og fødevarer.

Engrospriserne, som belyser prisudviklingen i første omsætningsled, er steget med 8,3 pct. i løbet af det seneste år. Stigningen har været kraftigst for danskproducerede varer, som er steget med 10,1 pct. Engrospriserne svinger traditionelt mere end forbrugerpriserne. Det skyldes, at råvarepriserne slår kraftigere igennem på engrospriserne. De kraftigt stigende engrospriser kan lægge et opadgående pres på forbrugerpriserne i de kommende måneder.

INFLATION Figur 34



Anm.: Månedsdata. Seneste observation er maj 2011 for forbrugerpris- og kerneinflation og april for indenlandsk vareforsyning.
Kilde: Danmarks Statistik.

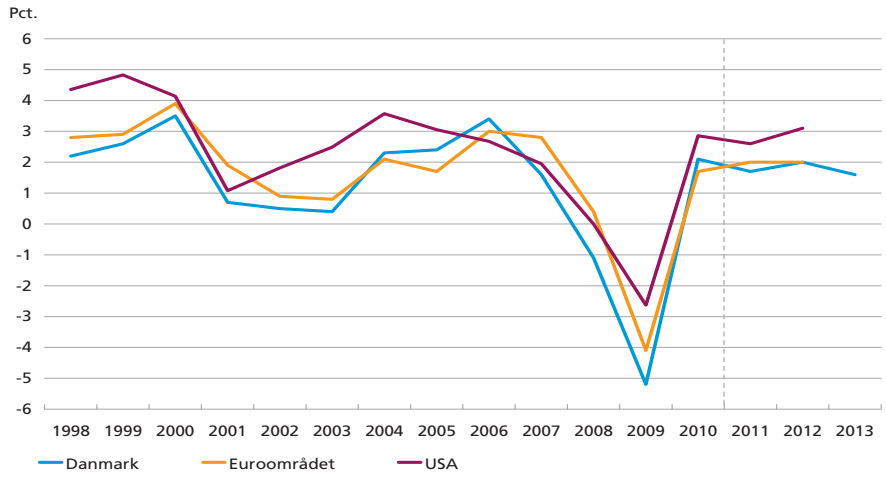
Prognose for dansk økonomi 2011-13

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 MONA[1] og tager udgangspunkt i den foreliggende konjunkturstatistik, herunder Danmarks Statistiks kvartalsvise nationalregnskab for 1. kvartal 2011[2]. 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 marts 2011 forklares i appendiks 2.

BNP-væksten ventes at være i underkanten af 2 pct. årligt i 2011-13. Væksten i år begrænses af opbremsningen i vinterhalvåret 2010-11. For alle årene forventes stigningen i produktionen at ligge over den underliggende vækst i økonomiens produktionspotentiale. Dermed stiger kapacitetsudnyttelsen fra sit nuværende beskedne niveau til et mere normalt leje. De danske vækstudsigter er svagere end udsigterne for USA, hvor den potentielle vækst er højere på grund af befolkningsvækst, men de er på niveau med euroområdets, jf. figur 35. Fremgangen i euroområdet hæmmes af de økonomiske problemer i lande med stats-

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. juni 2011.

BNP-VÆKST I DANMARK, EUROOMRÅDET OG USA Figur 35



Anm.: Efter den stiplede linje er der tale om skøn.
Kilde: Danmarks Statistik, Reuters EcoWin, OECD, *Economic Outlook*, nr. 89, maj 2011, og egen prognose.

gældskrise. Udsigterne for Tyskland er derimod gode i de kommende år og fremstår lidt stærkere end for Danmark.

Det væsentligste vækstbidrag i fremskrivningen kommer fra eksporten, jf. tabel 2, i særdeleshed industrieksporten, der nyder godt af de gode vækstudsigter for nogle af de vigtigste eksportmarkeder som fx Sverige og Tyskland. Industrieksporten er vokset støt siden midten af 2009 og nærmer sig niveauet fra før det internationale tilbageslag, der resulterede i et mængdemæssigt fald på ca. 15 pct. Målt i mængder har markedsandelene for dansk industrieksport været vigende siden midten af 1990'erne. Det skyldes til dels de nye vækstøkonomiers stigende rolle i den internationale handel, men afspejler også at lønkonkurrenceevnen er svækket over en længere årrække. I kriseårene var der en opbremsning af tabet af markedsandele, men det er afløst af fornyede tab i takt med fremgangen i den internationale økonomi siden 2009. Det afspejler, at den danske industrieksport i kraft af sin sammensætning er mindre konjunkturfølsom end den samlede verdenshandel med industrivarer. I fremskrivningen stiger lønningerne kun en smule stærkere end i udlandet, og trods beskedne tab af markedsandele vokser eksporten solidt.

I de seneste år har husholdningerne benyttet indkomststigningerne til at konsolidere sig oven på formuetabene på især boliger. I 2009-10 er privatforbruget derfor kun vokset behersket og ligger nu på et lavt niveau målt i forhold til den private sektors disponible indkomster, jf. figur 36.

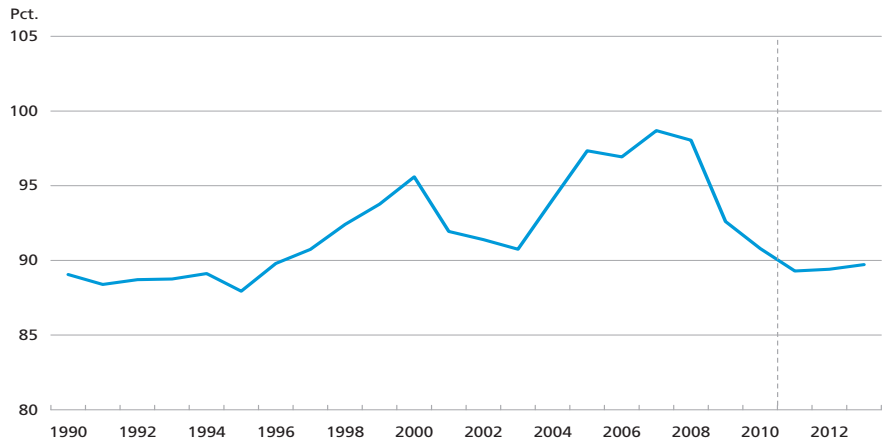
CENTRALE ØKONOMISKE STØRRELSER — Tabel 2

Realvækst i forhold til året før, pct.	2010	2011	2012	2013
BNP	2,1	1,7	2,0	1,6
Privat forbrug	2,2	1,4	2,5	1,7
Offentligt forbrug	1,0	-0,1	0,8	0,2
Boliginvesteringer	-9,4	5,3	2,9	4,1
Offentlige investeringer	7,3	-0,1	-5,1	-3,0
Erhvervsinvesteringer	-3,6	-1,5	7,7	7,2
Lagerinvesteringer[1]	0,9	0,3	0,2	0,1
Eksport	3,6	5,9	3,0	2,9
Industrieksport	5,9	4,8	6,3	4,2
Import	2,9	5,3	4,2	3,9
Samlet beskæftigelse, 1.000 personer	2.764	2.764	2.777	2.786
Ledighed, brutto, 1.000 personer	165	156	146	139
Ledighed, netto, 1.000 personer	114	103	98	95
Betalingsbalance, pct. af BNP	5,1	5,4	5,0	4,7
Offentlig saldo, pct. af BNP	-2,8	-4,2	-3,4	-2,7
Kontantpriser, pct. år-år	2,4	0,7	1,3	1,6
Forbrugerpriser, pct. år-år	2,2	2,9	1,9	1,8
Timeløn, pct. år-år	2,5	2,5	3,3	3,3

[1] Bidrag til BNP-vækst.

Mange husholdninger vil formentlig fortsat ønske at forbedre deres formuestilling, så trods den begyndende vending på arbejdsmarkedet og stabiliseringen af boligmarkedet ventes kun en moderat fremgang i forbruget. Forbrugskvoten stiger stort set ikke i løbet af prognoseperioden. De foreliggende indikatorer tyder på, at erhvervsinvesteringerne

DEN PRIVATE FORBRUGSKVOTE — Figur 36



Anm.: Det anvendte indkomstbegreb er den private sektors disponible nettoindkomst fratrukket indkomsten i energisektoren.
Kilde: Danmarks Statistik og egen prognose.

efterhånden er ved at løfte sig fra et meget lavt niveau. Med tiltagende produktionsvækst vil den betydelige ledige kapacitet gradvis forsvinde, og mange virksomheder har i den seneste tid haft en ganske solid indtjening. På den baggrund ventes investeringerne også efterhånden at bidrage til efterspørgselsvæksten.

Med vækst i efterspørgslen og tiltagende kapacitetspres øges importkvoten. Importen vokser i 2012 og 2013 lidt mere end eksporten. Det bidrager til at reducere betalingsbalanceoverskuddet lidt fra det nuværende niveau omkring 6 pct. af BNP, men overskuddet forbliver stort i hele fremskrivningen.

Beskæftigelsen faldt ifølge det kvartalsvise nationalregnskab beskedent i 1. kvartal 2011. Et fald i den offentlige beskæftigelse blev stort set opvejet af en stigning i den private beskæftigelse. Dermed er faldet i den private beskæftigelse ophørt. Arbejdsproduktiviteten er i betydeligt omfang blevet genoprettet efter det store fald op til og under krisen i 2008 og 2009. I fremskrivningen vokser produktiviteten i et mere normalt tempo, så produktionsvæksten resulterer også i en behersket vækst i beskæftigelsen. Med udsigt til en konjunkturbetinget stigning i arbejdsudbuddet, der lidt mere end opvejer det negative demografiske træk, indebærer det, at nettoledigheden gradvis falder fra 102.800 personer i marts til lidt under 100.000 personer mod prognosens slutning. Det svarer stort set til skønnet for den strukturelle ledighed.

Lønstigningerne på det private arbejdsmarked har gennem 2010 ligget på 2-2,5 pct. år til år. Det er på niveau med stigningerne i udlandet, om end højere end i euroområdet. Det er samtidig klart lavere end i de foregående år og et resultat af, at arbejdsmarkedet er blevet svækket. I fremskrivningen øges lønstigningstakten til over 3 pct. år til år i 2012 og 2013 i takt med, at arbejdsmarkedet langsomt bliver strammere.

Som tidligere nævnt steg forbrugerpriserne, HICP, i maj 2011 med 3,1 pct. år til år, mens kerneinflationen, der ekskluderer prisudviklingen for energi og fødevarer, var 1,7 pct. år til år i maj. De stigende råvarepriser har således kun haft en begrænset afsmittende effekt på den øvrige prisudvikling. Den indirekte effekt på andre forbrugerpriser som følge af energiforbrug i produktionen af disse goder er indtil videre absorberet i virksomhedernes avancer – understreget ved en negativ indenlandsk markedsbestemt inflation, IMI, siden midten af 2010. Risikoen for anden-runde-effekter, hvor stigende forbrugerpriser resulterer i et øget lønpres, vurderes også at være beskeden ved det nuværende svage kapacitetspres, forudsat at råvarepriserne ikke fortsætter den kraftige stigning. På den baggrund skønnes inflationstakten gradvis at aftage gennem fremskrivningen til lidt under 2 pct. år til år i 2012 og 2013, jf. tabel 3. Prognosen indregner ikke effekter af den aftale om en tilbage-

FORBRUGERPRISER Tabel 3

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

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

[1] Vægt i nettoprisindekset, procent.

trækningsreform, der i maj blev indgået af et flertal i Folketinget, da aftalen først vil blive omsat til lov, hvis der er flertal for den efter næste Folketingsvalg. Hvis aftalen gennemføres, bliver der i 2012 mulighed for at få udbetalt efterlønsbidrag indbetalt fra 1999 frem til 15. maj 2011. I boks 5 beskrives, hvordan dette kan påvirke prognosen.

EFFEKTER AF TILBAGETRÆKNINGSAFTALEN I PROGNOSEPERIODEN 2011-13 Boks 5

Regeringen har indgået en aftale om en tilbagetrækningsreform med Dansk Folkeparti og Det Radikale Venstre. Aftalen vil først blive omsat til lovgivning, hvis der er flertal for den efter næste Folketingsvalg. Derfor indgår reformen ikke i prognosens grundforløb.

De centrale elementer i aftalen, der har til formål at øge arbejdsstyrken, får først virkning efter prognoseperioden. Det er bl.a. den højere efterløns- og pensionsalder, reduktionen i efterlønsperioden samt introduktionen af en seniorførtidspension. Aftalen indebærer imidlertid også, at det i løbet af 2012 er muligt at få efterlønsbidrag indbetalt i perioden 1999 frem til 15. maj 2011 skattefrit tilbage, hvis man træder ud af efterlønsordningen inden efterlønsalderen. For en person, der har indbetalt til efterlønnen i hele perioden, svarer det til 60.514 kr. i 2011-niveau. Desuden gør bl.a. højere modregning af anden pension det mindre attraktivt at tilmelde sig eller forblive i efterlønsordningen, og fremadrettet må færre derfor ventes at betale efterlønsbidrag.

I det følgende vurderes de makroøkonomiske effekter af tilbagetrækningsaftalen inden for prognosehorisonten på grundlag af en MONA-beregning. Det samlede indbetalte efterlønsbidrag opskrevet med satsreguleringen udgør omkring 60 mia. kr. Der er stor usikkerhed om, hvor mange der i givet fald vil vælge at forlade efterlønsordningen. I det følgende antages en skattefri udbetaling på 20 mia. kr. i 2012 svarende til en tredjedel af de opskrevne indbetalinger. Fra 2012 antages de årlige indbetalinger af efterlønsbidrag tilsvarende reduceret fra 6 til 4 mia. kr.

FORTSAT Boks 5

Tilbagebetalingen af efterlønsbidraget øger de disponible indkomster i 2012, og væksten i det private forbrug øges til 3,1 pct. i 2012 fra 2,5 pct. i grundforløbet, jf. tabel 4. Den højere efterspørgselsvækst løfter BNP-væksten med 0,2 procentpoint til 2,2 pct. Den offentlige saldo forværres med godt 20 mia. kr. i 2012 som følge af tilbagebetalingen og de lavere indbetalinger af efterlønsbidrag. I 2013 er det offentlige underskud af samme størrelsesorden som i grundforløbet, mens forbrugs- og BNP-væksten er lidt højere og ledigheden lidt lavere. Løn- og prisstigningstakten løfter sig i 2013 marginalt over grundforløbet.

GRUNDFORLØB OG ALTERNATIVT SCENARIO Tabel 4

	Grundforløb	Tilbagetrækningsaftale
2012		
BNP, pct. år-år	2,0	2,2
Privat forbrug, pct. år-år	2,5	3,1
Ledighed, netto, 1.000 personer	98	97
Offentlig saldo, pct. af BNP	-3,4	-4,5
HICP, pct. år-år	1,9	1,9
2013		
BNP, pct. år-år	1,6	1,6
Privat forbrug, pct. år-år	1,7	1,8
Ledighed, netto, 1.000 personer	95	92
Offentlig saldo, pct. af BNP	-2,7	-2,6
HICP, pct. år-år	1,8	1,8

Beregningen antager en normal forbrugsreaktion på øget indkomst og tager ikke højde for, at nogle deltagere i efterlønsordningen har betragtet bidraget som opsparing. Hvis bidraget er opfattet som opsparing, vil en større del af udbetalingen givetvis blive sparet op, og de ovenfor beskrevne positive effekter på forbrug og aktivitet vil da være overkantsskøn.

Økonomisk politik

Efter at den nødvendige konsolidering af de offentlige finanser er påbegyndt, forventes som nævnt en moderat vækst i dansk økonomi trukket af eksporten og den private indenlandske efterspørgsel. Danske eksportvirksomheder nyder godt af den stærke økonomiske fremgang i Tyskland og Sverige. De to lande høster nu frugterne af, at de gennem mange år har ført en disciplineret finanspolitik kombineret med strukturreformer for at fremme arbejdsudbuddet. Derved lykkedes det for dem at undgå en overophedning af økonomien i årene forud for finanskrisen, og bl.a. derfor er de kommet hurtigere ud af krisen end de fleste andre lande.

I Danmark har den økonomiske udvikling efter krisen været langt svagere, hvilket bl.a. kan tilskrives den svækkelse af lønkurrenceevnen og

den boble på boligmarkedet, der indtraf i årene op til krisen. Disse erfaringer understreger, hvor vigtigt det er at føre en tilbageholdende finanspolitik i opgangstider og at indrette boligbeskatningen og boligfinansieringen på en måde, der kan mindske de store udsving på boligmarkedet.

I kølvandet på finanskrisen er bolig- og erhvervsinvesteringerne faldet markant, og både husholdninger og virksomheder har forøget deres opsparing kraftigt. Den private sektors opsparingsoverskud, opgjort som forskellen mellem sektorens opsparing og investering, ligger dermed på det højeste niveau siden 2. Verdenskrig. Det er ikke sandsynligt, at opsparingsoverskuddet vil forblive på dette usædvanlige niveau gennem længere tid.

Det seneste halvårs tilbagegang i dansk økonomi kan derfor ventes afløst af fornyet vækst, efterhånden som opsparing og investering vender tilbage til mere normale niveauer. Det store aktuelle opsparingsoverskud i den private sektor udgør en stor opdæmmet købekraft, som hurtigt kan blive omsat i øget forbrug og øgede investeringer, hvis der kommer et positivt omslag i husholdningernes og virksomhedernes forventninger.

For at sikre et langvarigt og holdbart opsving er det vigtigt, at stigningen i arbejdsudbuddet og produktionskapaciteten kan følge med den ventede stigning i den private efterspørgsel. Hvornår den private efterspørgsel for alvor begynder at stige, kan ikke siges med sikkerhed, men forsigtighedshensyn og det langsigtede behov for konsolidering tilsiger, at der fortsat planlægges en tilbageholdende finanspolitik for de kommende år.

APPENDIKS 1: ANTAGELSER I PROGNOSEN FOR DANSK ØKONOMI

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

International økonomi

Verdensøkonomien er i fortsat fremgang, om end der er store forskelle i den økonomiske udvikling på tværs af regioner og lande. Tyskland og Sverige, der er to af Danmarks vigtigste samhandelspartnere, har haft høj økonomisk vækst og stigende beskæftigelse. Den ventede internationale økonomiske udvikling danner baggrund for, at afsætningsmarkedet for den danske eksport antages at vokse med godt 7 pct. i 2011 og 2012, mens væksten antages lidt lavere i 2013, jf. tabel 5.

Som reaktion på de højere råvarepriser er prisstigningerne på udenlandske varer importeret til Danmark i år højere end sidste år. De antages at aftage i 2012 og 2013. Det samme gælder prisstigningerne på industriens eksportmarked. Lønstigningerne i udlandet skønnes at være beskedne gennem fremskrivningsperioden som følge af, at arbejdsmarkederne i de fleste lande er svage.

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 rentekurven på de finansielle markeder. Den korte rente er fortsat med at stige. I

OVERSIGT OVER PROGNOSENS ANTAGELSER — Tabel 5

	2010	2011	2012	2013
International økonomi:				
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år	10,9	7,2	7,3	5,6
Pris på eksportmarkedet[1], pct. år-år	-0,9	2,5	1,7	1,2
Udenlandsk pris[2], pct. år-år	-0,7	2,6	1,7	1,2
Udenlandsk timeløn, pct. år-år	2,6	1,8	2,3	2,7
Finansielle forhold mv.:				
3-måneders-pengemarkedsrente, pct. p.a.	0,6	1,2	1,7	2,0
Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a.	2,7	3,1	3,6	4,0
Effektiv kronekurs, 1980 = 100	104,0	103,8	104,0	104,0
Dollarkurs, DKK pr. USD	5,6	5,2	5,2	5,2
Oliepris, Brent, USD pr. tønde	80,3	113,7	113,3	109,7
Finanspolitik:				
Offentligt forbrug, pct. år-år	1,0	-0,1	0,8	0,2
Offentlige investeringer, pct. år-år	7,3	-0,1	-5,1	-3,0
Offentlig beskæftigelse, 1.000 personer	840	839	842	842

[1] Sammenvejet importpris for de lande, Danmark eksporterer til.
[2] Sammenvejet eksportpris for de lande, Danmark importerer fra.

begyndelsen af juni 2011 var 3-måneders pengemarkedsrenten 1,1 pct. p.a., og den ventes at stige til et niveau omkring 2 pct. p.a. i 2013. Det er lidt lavere end i sidste prognose. Den gennemsnitlige obligationsrente ventes også at blive lidt lavere gennem fremskrivningsperioden. Den var primo juni 2,8 pct. p.a. og stiger til 4 pct. p.a. i 2013.

Den effektive kronekurs er lidt stærkere end i marts-prognosen. Det dækker over, at dollaren og det britiske pund er svækket over for euroen og dermed også den danske krone. I fremskrivningen antages dollarkursen og den effektive kronekurs at holde sig konstant på niveauet fra primo juni.

Prisen på olie lå ved prognosens udarbejdelse omkring 115 dollar pr. tønde. I fremskrivningen antages olieprisen at følge futurepriserne, så den falder til knap 110 dollar pr. tønde i 2013. Det er stort set som i marts-prognosen.

Finanspolitiske forudsætninger

Finanspolitikken i prognosen tager udgangspunkt i finansloven for 2011 samt de regionale og kommunale budgetter for 2011. Det reale offentlige forbrug antages i år at falde marginalt, hvorefter det vokser med 0,8 pct. i 2012 og 0,2 pct. i 2013. De offentlige investeringer ventes at være stort set uændrede 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 justeret lidt ned i forhold til marts-prognosen, jf. tabel 6, hvor revisionerne i BNP og forbrugerpriser er dekomponeret på vigtige baggrundsfaktorer. En lidt stærkere effektiv kronekurs trækker i retning af lavere vækst, ligesom de svage foreløbige nationalregnskabstal for årets 1. kvartal dæmper produktionsfremgangen i 2011. I 2013 trækkes aktiviteten op af en opjustering af eksportmarkedsvæksten og en lidt lavere rente end i marts-prognosen. Andre faktorer, herunder datarevisioner, bidrager kun beskedent til revisionen af skønnene for BNP-væksten for perioden under ét.

Forbrugerprisstigningerne er oprevideret til 2,9 pct. i 2011 primært som følge af den udvikling, der allerede har fundet sted. De højere prisstigninger vedrører især energi, fødevarer og importerede varer.

REVISIONER I FORHOLD TIL SENESTE PROGNOSE — Tabel 6

	BNP			Forbrugerpriser, HICP		
Pct., år-år	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Prognose fra marts 2011	1,9	1,8	1,5	2,4	1,8	1,7
Bidrag til ændret skøn fra:						
Eksportmarkedsvækst	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Renteudvikling	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Valutakurser	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0
Oliepriser	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andre faktorer	-0,1	0,2	-0,2	0,4	0,2	0,1
Denne prognose	1,7	2,0	1,6	2,9	1,9	1,8

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

Hvordan virker pengepolitikken i Danmark?

Af
Peter Askjær Drejer, Statistisk Afdeling
Marianne Clausager Koch, Økonomisk Afdeling
Morten Hedegaard Rasmussen, Økonomisk Afdeling
Morten Spange, Økonomisk Afdeling
Søren Vester Sørensen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Hvad sker der, når de pengepolitiske renter ændres? Det spørgsmål er genstand for en analyse, som præsenteres i Del 2 til denne Kvartalsoversigt. I denne oversigtsartikel sammenfatter vi de væsentligste resultater fra analysen.

Pengepolitiske renteændringer påvirker potentielt husholdninger og virksomheder gennem to kanaler, nemlig rentekanalen og kreditkanalen.[1] Rentekanalen dækker over, at en ændring i de pengepolitiske renter slår igennem på bankernes detailrenter over for husholdninger og virksomheder. Vi finder, at der er et højt gennemslag. Der er dog indikationer af, at det er blevet mindre i forbindelse med finanskrisen.[2]

Ifølge hypotesen om kreditkanalen kan en ændring i de pengepolitiske renter påvirke det samlede udbud af lån. Det skyldes bl.a., at bankerne kan blive nødt til at reducere deres udlån som følge af et forværret kapitalgrundlag, da en rentestigning reducerer værdien af deres aktiver. Desuden forringes værdien af virksomhedernes aktiver og dermed deres mulighed for at stille sikkerhed, når pengepolitikken strammes. Ud fra en analyse af danske bankers udlån kan vi ikke påvise, at kreditkanalen spiller en væsentlig rolle for konjunkturudviklingen i Danmark. Der udgår dog alligevel en konjunkturforstærkende effekt fra den finansielle sektor, da bankernes rentemarginal øges i lavkonjunkturer og reduceres i højkonjunkturer. Rentemarginalens konjunkturfølsomhed afspejler formentlig i høj grad konjunkturbetingede ændringer i risikoen for tab på udlån og er således uundgåelig i en markedsøkonomi.

[1] I en økonomi med flydende valutakurs vil en renteændring også give sig udslag i valutakursen. I artiklen ser vi bort fra denne kanal.
[2] Desuden vil der være en påvirkning af de korte realkreditrenter. I det følgende fokuserer vi på gennemslaget på bankernes renter.

Artiklens væsentligste konklusion er, at pengepolitikken primært virker gennem rentekanalen, mens ændringer i det samlede låneudbud ikke kan påvises at have betydning. Vi præsenterer derfor en analyse af, hvordan økonomiens rentefølsomhed har udviklet sig siden 1995. Der findes tre klassiske effekter af en renteændring, nemlig den direkte effekt på indkomsterne, effekten på den private sektors formue og effekten på incitamentet til at spare op. Vi fokuserer på indkomstkanalen, som er den kanal, der potentielt har gennemgået den største udvikling som følge af ændringer i husholdningernes finansieringsmønster. Analysen viser, at både husholdninger og virksomheder gennem det seneste tiår er blevet væsentligt mere følsomme over for ændringer i de korte renter. Det skyldes dels en større udbredelse af lån med variabel rente, dels øget gældsætning.

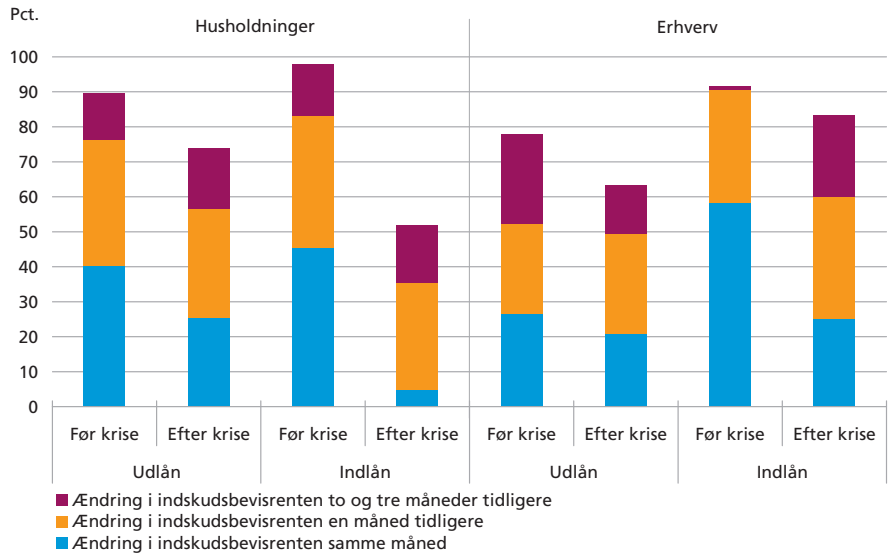
Hvis konjunktursituationen i Danmark ligner euroområdets, kan den øgede rentefølsomhed være en fordel. Det er dog ikke entydigt godt, hvis rentefølsomheden i Danmark er stærkere end i euroområdet som helhed. I så fald kan Den Europæiske Centralbanks, ECB's, renteændringer, som er tilpasset konjunktursituationen i euroområdet, blive for kraftige for danske forhold, selv om dette i nogen grad kompenseres af det relativt høje danske rentefradrag. Den øgede rentefølsomhed er desuden en klar udfordring, hvis den danske konjunkturudvikling afviger fra euroområdets, eller der bliver brug for at anvende rentevåbnet til at forsvare kronekursen.

RENTEGENNEMSLAG

Nationalbanken ændrer lejlighedsvis niveauet for de pengepolitiske renter, som anvendes ved mellemværender med den kreds af banker, der fungerer som pengepolitiske modparter. Det sker som et led i fastkurspolitikken for at holde en fast kronekurs over for euroen. Ændringerne har betydning for bankernes detailrenter over for husholdninger og virksomheder. Det skyldes, at de pengepolitiske renter udgør alternativrenter til renten på lån og placeringer i pengemarkedet, og derfor er afgørende for pengemarkedsrenterne. De pengepolitiske renter kommer dermed til at bestemme prisen på bankernes likviditet og deres finansieringsomkostninger i kroner.

Vi har analyseret, hvor meget bankernes detailrenter ændrer sig efter en ændring i de pengepolitiske renter. I perioden før finanskrisen er 90 og 98 pct. af de pengepolitiske renteændringer overført til henholdsvis udlåns- og indlånsrenterne for husholdningerne efter tre måneder, jf. figur 1. Efter krisen synes gennemslaget for specielt indlån at være langsommere, og der er en antydning af, at det samlede gennemslag er lave-

GENNEMSLAG PÅ DETAILRENTER (SEKTORNIVEAU) Figur 1



re. For virksomhederne er det samlede gennemslag efter tre måneder i perioden frem til krisen 78 pct. for udlån og 92 pct. for indlån, jf. figur 1. Som for husholdningerne er der en tendens til, at rentegennemslaget for både ind- og udlån er blevet lavere og langsommere efter krisen.

Det lavere gennemslag på indlånssiden kan muligvis forklares ved, at de likviditetsproblemer, som en række banker oplevede i forbindelse med finanskrisen, har skærpet konkurrencen om indlån, og bankerne derfor har undladt at følge Nationalbankens rentenedsættelser. Alternativt kan det skyldes, at Nationalbankens renteændringer i perioden i mindre omfang har afspejlet ændringer i ECB's officielle rentesatser, og at bankerne derfor kan have haft sværere ved at vurdere varigheden af ændringerne. Desuden kan det lave niveau for de pengepolitiske renter i 2010 have medvirket til at reducere gennemslaget, da indlånsrenterne traditionelt har ligget under de pengepolitiske renter, og renter ikke kan blive negative.

Årsagerne til det lavere rentegennemslag har betydning for, om det må forventes at vare ved. Noget tyder på, at faldet i nogen grad skyldes faktorer, der er specifikt relaterede til krisen, og som derfor ikke kan forventes at have varig betydning.

Vi undersøger, om der er bestemte karakteristika, som afgør, hvordan bankerne ændrer deres renter som reaktion på ændringer i de pengepolitiske renter. Vi inddeler bankerne efter tre nøgletal, som måler deres likviditet og mulighed for at opnå finansiering, nemlig: indlån i forhold til udlån, likviditetsoverdækning i forhold til lovens mindstekrav og ba-

lancens størrelse. For alle tre gælder, at en høj værdi indikerer bedre adgang til likviditet.

Gennemslagene i de forskellige grupper er meget ensartede. Kun i ét tilfælde kan vi identificere signifikante forskelle i koefficienterne for husholdninger, nemlig for indlån, hvor store banker har et højere gennemslag end små. Det kan afspejle, at små banker som regel har dårligere adgang til likviditet på pengemarkederne og derfor har været nødt til at tilbyde højere renter end konkurrenterne for at tiltrække indlån. Det kan have modvirket, at det faldende pengepolitiske renteniveau er slået fuldt igennem. Det højere gennemslag for de store banker kan dog også afspejle, at de generelt er toneangivende på markedet, mens de mindre banker først ændrer deres renter, når de har set, hvad de store gør. For udlån til virksomheder er der ingen signifikante forskelle.

På baggrund af det meget ensartede gennemslag for de forskellige grupper synes der ikke at være nogen væsentlig forklarende effekt fra de bankspecifikke karakteristika.

BANKUDLÅNSKANALEN

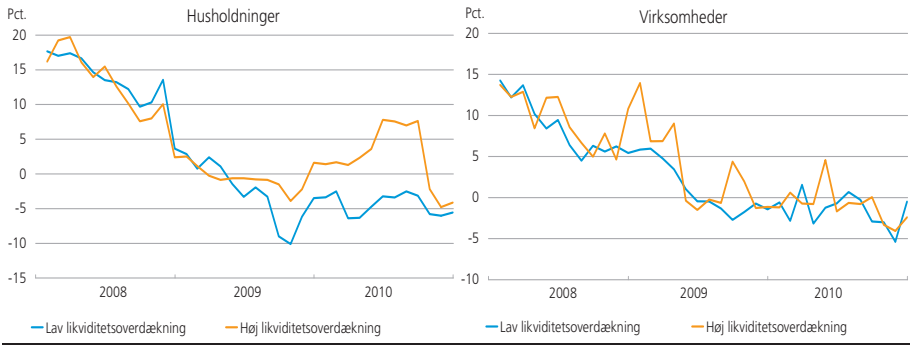
Kreditkanalen, som beskriver, hvordan det samlede udbud af lån afhænger af pengepolitikken, kan opdeles i en bankudlånskanal og en balancekanal. Bankudlånskanalen vedrører bankernes evne til at låne ud. En stigning i økonomiens renteniveau fører typisk til stigende tab og hensættelser på udlån og reducerer værdien af bankernes beholdninger af værdipapirer. Det har negativ betydning for deres kapitaldækning og kan tvinge dem til at reducere deres udlån for fortsat at leve op til de gældende kapitalkrav, hvilket forstærker den opstrammende effekt af en rentestigning.

Bankudlånskanalen belyses ved at undersøge, om der er en sammenhæng mellem bankernes udlånsvækst og en række bankspecifikke karakteristika. Vi antager, at efterspørgslen efter lån udvikler sig ensartet for alle bankerne. Dermed vil eventuelle forskelle i udlånsvækst udelukkende afspejle forskelle i låneudbud. Forskellene mellem bankerne gør det muligt at analysere, om låneudbuddet er uens på tværs af banker med forskellige værdier for udvalgte bankspecifikke karakteristika.

Generelt viser analysen, at der ikke er væsentlige forskelle i bankernes udlånsvækst baseret på de forskellige mål for finansiel styrke. En grafisk analyse indikerer dog, at de banker, der i 2006 havde den bedste likviditetsoverdækning, er den gruppe, som siden finanskrisen har haft den højeste udlånsvækst til husholdninger, jf. figur 2.[1] Det kunne afspejle, at

[1] For perioden 2001-07 finder man ingen tydelig sammenhæng mellem likviditetsoverdækning og udlånsvækst.

MEDIAN FOR UDLÅNSVÆKST GRUPPERET EFTER LIKVIDITETSOVERDÆKNING Figur 2



Anm.: Figuren viser median-udlånsvæksten for den halvdel af bankerne, som har henholdsvis den laveste og den højeste likviditetsoverdækning. Likviditetsoverdækning er den likviditet, der ligger ud over lovens minimumskrav (10 pct.-kravet i lov om finansiel virksomhed, § 152) i procent af lovens minimumskrav. Bankerne er inddelt i grupper på baggrund af deres nøgletal ultimo 2006.
Kilde: Finanstilsynet og Danmarks Nationalbank.

visse banker har været begrænsede i deres udlån, fordi de har manglet likviditet. Forskellen i udlånsvæksten mellem de to grupper er dog begrænset og kan skyldes andre forhold, som den grafiske analyse ikke tager højde for. Det understøttes af, at der er en betydeligt mindre forskel i udlånsvæksten til virksomheder, selv om disse udlån også kræver likviditet. Dermed er der ikke klare indikationer på, at bankerne har manglet likviditet for at kunne låne ud under finanskrisen. Adgangen til hybrid kernekapital i forbindelse med Bankpakke 2 kan have været med til at forebygge, at kreditgivningen er blevet strammet via bankudlånskanalen. Det kan dog ikke afvises, at bankerne uafhængigt af deres position forud for krisen kan have strammet op på deres udlån.

I en økonometrisk analyse undersøger vi desuden, om en banks karakteristika har betydning for dens udlånsvækst, når der sker en pengepolitisk renteændring. Vi undersøger dermed, om bankernes balance har betydning for den pengepolitiske transmission. Hvis der er en bankudlånskanal, vil vi forvente at se forskelle mellem bankernes udlånsvækst, når forholdene på pengemarkedet ændrer sig. Det ser ikke ud til at være tilfældet.

BALANCEKANALEN

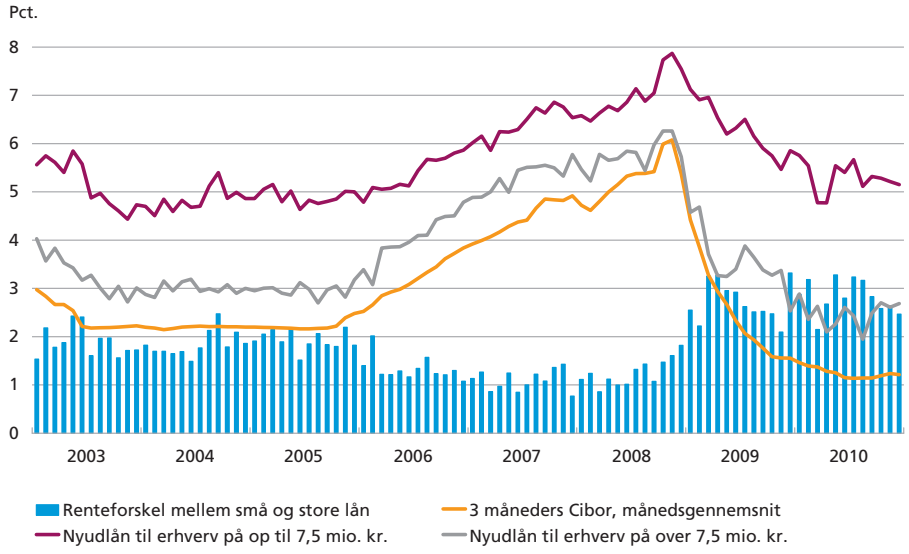
Balancekanalen er den del af kreditkanalen, der vedrører låntagernes balancer. Den bygger på en antagelse om, at en pengepolitisk stramning reducerer værdien af virksomhedernes og husholdningernes aktiver. Det gælder både reale aktiver, som fx maskiner og bygninger, og finansielle aktiver. Dermed begrænses virksomhedernes mulighed for at stille sikkerhed for lån. Desuden vil en rentestigning normalt føre til, at efter-

spørgslen falder, og det reducerer virksomhedernes fremtidige indtjening. Ifølge hypotesen om en balancekanal gør det bankerne mere tilbageholdende med at låne ud.

Balancekanalen giver sig udslag i, at investeringsomfanget i virksomheder, som er vanskelige at kreditvurdere, i særlig høj grad kommer til at afhænge af muligheden for intern finansiering. En analyse af, om det er tilfældet for danske virksomheder, kræver opbygning af et datasæt med regnskabsoplysninger for virksomhederne over en årrække. Det ligger uden for rammerne af artiklen. Der findes en række udenlandske studier af balancekanalen. Nogle af dem konkluderer, at den primært er relevant for små virksomheder, mens den ikke i nævneværdig grad påvirker større virksomheder. For at belyse, om kreditvilkårene for store og små virksomheder i Danmark udvikler sig forskelligt over konjunkturcyklen, ser vi på udviklingen i renteforskellen mellem store og små lån til virksomheder.

Data for udlånsrenter opdelt efter lånets størrelse er kun til rådighed fra 2003, så analysen bygger på erfaringerne fra den seneste konjunkturcykel. I årene op til, at finanskrisen kulminerede i 2008, var renteforskellen mellem store og små bankudlån til virksomheder ca. 1 procentpoint, jf. figur 3. Det er tæt på en halvering i forhold til den forudgående periode. Den meget lave rentemarginal afspejler formentligt den jagt på afkast, som fandt sted op til krisen, og som medførte, at renterne ikke altid afspejlede lånenes reelle risiko.

UDVIKLING I RENTEN PÅ SMÅ OG STORE NYUDLÅN TIL VIRKSOMHEDER Figur 3



Kilde: Danmarks Nationalbank.

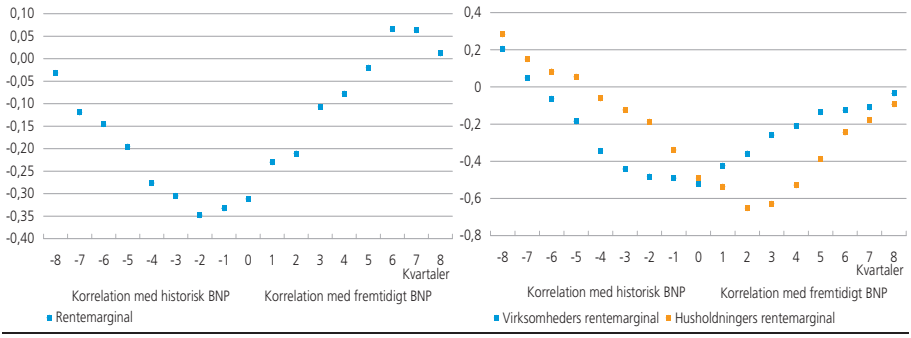
I forbindelse med krisen blev renteforskellen udvidet markant til omtrent 3 procentpoint, hvilket er det højeste niveau, siden statistikken begyndte i 2003. Det indikerer, at det primært er mindre virksomheders finansieringsvilkår, som er blevet påvirket af finanskrisen. For større virksomheder er det vanskeligt at forestille sig, at balancekanalen har væsentlig betydning. Dels er de blevet mindre ramt på rentemarginalen, dels har de lettere adgang til alternative finansieringskilder. I Danmark har balancekanalen derfor næppe stor betydning på makroniveau.

KONJUNKTUR OG RENTEMARGINAL

Den finansielle sektor kan godt have betydning for konjunkturudviklingen, selv om der ikke er en egentlig kreditkanal. Det er fx tilfældet, hvis rentemarginalen varierer med konjunktursituationen. Bankernes tab på udlån vil typisk stige under en lavkonjunktur. Det kan de tage højde for ved at øge deres rentemarginal. Desuden vil de sjældent forsøge at udvide deres markedsandel i en lavkonjunktur, da de løber en stor risiko for at tiltrække dårlige kunder, som har fået afslag på kredit i andre banker. Som konsekvens deraf kan de potentielt udnytte deres viden om eksisterende kunders kreditrisiko til at hæve renterne på udlån til dem ud over, hvad tabsrisikoen tilsiger, uden at kunderne skifter til andre banker.

Vi ser på rentemarginalens konjunkturfølsomhed udtrykt ved de dynamiske korrelationer mellem den cykliske komponent af rentemarginalen og den cykliske komponent i bruttonationalproduktet, BNP, jf. figur 4, venstre. Den negative samtidige korrelationskoefficient indikerer, at rentemarginalen er kontracyklisk og dermed virker konjunkturforstærkende.

KORRELATION MELLEM RENTEMARGINALER OG FORUDGÅENDE, INDEVÆRENDE OG EFTERFØLGENDE KVARTALERS PRODUKTIONSGAB Figur 4



Anm.: Beregningen er foretaget for den cykliske komponent i tidsserierne, der defineres som afvigelsen fra en HP-filtreret trend. Figuren til venstre er baseret på data for 1983-2010, og figuren til højre for 1995–2010.
Kilde: Danmarks Nationalbank og Danmarks Statistik.

Hvis bankerne er fremadskuende, vil de begynde at tilpasse rentemarginalen, før økonomien vender. Det ville afspejle sig i en stærk sammenhæng mellem marginalen og fremtidig BNP-vækst. Men vi finder den stærkeste empiriske sammenhæng mellem rentemarginalen og BNP 0-2 kvartaler tilbage i tid. Det tyder på, at bankerne snarere halter lidt efter den makroøkonomiske udvikling, når de justerer deres ind- og udlånsrenter. Siden 1995 har bankerne haft tendens til at være lidt mere fremadskuende, når de fastsætter renterne på udlån til husholdninger sammenlignet med renterne på erhvervsudlån, jf. figur 4, højre.

INDKOMSTERNES RENTEFØLSOMHED

Pengepolitikken virker primært via gennemslaget til pengemarkedsrenterne og detailrenterne og gennem renterne på finansielle fordringer. I det følgende ser vi på, hvordan husholdninger og virksomheder påvirkes af en pengepolitisk renteforhøjelse. Man taler typisk om tre klassiske kanaler, nemlig den direkte indkomsteffekt, formuekanalen og effekten på incitamentet til at spare op. Vi fokuserer på indkomsteffekten, som er den kanal, der potentielt er mest påvirket af den øgede udbredelse af variabelt forrentede lån til finansiering af boligkøb.

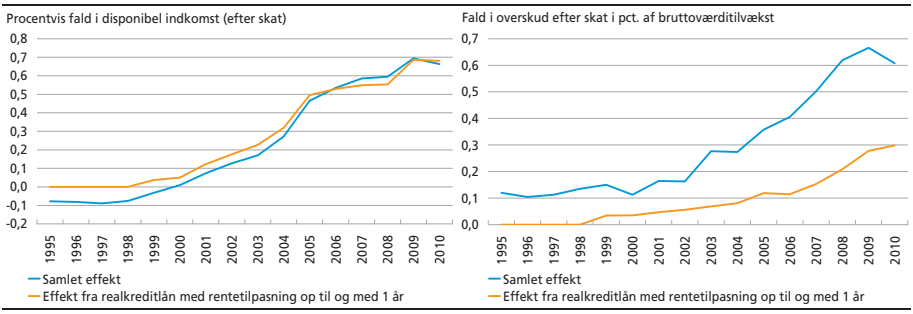
Rentetilpasningslånene betyder, at husholdningerne er blevet væsentligt mere følsomme over for udsving i den korte rente, jf. figur 5, venstre[1]. Beregningen er udelukkende baseret på de poster på husholdningernes finansielle balance, hvor rentebetalingerne inden for en kort tidshorisont vil blive påvirket af ændringer i den korte rente (bankindskud og banklån, korte obligationer og realkreditlån med tilpasning under 1 år). Hvis den korte rente stiger med 1 procentpoint, medfører det, at husholdningernes disponible indkomst falder med omtrent 0,7 pct. i 2010. Tidligere var effekten relativt begrænset.[2] Husholdningerne er dermed blevet mere rentefølsomme.

Beregningen er partiel, da vi ser bort fra, at en stor del af realkreditobligationerne ejes indirekte af husholdningerne gennem deres pensionsopsparinger. Det gælder dog primært for de lange obligationer, mens de korte i stort omfang ejes af bankerne. Vi ser endvidere bort fra

[1] Regneeksemplet tager udgangspunkt i et skøn over husholdningernes finansielle aktiver og passiver med rentetilpasning under 1 år. Fx havde husholdningerne i 2010 lån med rentetilpasning inden for 1 år for 1.460 mia. kr. (fordelt med 857 mia. kr. i realkreditlån med tilpasning under 1 år og banklån for 603 mia. kr.). Derfra modregnes indeståender i banker og beholdninger af kortfristede obligationer for i alt 624 mia. kr. Husholdningernes nettopassiver med tilpasning inden for 1 år udgjorde dermed 836 mia. kr. Antages det, at disse følger den korte rente, vil en forhøjelse i den korte rente med 1 procentpoint medføre øgede udgifter på 5,7 mia. kr. efter skat ved en skattesats på 32 pct. Det svarer til 0,7 pct. af husholdningernes disponible indkomst.

[2] Det er vanskeligt at opgøre en sammenlignelig direkte effekt på husholdningerne af ændringer i de lange renter. Umiddelbart vil de ikke have en direkte effekt på husholdningernes udgifter til rentebetalinger på lån, da de på fastforrentede lån vil ligge fast. Omvendt kan der være effekter via konverteringsgevinster.

HUSHOLDNINGERS OG VIRKSOMHEDERS RENTEFØLSOMHED OVER TID VED 1 PROCENTPOINT STIGNING I DEN KORTE RENTE Figur 5



Anm.: Nogle underliggende data for beregningen er delvis baseret på skøn. Der er set bort fra påvirkningen via pensionsformuen. En højere rente øger afkastet af pensionsformuen, som på længere sigt flyder tilbage til husholdningerne i form af højere pensionsudbetalinger. Omvendt afhænger dette kun i begrænset omfang af den korte rente, da pensionsselskaber primært investerer i lange obligationer og aktier.
Kilde: Realkreditrådet, Danmarks Statistik, Finansministeriet, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

andre effekter af en rentestigning på husholdningernes disponible indkomst via gennemslaget på økonomien (fx via beskæftigelsen), eller via ændringer i husholdningernes dispositioner. Endelig ser vi bort fra effekter af renteændringer på andre finansielle poster som fx realkreditlån med rentetilpasning over 1 år.

Også uden for Danmark er udviklingen gået i retning af større gæld i husholdningerne og flere variabelt forrentede lån. Men danske husholdninger er internationalt set blandt de mere rentefølsomme, fordi de kombinerer høj bruttogæld med udbredt anvendelse af variabelt forrentede lån.

I figur 5, højre, vises en beregning af, hvordan en ændring i den korte rente påvirker virksomhedernes resultat i forhold til bruttoværditilvæksten. Som den tilsvarende beregning for husholdninger tager den udgangspunkt i de ikke-finansielle selskabers beholdning af realkreditlån med rentetilpasning under 1 år, lån og indlån i banker samt beholdningen af korte obligationer[1]. Virksomhederne er således også blevet betydeligt mere rentefølsomme det seneste tiår, men i modsætning til husholdningerne forklarer den øgede udbredelse af rentetilpasningslån kun halvdelen af den samlede ændring. Virksomhedernes øgede rentefølsomhed er også i høj grad en konsekvens af øget gældsætning.

For at vurdere de bredere implikationer af den større rentefølsomhed, er det et centralt spørgsmål, om de pengepolitiske renter generelt er "passende" i forhold til konjunkturudviklingen. Hvis pengepolitikken er afstemt med konjunktursituationen, må et stort gennemslag på realøkonomien anses som en fordel. Omvendt, hvis ændringer i de pengepolitiske renter er uafhængige af konjunktursituationen, men i stedet fx

[1] I beregningen for virksomheder anvendes en skattesats på 28 pct.

skyldes, at det er nødvendigt at imødegå et spekulativt pres på kronen, kan det virke konjunkturforstærkende.

Den tætte samvariation mellem konjunkturudsvingene i Danmark og euroområdet må forventes at fortsætte. Det skyldes, at Danmark er tæt integreret med euroområdet både på det realøkonomiske og det finansielle plan. ECB's pengepolitik vil derfor i normale situationer fortsat i rimelig grad passe til den danske konjunkturudvikling. I det omfang dansk økonomi er mere rentefølsom end euroområdet, kan udsvingene i de pengepolitiske renter dog tænkes at virke stærkere på konjunkturudviklingen i Danmark end i euroområdet. Desuden kan der opstå situationer, hvor pres på kronekursen gør det nødvendigt med selvstændige danske renteforhøjelser, sådan som vi fx så det under finanskrisen i efteråret 2008. Den større brug af lån med variabel rente og den generelle stigning i husholdningernes bruttogæld har klart gjort dem mere følsomme over for selvstændige danske renteforhøjelser.

Internationale råvarepriser: cykel, boble eller niveauskifte?

Niels Peter Hahnemann og Marianne Clausager Koch, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Priserne på råvarer steg kraftigt fra årtusindskiftet og frem til finanskrisen i 2008. Efter et brat prisfald i kølvandet på krisen kom en ny bølge af råvareprisstigninger. Artiklen sætter den aktuelle udvikling på råvaremarkederne i et historisk perspektiv og ser nærmere på de særlige forhold, der gør sig gældende på disse markeder. Vi diskuterer, om prisudviklingen skyldes cykliske forhold, eller om der er tale om en spekulationsdrevet boble eller tværtimod en strukturelt betinget stigning i de relative priser på råvarer.

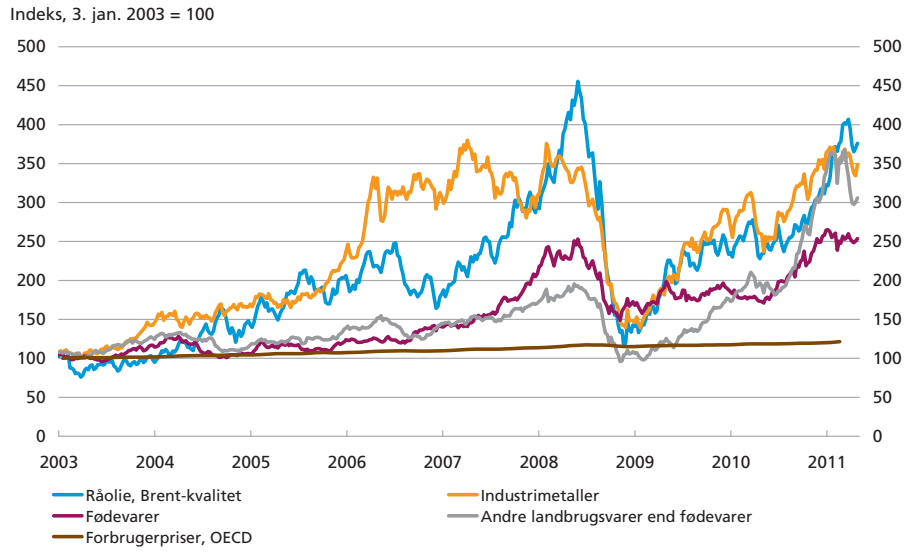
I 1970'erne var der lignende kraftige udsving i priserne på råvarer som dem, vi har oplevet gennem det seneste årti. Hovedforklaringen på de seneste prisstigninger er, at mere råvareintensive vækstøkonomier har fået en større vægt i verdensøkonomien siden 2000, og at især olieproduktionen ikke har kunnet følge med denne udvikling. På kort sigt har også ekstreme vejrsituationer, uro i olieproducerende lande, eksportbegrænsninger og den globale krise spillet ind. Den resurseintensive industrialiseringsproces i de asiatiske økonomier vil dog fortsætte i en årrække. Hvis råvareprisernes udvikling skal dæmpes, kræver det et politikskifte til fremme af alternative energikilder og afvikling af energisubsidier.

HISTORISK PERSPEKTIV

Råvarepriserne begyndte i 2000'erne en stærkt opadgående tendens. Den blev midlertidigt brudt af den globale økonomiske nedgang under finanskrisen, men blev genoptaget i takt med verdensøkonomiens bedring. Udviklingen i prisen på olie og industrimetaller har været markant, men også priserne på landbrugsvarer har vist store udsving, jf. figur 1.

Priserne på olie og andre landbrugsvarer end fødevarer (fx bomuld, gummi og tømmer) er steget ca. 200 pct. siden begyndelsen af 2009, mens priserne på industrimetaller og fødevarer er steget henholdsvis

PRISUDVIKLING FOR UDVALGTE RÅVAREGRUPPER Figur 1

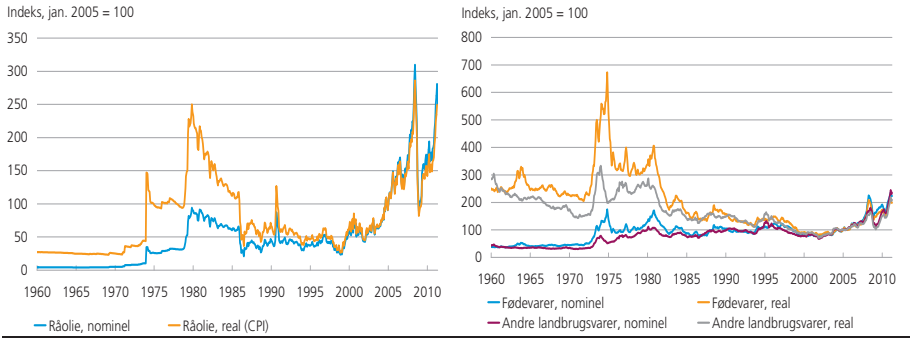


Anm.: Industrimetalindeks, fødevareindeks og indeks for andre landbrugsvarer end fødevarer er de råvareprisindeks, der udarbejdes af The Economist. Industrimetaller er aluminium, kobber, nikkel, tin og bly. Fødevarer er bl.a. kaffe, sojabønner, sukker, kakao, kød, hvede og sojaolie. Andre landbrugsvarer end fødevarer er bl.a. bomuld, uld, gummi, tømmer, palmeolie og kokosolie.
Kilde: Reuters EcoWin.

150 og 51 pct. I de fleste avancerede økonomier indgår fødevarer og energi med en vægt på omkring en femtedel i kurven for forbrugerprisindeksene, mens vægtene er højere i vækst- og udviklingsøkonomierne. De kraftigt stigende råvarepriser har dermed haft stor indvirkning på inflationsudviklingen. Målt i euro var råvareprisstigningerne i 2008 mindre end målt i dollar, idet en stigende kurs på euro over for dollar skærmede eurolandene og Danmark for en del af prisstigningen. Da styrkeforholdet mellem euro og dollar har svinget en del det seneste halvandet år, har denne valutakurseffekt haft mindre betydning i den seneste periode med stigende råvarepriser.

Den nuværende oliepris er 116 dollar for en tønde råolie af Brent-kvalitet (primo juni). Prisen er på det seneste aftaget fra det foreløbige toppunkt omkring 128 dollar pr. tønde i begyndelsen af maj. Indtil nu har den således ikke bevæget sig over det toppunkt på 143 dollar pr. tønde, der blev nået i midten af 2008. Industrimetal- og fødevarepriserne ligger derimod på omtrent samme niveau som i 2008, mens priserne på andre landbrugsvarer end fødevarer ligger langt højere i 2011 end i 2008. Efterspørgsels- og udbudsforholdene for olie og landbrugsvarer har været påvirket af flere midlertidige stød, herunder fra ekstreme vejrsituationer, den globale krise og for oliens vedkommende i 2011 også uroen i Mellemøsten og Nordafrika.

REAL OG NOMINEL PRISUDVIKLING FOR UDVALGTE RÅVARER, 1960-2011 Figur 2



Anm.: De reale råvarepriser er beregnet ved at deflatere de nominelle priser med amerikanske forbrugerpriser ekskl. energi og fødevarer. Det ændrer ikke det samlede billede, om forbrugerpriser eller løn anvendes som deflator, da de amerikanske forbrugerpriser ekskl. fødevarer og energi og de amerikanske timelønninger er fulgtes relativt tæt over tid. Råolie er Brent-kvalitet. I 10-års-perioden fra 1960-70 er serien tilbageført med ændringerne i prisen på råolie af kvaliteten West Texas Intermediate.

Kilde: United Nations Conference on Trade and Development, UNCTAD og Reuters EcoWin.

I et historisk perspektiv er der kun en enkelt periode i de senere årtier, hvor råvarepriserne har svinget tilsvarende kraftigt og hurtigt. I 1970'erne steg priserne voldsomt drevet af en stærk global efterspørgsel og midlertidig udbudsknaphed på særligt olie forårsaget af OPEC's eksportembargo. Målt i reale priser er olieprisudsvingene i 2007-08 og 2009-11 på størrelse med 1970'ernes olieprischok, jf. figur 2 (venstre)[1]. Målt i forhold til bruttonationalproduktet, BNP, medførte 1970'ernes olieprischok i de fleste vestlige lande dog en større forøgelse af olieregningen end olieprisstigningen i 2007-08, da produktionen i 1970'erne var mere olieintensiv. For landbrugsvarerne er de senere års reale prisudsving relativt små sammenlignet med udsvingene i 1970'erne og begyndelsen af 1980'erne, jf. figur 2 (højre).

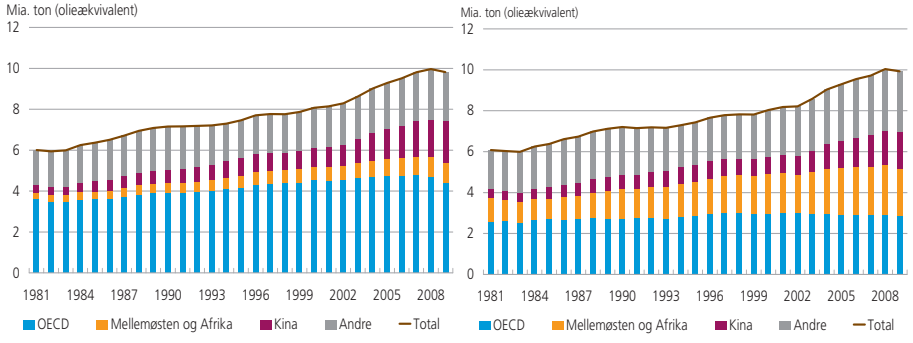
Energiefterspørgsel

Efterspørgslen efter olie, kul og naturgas voksede støt det seneste årti frem til 2008, jf. figur 3 (venstre). En væsentlig årsag var øget efterspørgsel i resurseintensive økonomier, herunder Kina, hvis andel af den globale vækst i forbruget af primær energi[2] udgjorde knap 55 pct. over perioden 2004-08. Kinas andel af det samlede energiforbrug er steget de seneste årtier, især siden 2000. Set over den nævnte 5-årige periode udgjorde Kinas andel af det globale forbrug af primær energi 16 pct., mens Europas og USA's andele var henholdsvis ca. 18 og 21 pct. Modsat

1 For et langt historisk tilbageblik over udviklingen i råvarepriserne, se O'Connor og Orsmond (2007).
2 Primære energikilder omfatter olie, kul, naturgas samt kerne- og vandkraft.

FORBRUG (VENSTRE) OG PRODUKTION (HØJRE) AF OLIE, KUL OG NATURGAS

Figur 3



Kilde: BP (2010).

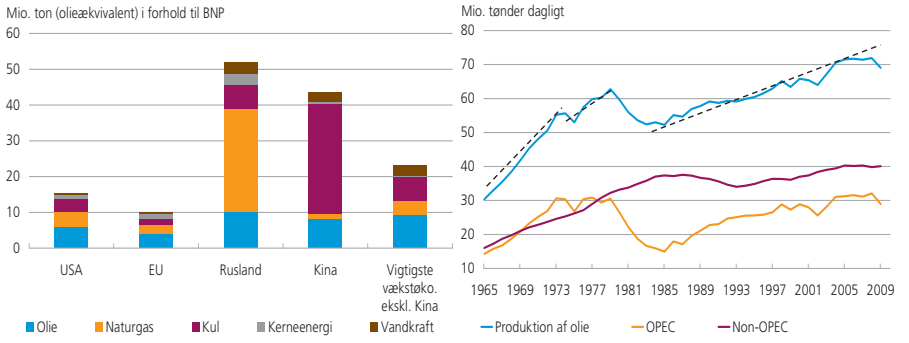
Kinas har den amerikanske og europæiske forbrugsandel været svagt aftagende de sidste to årtier.[1]

Væksten i Kina og andre resurseintensive økonomier er således en væsentlig drivende faktor bag de prisstigninger, som er observeret siden 2000. Hertil kommer, at priselasticiteten i olieefterspørgslen er lav, særligt i lande uden for OECD-området, og at muligheden for substitution mellem energikilder er begrænset på kort sigt. Det betyder, at en højere pris kun i beskedent omfang slår igennem på efterspørgslen.[2] Energiintensiteten af et lands produktion, dvs. energiforbruget pr. BNP-enhed, spiller en væsentlig rolle for dets efterspørgsel efter primær energi. Der er stor forskel mellem industrilande og vækstøkonomier med hensyn til energiintensitet, og hvilken energitype der primært anvendes, jf. figur 4 (venstre). Mens olie udgør den vigtigste energikilde i USA og EU, baserer Kina og Rusland sig primært på henholdsvis kul og naturgas.

Et andet forhold af betydning for energiefterspørgslen er subsidiering og beskatning af energi. Energiforbrug subsidieres overvejende i vækst- og udviklingsøkonomierne, hvilket forvrider de relative priser og svækker prissignalerne. I nogle lande overstiger værdien af subsidierne 10 pct. af BNP, men værdien er lavere i de fleste lande. I vigtige vækstøkonomier som Indien, Kina, Indonesien, Mexico og Sydafrika udgjorde værdien af subsidier til fossile brændsler 1-2 pct. af BNP i 2009.[3] Ifølge Det Internationale Energi Agentur, IEA, var størrelsen af disse subsidier samlet 312 mia. dollar i 2009. Estimaterne for dette varierer dog ganske

1 Se IMF (2011) kapitel 3 og BP (2010).
2 Se fx Wurzel mfl. (2009).
3 Se IEA (2010), del E.

ENERGIINTENSITET I PRODUKTIONEN I UDVALGTE LANDE OPDELT PÅ ENERGITYPE (VENSTRE), 2009, OG GLOBAL PRODUKTION AF OLIE, 1965-2009 (HØJRE) Figur 4



Anm.: Energiintensitet målt som samlet forbrug af primær energi i forhold til BNP i markedspriser (løbende priser). OPEC omfatter Algeriet, Angola, Libyen, Nigeria, De Forenede Arabiske Emirater, Kuwait, Irak, Iran, Qatar, Saudi Arabien, Ecuador og Venezuela.
Kilde: BP (2010) og Reuters EcoWin.

meget.[1] Hvis subsidierne bliver udfaset inden 2020, viser beregninger, at det ville mindske efterspørgslen efter primær energi med 5 pct.[2] Mange OECD-lande – især de europæiske – beskatter omvendt forbrug af energi.

Energiudbud

Udbuddet af olie, kul og naturgas er også vokset det seneste årti. Væksten i produktionen er dog alene sket uden for OECD-landene, jf. figur 3 (højre) – for oliens vedkommende særligt i det tidligere Sovjetunionen og Afrika. Væksten i olieproduktionen er dog aftaget over tid og er de seneste år nærmest ophørt, jf. figur 4 (højre). Det gælder i både OPEC- og ikke-OPEC-lande.

En stigende andel af aldrende oliefelter spiller en stor rolle i udviklingen, da produktionen fra felter i slutningen af deres livscyklus med tiden flader ud eller aftager. Hvor hurtigt denne proces foregår, og i hvilken udstrækning de udgående felter kan erstattes af nye, har stor betydning for det globale olieudbud. Det særlige ved olieproduktion er, at det tager lang tid at øge kapaciteten. Fra tidspunktet for den indledende investering kan der gå ti år eller mere, før et nyt felt er klar til produktion, afhængigt af projektets kompleksitet.[3] Incitamentet til at investere i olieudvinding afhænger af den forventede pris og investeringsomkostningerne. De nuværende høje oliepriser sikrer, at flere investeringspro-

1 Global Subsidies Initiative vurderer, at værdien af subsidier til brændstoffer kan være op til 600 mia. dollar om året. Opgørelse af subsidiernes samlede værdi er teknisk vanskeligt, og estimater herfor varierer betydeligt, se Global Subsidies Initiative (2010). Herudover svinger værdien af disse subsidier i sagens natur med udsvingene i verdensmarkedsprisen på brændstofferne.
2 Se IEA mfl. (2010).
3 Se fx IMF (2011), kapitel 3.

jekter er rentable. Det kan medvirke til at stimulere yderligere investering i olieudvinding. Omvendt tyder den seneste udvikling på stigende investeringsomkostninger. Omkostningerne i olie- og gasprojekter er mere end fordoblet fra 2000 og frem til 2010.[1] Målt i faste priser har investeringerne været omtrent uændrede de senere år.[2]

Udbud af og efterspørgsel efter landbrugsvarer

Priserne på fødevarer og andre landbrugsvarer har ikke vist samme længerevarende tendens til stigning som priserne på energiråvarer. For fødevarer har prisstigningerne i 2007-08 og 2010-11 også været mere moderate end for andre råvarer, jf. figur 1. Der er dog væsentlige forskelle i prisudviklingen fødevarer imellem. Den seneste opgang har primært været drevet af sukker, vegetabilske olier og kornprodukter, fx hvede, majs og ris. Fra efterspørgselssiden påvirkes fødevarepriserne ligesom energipriserne af en voksende verdensbefolkning og stigende indkomster, men også øget efterspørgsel efter fødevarer til produktion af biobrændsler har betydning.

Efterspørgsel efter landbrugsvarer til produktion af biobrændsel er et nyligt fænomen, der dog ventes at få stigende betydning de næste årtier.[3] Foderkorn (fx majs og byg) og sukkerrør er de væsentligste input i ethanolproduktion, mens vegetabilske olier udgør hovedingrediensen i produktion af biodiesel. I 2007-09 blev omkring 9 pct. af den globale produktion af vegetabilske olier og foderkorn anvendt til produktion af biobrændsel, mens den tilsvarende andel for hvede og sukkerrør var omkring 1 pct. De andele ventes dog at vokse betragteligt det kommende årti.[4]

Hvor oliens prisudvikling primært har været drevet af højere efterspørgsel, kan de senere års øgede priser på fødevarer hovedsageligt tilskrives et lavere udbud. Vejrrelaterede produktionsforstyrrelser har været en vigtig faktor i de prisstigninger, som er set siden medio 2010. Den lavere produktion har betydet, at lagrene er mindsket, hvilket formentlig i sig selv har ledt til større prisudsving i markederne for disse råvarer.[5] Hertil kommer øgede handelspolitiske indgreb, herunder importtariffer og kvotaer, der gør det vanskeligere for udbud og efterspørgsel at mødes på verdensmarkedet.

---

1 Målt ved IHS/CERA Upstream Capital Costs Index, UCCI, der angiver omkostninger forbundet med udstyr, faciliteter, materialer og personel i 28 geografisk diversificerede olie- og gasudvindingsprojekter.
2 Se fx Inter-American Development Bank (2010) og IEA (2010).
3 Se OECD-FAO (2011).
4 Se OECD-FAO (2010), kapitel 4.
5 Se FAO (2010).

SÆRLIGE FORHOLD PÅ RÅVAREMARKEDERNE

Markederne for handel med råvarer er globale. Det betyder, at prisen altovervejende fastsættes på verdensmarkedet.[1] Især er markedet for olie og energi fuldkommen internationaliseret. Prisændringerne på råolie fra fx Mellemøsten, Rusland, Nordsøen og Texas følger normalt nøje hinanden. Mange råvarer afregnes i dollar, og depreciering af dollar som fx i 2008 og 2010 kan få producenterne (dvs. eksportørerne) til at hæve prisen målt i dollar som kompensation for, at dollaren er mindre værd i deres egen valuta.

Olie og energi er vigtige elementer i produktionen af landbrugs- og andre råvarer. En betydelig del af de samlede driftsomkostninger i landbruget er således udgifter til energi. Det indebærer, at priserne på andre råvarer som fx fødevarer og metaller på langt sigt korrelerer med de globale energipriser. Den internationale handel med landbrugsråvarer er steget over de sidste 50 år, men andelen af den samlede produktion, der handles på verdensmarkedet, er stadig betydeligt mindre end i industrisektoren. Det giver større basis for, at lokale og regionale efterspørgsels- og udbudsforhold kan påvirke priserne på landbrugsvarer. Korrelationen mellem ændringerne i priserne på olie og på henholdsvis fødevarer og metaller er dog steget markant i de sidste 20 år, jf. figur 5. Det kan bl.a. hænge sammen med øget globalisering, øget produktion af biobrændsel og flere finansielle investeringer i råvarehandel.

Råvareprisernes udvikling påvirkes af konjunktursvingningerne i verdensøkonomien og regionalt. Særlige forhold på råvaremarkederne kan dog også medføre længerevarende udsving i priserne. Hertil kommer spørgsmålet om, hvorvidt muligheden for "spekulation" i handel med råvarederivater kan påvirke råvarepriserne. Endelig kan der være underliggende strukturændringer i verdensøkonomien og i produktionsteknologien, som kræver, at råvarepriserne tilpasser sig til et ændret langsigtsniveau. I det følgende diskuteres disse forhold nærmere.

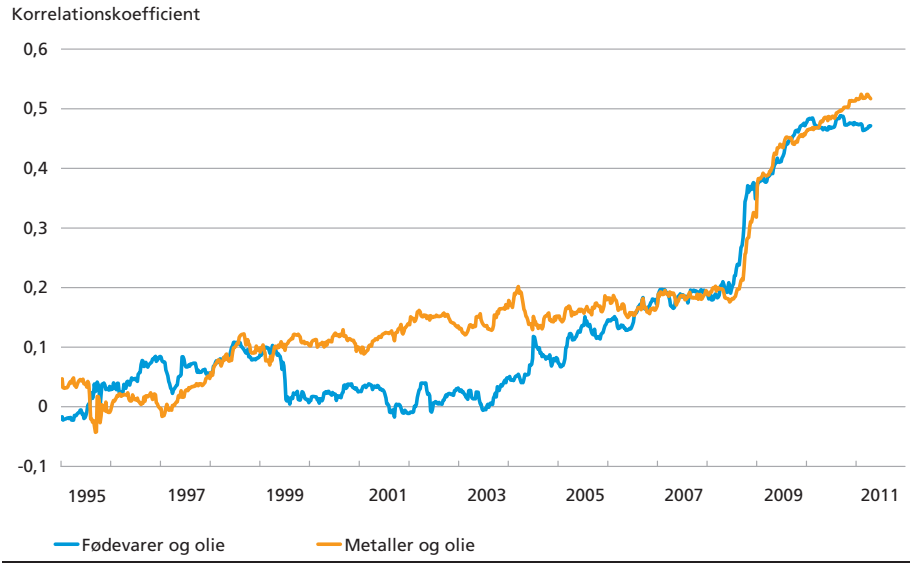
Cykliske udsving

I forhold til tidligere år var der i 2010 en særligt kraftig stigning i olieefterspørgslen fra landene uden for OECD. Det gælder især Kina, som øgede sin olieefterspørgsel med 12 pct. mod en gennemsnitlig årlig stigning på lidt over 7 pct. i 2004-09.[2] Normalt er produktionen fra OPEC i stand til at udfylde gabet mellem efterspørgsel og udbud, idet udbuddet fra olieproducenterne uden for OPEC, fx Rusland og Canada, ligger

[1] Som tidligere nævnt giver told, offentlige subsidier og beskatningsforhold dog et vist spillerum for at afkoble de hjemlige forbruger- eller producentpriser fra verdensmarkedsprisen.

[2] Jf. IMF (2011) tabel 1.2 side 33.

RÅVAREPRISKORRELATIONER Figur 5



Anm.: 5-årig glidende korrelationskoefficient mellem ændring uge-til-uge i fødevare- og metalprisindeks i dollar fra Economist og pris i dollar på råolie af Brent-kvalitet.
Kilde: Reuters EcoWin.

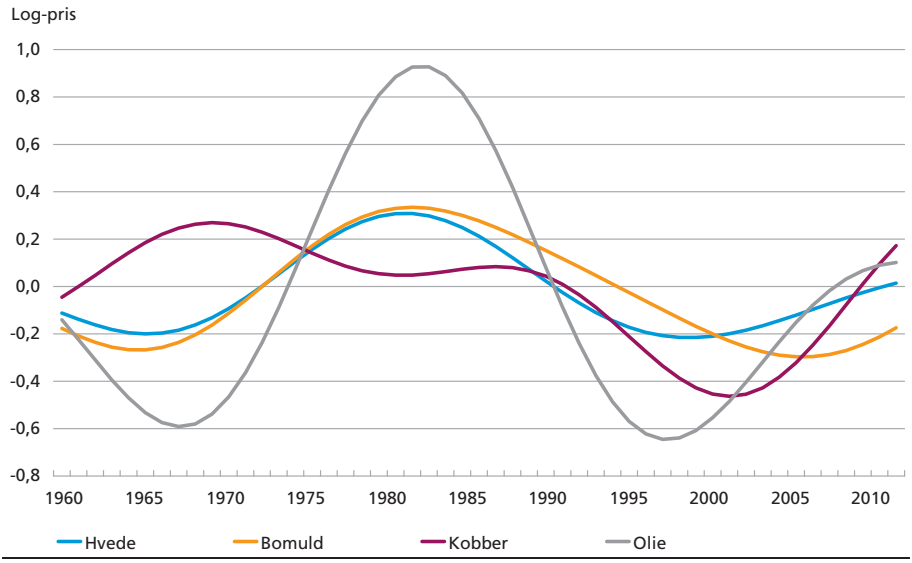
forholdsvis fast. Udviklingen i 2010 har dog sat markedet for råolie under pres.

Også markederne for fødevarer og metaller var i 2010 pressede af en stigende forskel mellem forbrug og produktion. Det globale udbud af mange landbrugsråvarer faldt, mens efterspørgslen stort set var uændret. Derfor faldt lagrene.[1] Da lagre udgør en stødpude, der kan opfange stød til udbud og efterspørgsel og dermed mindske prisudsvingene, vil små lagre give en tendens til større prisudsving. Lagrene er små, når produktionen har svært ved at følge med efterspørgslen, og priserne bliver relativt høje. Der kan derfor fremkomme en positiv sammenhæng mellem råvareprisernes niveau og deres udsving.

Udviklingen i verdensøkonomien vendte til et begyndende opsving i 2009-10, men den kraftige stigning i råvarepriserne peger på, at også andre forhold end de rent konjunkturbetingede har spillet ind. Hvis investeringerne i råvareproduktion reagerer med forsinkelse på ændringer i udbud og efterspørgsel, og der samtidig går lang tid, fra investeringerne foretages, til ny produktionskapacitet er klar, kan der komme langsomme cykliske udsving i priserne – en såkaldt supercykel. Disse cykliske udsving følger ikke nødvendigvis den generelle konjunkturud-

[1] Jf. FAO (2010).

SUPERCYKLER I RÅVAREPRISER Figur 6



Anm.: Der er brugt et Christiano-Fitzgerald band-pass-filter på prisindeks i dollar, hvorved konjunktur og trend er filtreret fra.
Kilde: Egne beregninger og UNCTAD.

vikling i økonomien. I fx olie- og minedrift kan tidsrummet fra investering til produktionsstart være ti år eller mere.[1]

Investeringerne i råvareudvinding har været lave i mange år efter en længere periode i 1990'erne med lave råvarepriser. Samtidig er omkostningerne ved at investere i fx oliedrift steget kraftigt i de senere år. Denne situation har ført til knaphed og lagt et opadgående pres på råvarepriserne, som blev midlertidigt afbrudt i 2008-09 af effekterne af den globale økonomiske krise.[2] Hvis den almindelige konjunkturcykel og den langsigtede trend i råvarepriserne filtreres fra, ses en udviklingstendens svarende til en supercykel i råvarepriserne, hvor flere råvarer havde opsving i 1960-70'erne og igen siden slutningen af 1990'erne, jf. figur 6. Landbrugsråvarer som hvede og bomuld ses at have mindre amplitude, hvilket bl.a. kan skyldes kortere tidsrum mellem investering og produktion.

Prisbobler?

På det seneste er der opstået en international debat om, hvorvidt handlen med råvarederivater har skabt en prisboble på råvaremarkederne. Ved en boble forstås en situation, hvor prisudviklingen ikke følger "fun-

1 Cuddington og Jerrett (2008), og IMF (2011) kapitel 3.
2 Se IMF (2011) kapitel 3, og Danske Research (2011).

damentals", dvs. markedernes underliggende udbuds- og efterspørgselsforhold.

Handlen med futures spiller en central rolle på råvaremarkederne. Råvarefutures er standardiserede kontrakter om at levere en bestemt mængde råvarer af en given kvalitet på et bestemt fremtidigt tidspunkt til en på forhånd fastsat pris. På futuresmarkedet deltager både "hedgers", der afdækker risiko fra fremtidige prisændringer, og investorer eller "spekulanter", der tager risiko. Hedgers vil typisk være råvareproducerende eller råvareforbrugende virksomheder, der ønsker at sikre sig en fast pris på deres fremtidige salg eller køb af råvaren. Spekulanter er aktører, der uden at afdække deres risiko indtræder i en futureskontrakt i forventning om at opnå et afkast ved at udnytte forskellen mellem råvarens futurespris og dens forventede fremtidige spotpris. Arbitrageadfærd på råvaremarkederne sikrer, at der er et bånd mellem futures- og spotpriserne, jf. boks 1.

I de senere år er der sket en markant stigning i omsætningen af afledte finansielle instrumenter, hvis afkast er knyttet til udviklingen i priserne på råvarefutures, og nye råvarederivater er udviklet for at øge finansielle investorers mulighed for at sprede deres porteføljer. Denne udvikling kan have øget efterspørgslen efter råvarefutures. Spørgsmålet er, om stigende efterspørgsel efter råvarefutures også har bidraget til at hæve spotpriserne eller udsvingene heri.

Der er bred enighed om, at den stigende handel med råvarederivater ikke har været hoveddrivkraften bag de senere års udvikling i råvarepriserne. Der er dog nogen uenighed, om udviklingen på derivatmarkederne overhovedet har spillet en rolle for prisudviklingen.[1] Et udbredt synspunkt er, at spekulation på råvaremarkederne kun kan drive spotpriserne i vejret, hvis den indebærer, at udbuddet af råvarer på spotmarkedet holdes tilbage for at opbygge spekulative lagre.

Analysen i boks 1 viser, at både de aktuelle spotpriser og de aktuelle futurespriser varierer positivt med de forventede fremtidige spotpriser, der afhænger af de forventede fremtidige udbuds- og efterspørgselsforhold på spotmarkederne. Hvis spekulanterne handler på basis af fejlagtige forventninger om de fremtidige markedsforhold, kan spekulation i en periode påvirke spotprisen i en anden retning end tilsagt af de underliggende udbuds- og efterspørgselsforhold. Spekulanterne har imidlertid en egeninteresse i at lave de bedst mulige gæt på de fremtidige spotpriser. Det er derfor ikke sandsynligt, at en evt. øget spekulativ aktivitet i derivatmarkederne systematisk skulle drive råvarepriserne i vejret.

---

[1] Se fx Hamilton (2008) og Irwin mfl. (2009).

RÅVAREPRISER: SPEKULATION OG HEDGING Boks 1

En "spekulant" kan tage en åben position i råvaremarkedet på tidspunkt *t* ved fx at købe en futureskontrakt, der forpligter ham til at købe en råvare på det fremtidige tidspunkt *T* til den aftalte futurespris $F_{t,T}$. Ved kontraktens indgåelse forventer spekulanten, at han på tidspunkt *T* vil kunne videresælge råvaren til spotprisen $S^E_{t,T}$. Denne forventede fremtidige indtægt har en nutidsværdi på $S^E_{t,T}e^{-d(T-t)}$, hvor *e* er eksponentialfunktionen, og *d* er den rentefod, som den usikre og dermed risikobehæftede fremtidige indtægt $S^E_{t,T}$ neddiskonteres med. Spekulantens fremtidige udgift for at opfylde futureskontrakten er derimod en sikker og fuldt forudsigelig omkostning med nutidsværdien $F_{t,T}e^{-r(T-t)}$, hvor *r* er den risikofrie rente. På et konkurrencepræget futuresmarked vil futuresprisen blive konkurreret ned på et niveau, hvor nutidsværdien af spekulantens åbne position er nul, når der tages hensyn til risikoen ved positionen. En markedsligevægt kræver med andre ord, at $F_{t,T}e^{-r(T-t)} = S^E_{t,T}e^{-d(T-t)}$, dvs.

$$F_{t,T} = S^E_{t,T}e^{(r-d)(T-t)} \tag{1}$$

En "hedger", der skal bruge råvaren til produktionsformål på tidspunkt *T*, kan indgå en futureskontrakt om at købe råvaren på det tidspunkt til futuresprisen $F_{t,T}$. Alternativt kan han vælge at købe råvaren allerede på det aktuelle tidspunkt *t* til den gældende spotpris S_t og holde varen på lager, indtil den skal bruges i produktionen. Købet af råvaren kræver et træk på bankkontoen og indebærer derfor en renteomkostning pr. periode svarende til den risikofri rente *r* for hver krones kapital, der er bundet i råvarelageret. Til gengæld kan lagerbeholdningen give et løbende afkast *y* – det såkaldte convenience yield – der fx kan opstå ved, at råvaren øjeblikkeligt kan inddrages i produktionen eller øjeblikkeligt kan sælges, hvis markedsudviklingen frem mod tidspunkt *T* skulle gøre dette fordelagtigt. Idet convenience yield opgøres netto for lageromkostninger, vil nettoomkostningen pr. periode ved at ligge inde med råvaren være *r-y*. Frem til tidspunkt *T* vil den samlede akkumulerede omkostning ved at købe råvaren på tidspunkt *t* og holde den på lager derfor være $S_te^{(r-y)(T-t)}$. I en markedsligevægt må forholdet mellem spotprisen og futuresprisen være sådan, at det er lige fordelagtigt for hedgerne at købe en råvare til fremtidig levering og at købe den øjeblikkeligt og holde den på lager, indtil den skal bruges. En ligevægt kræver altså, at

$$F_{t,T} = S_te^{(r-y)(T-t)} \tag{2}$$

Ved at indsætte (2) i (1) får vi følgende sammenhæng mellem den aktuelle og den forventede fremtidige spotpris:

$$S_t = S^E_{t,T}e^{(y-d)(T-t)} \tag{3}$$

Ligning (3) viser, at udsving i spekulanternes forventninger til de fremtidige spotpriser og udsving i deres krævede risikopræmie (og dermed i diskonteringsraten *d*) kan føre til udsving i spotprisen. Specielt ser vi, at hvis spekulanterne forventer fremtidige prisstigninger på råvaren, vil det allerede her og nu drive spotprisen i vejret. Ifølge (1) vil en stigning i den forventede fremtidige spotpris også drive de aktuelle futurespriser i vejret.

FORTSAT Boks 1

Som nævnt i hovedteksten er der i de senere år sket en kraftig stigning i handlen med råvarederivater, hvis afkast er knyttet til udviklingen i priserne på råvarefutures. Det kan have medført en stigning i efterspørgslen efter råvarefutures. Som det fremgår af (3), er den aktuelle spotpris imidlertid bestemt af den forventede fremtidige spotpris samt af risikoappetitten (*d*) og af convenience yield ved at ligge inde med råvaren. Den forventede fremtidige spotpris er bestemt uden for modellen (1)-(3) af de forventede fremtidige udbuds- og efterspørgselsforhold på spotmarkedet for den pågældende råvare. Der er ingen grund til at antage, at den øgede efterspørgsel efter råvarederivater i sig selv har haft en systematisk virkning på de fundamentale udbuds- og efterspørgselsforhold på råvaremarkederne. Dermed forekommer det heller ikke sandsynligt, at den øgede handel med råvarederivater har medført systematiske stigninger i råvarepriserne.

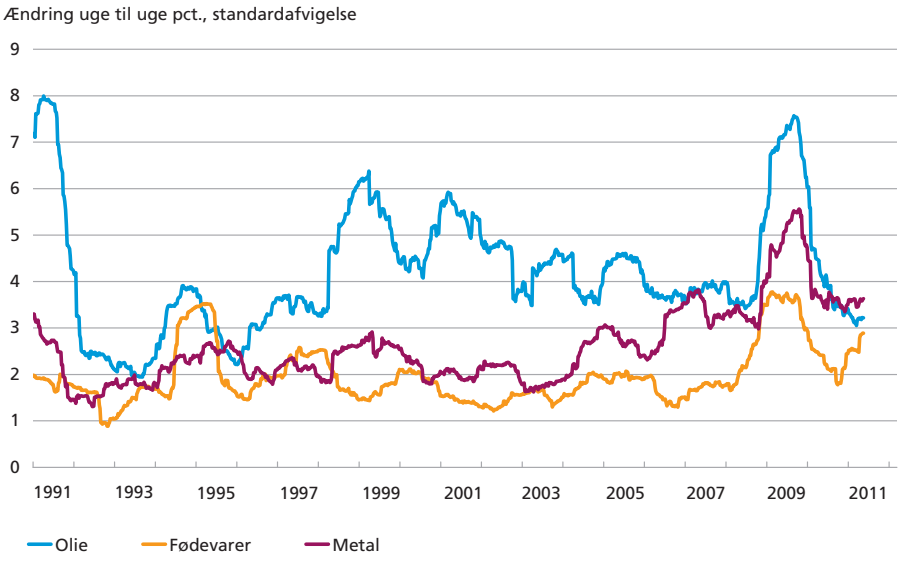
Det forhold, at råvarer i stigende grad ses som en særskilt aktivklasse, der kan være alternativ til fx finansielle aktiver, kan dog have medført en tættere sammenhæng mellem de risikopræmier, investorerne benytter ved prissætning af råvarer – jf. ligning (3) – og risikopræmierne på de finansielle markeder. Denne udvikling kan have bidraget til en stigende volatilitet i råvarepriserne.

Analysen i boks 1 viser også, at spotpriser og futurespriser på råvarer påvirkes af de risikopræmier, der kræves af spekulanterne. Det kan tænkes, at disse risikopræmier i stigende grad samvarierer med risikopræmierne på de finansielle markeder i takt med, at investering i råvarederivater vinder større udbredelse som alternativ til at investere i andre finansielle aktiver. Udsving på de finansielle markeder kan dermed tænkes at forplante sig til råvaremarkederne i større grad end tidligere. Volatiliteten i råvarepriserne i 2000'erne lå generelt højere end i 1990'erne, og i perioder med stor økonomisk usikkerhed har den været særligt høj, jf. figur 7. Empiriske undersøgelser har imidlertid haft vanskeligt ved at afdække, om spekulative handler i råvarederivater medfører systematiske udsving i spotprisen. Spekulative investorers rolle synes primært at være at tilføre likviditet til råvaremarkederne.[1]

Den globale udvikling i indkomster og produktion peger endvidere på, at gængse udbuds- og efterspørgselsforhold i store træk kan forklare den kraftige olieprisstigning i 2010. Et simpelt regneeksempel viser dette. Det globale BNP, og dermed de samlede indkomster, steg med 5 pct. i 2010. Den gennemsnitlige oliepris steg med næsten 20 dollar pr. tønde, svarende til en stigning på godt 30 pct. i forhold til 2009. Multiplikatoreffekten på BNP-væksten af en olieprisstigning på 10 dollar skønnes til omkring 0,2 procentpoint, og den globale BNP-vækst ville derfor uden en olieprisstigning på 20 dollar have været 5,4 pct. i 2010. På grund af

[1] IMF (2006) Box 5.1 kapitel 5, og Danske Research (2011).

RÅVAREPRISVOLATILITET Figur 7



Anm.: Beregnet på fødevare- og metalprisindeks fra Economist og på pris for råolie af Brent-kvalitet i dollar.
Kilde: Reuters EcoWin.

tendensen til øget energieffektivitet vil en given procentvis stigning i det globale BNP ikke udløse den samme procentvise stigning i den globale olieefterspørgsel. En BNP-vækst på 5,4 pct. skønnes således kun at udløse en stigning i olieefterspørgslen på 3,8 pct. (svarende til en indkomstelasticitet på 0,7). Den faktiske olieproduktion i 2010 steg med 3,2 pct., og overskudsefterspørgslen var derfor umiddelbart 0,6 pct. Den faktiske olieprisstigning i 2010 på godt 30 pct. kan opfattes som den stigning, der skulle til for at fjerne overskudsefterspørgslen. Det svarer til en kortsigtet numerisk priselasticitet i olieefterspørgslen på 0,6/30 = 0,02, hvilket er i overensstemmelse med den af Den Internationale Valutafond, IMF, estimerede elasticitet. Ifølge denne beregning kan de stedfundne olieprisstigninger forklares med knaphedsforhold på markedet.[1]

Niveauskifte?

Det debatteres også, om de senere års udvikling i råvarepriserne afspejler et niveauskifte som følge af underliggende strukturændringer, der kræver, at priserne tilpasses til et højere langsigtet niveau. Målt i forhold til BNP bruger vækstøkonomierne betydeligt mere olie end fx EU. Globaliseringen af verdensøkonomien har betydet, at en stor del af industrilandenes fremstillingssektor er flyttet til Kina, især siden landet i

[1] IMF (2011) tabel 1.2 side 33 og kapitel 3; OECD (2011) side 31 (BNP-multiplikatoren er kun for OECD-landene, og den beregnede implicitte priselasticitet er derfor et underkantsskøn).

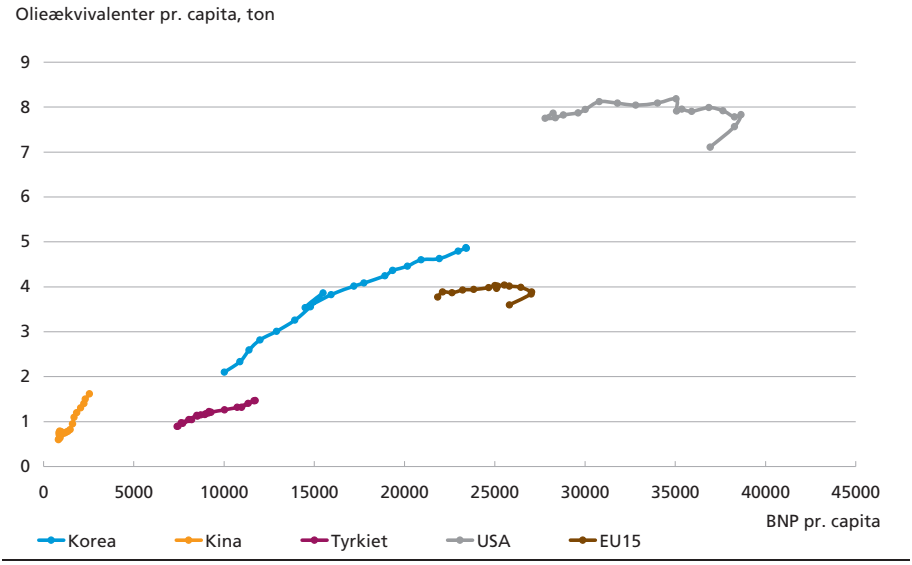
2001 blev medlem af Verdenshandelsorganisationen, WTO. I takt hermed har Kina kraftigt forøget sin efterspørgsel efter olie, metaller og andre råvarer. Kinas import af metaller til industrien udgør nu en betydelig del af den globale efterspørgsel. En tilsvarende udvikling ses i andre udviklingslande med høj vækst, og generelt er produktionen i vækstøkonomierne mere råvareintensiv end i de avancerede økonomier. Resultatet er, at den globale efterspørgsel efter industrielle råvarer er blevet større.

På langt sigt synes råvareefterspørgslen i udviklingslandene at udvikle sig som en konvergensproces mod de avancerede økonomier. Når BNP pr. indbygger vokser, stiger også energiefterspørgslen, men det er tydeligt, at stigningen tager af ved høje indkomstniveauer, jf. figur 8. Den store forskel i energiforbruget mellem USA og EU hænger bl.a. sammen med forskelle i beskatningen af energi, herunder benzin.

På fødevareområdet indebærer højere indkomster og urbanisering i udviklingslandene bl.a. større forbrug af kød, som kræver mere korn, især majs, i produktionsprocessen. Kina er i de senere år begyndt at importere majs som foderstof til en stigende bestand af kvæg, hvor landet før var selvforsynende. Med de store forskelle i kalorieforbruget pr. person mellem rige og fattige lande må man forvente, at udviklingslandene vil øge deres fødevareefterspørgsel i takt med, at de bliver rigere.

Fødevareproduktionen lægger i stigende grad beslag på resurserne. Historisk er landbrugsproduktionen vokset stærkere end den globale

KONVERGENS I ENERGIFORBRUG 1990-2009 Figur 8



Anm.: Den vandrette akse viser købekraftskorrigeret BNP i dollar pr. capita.
Kilde: IMF, OECD og BP (2010).

befolkning. En stor del af stigningen i udviklingslandenes afgrøder er kommet fra inddragelse af ny jord. I fremtiden bliver konkurrencen om jorden og om naturresurser som fx vand større bl.a. som følge af urbanisering og øget produktion af biobrændstoffer kombineret med fortsat befolkningstilvækst. Skærpet konkurrence om jord til alternative anvendelser kan gøre det vanskeligere at udvide landbrugsproduktionen.

På den baggrund må stigende efterspørgsel forventes at føre til stigende priser. Den tætte korrelation mellem energi- og andre råvarepriser peger på, at konvergensprocessen omfatter alle råvarer. Det betyder, at de nuværende prisstigninger formentlig må ses som del af en længerevarende tilpasningsproces til et permanent højere niveau for de relative priser på råvarer.

SCENARIER FOR UDBUD OG EFTERSPØRGSEL

Der er mange bud på, hvordan råvarepriserne vil udvikle sig fremover, drevet af forskellige forventninger til udbuds- og efterspørgselsforholdene. Usikkerhedsfaktorerne er mange og omfatter både økonomiske og demografiske faktorer som udviklingen i teknologi og i politiske beslutninger om fx energisubsidier. IEA (2010) præsenterer en modelbaseret fremskrivning af udbud og efterspørgsel efter primær energi frem til 2035. Det sker under tre politikscenarier med forskellig grad af udfasning af energisubsidier. Fremskrivningerne illustrerer tydeligt, hvor stor betydning de næste årtiers politik har for udviklingen i råvareefterspørgslen og dermed råvarepriserne.[1]

Den nuværende tendens til stigende efterspørgsel efter energi forudses at fortsætte, og IEA venter i det centrale scenario, at efterspørgslen i 2035 vil være vokset med 36 pct. i forhold til 2008. Der ventes et vist skifte i sammensætningen af energiefterspørgslen frem mod 2035 til fordel for øget anvendelse af alternative energikilder som kerneenergi og biomasse. Fossile brændstoffer (olie, kul og naturgas) forudses dog fortsat at udgøre over halvdelen af den samlede efterspørgsel efter primær energi.[2]

---

[1] De tre politikscenarier er: "Nuværende politikker", "Ny politiktilgang" (centrale scenario), og "450 politikscenario". *Nuværende politikker* er baseret på en antagelse om, at nuværende udmeldinger om udfasning af subsidier til fossile brændstoffer gennemføres. I det centrale scenario *Ny politiktilgang* forudsættes, at subsidier til fossile brændstoffer fuldstændigt er udfaset i 2020 i alle nettoimporterende områder, mens nettoeksporterende lande antages at videreføre nuværende politikker. I *450 politikscenario* antages subsidier til fossile brændstoffer at være fuldt udfaset i 2020 i nettoimporterende lande og i 2025 i nettoeksporterende lande undtagen i Mellemøsten. Fremskrivningerne er udarbejdet under antagelse af en gennemsnitlig befolkningsvækst på 0,9 pct. om året, mens den gennemsnitlige globale BNP-vækst antages at være 3,2 pct. om året.

[2] De fossile brændstoffers andel af den samlede energiefterspørgsel mindskes fra ca. 81 pct. i 2008 til 62-79 pct. i 2035 afhængigt af politikscenario.

På udbudssiden er den primære udfordring ifølge IEA at få tilvejebragt de globale resurser af energityper i et tempo, der kan følge med efterspørgslen. Hovedparten af den produktionsfremgang, som skal finde sted de næste årtier, vil ifølge IEA komme fra landene uden for OECD-området. Olieproduktionen i de to mindst energibesparende politikscenarier ventes at blive øget 18-29 pct. til omkring 100 mio. tønder dagligt i 2035 sammenlignet med ca. 83 mio. tønder dagligt i 2009. De eksisterende felters alder betyder, at produktionen herfra vil aftage fra ca. 68 mio. tønder dagligt til ca. 16 mio. tønder dagligt i det centrale scenario. Dermed imødekommes størstedelen af olieefterspørgslen i fremskrivningsperioden af udvinding fra uudviklede felter og endnu ikke opdagede oliefelter.

Råvareprisen bestemmes i prognosen som den pris, der er nødvendig for at stimulere tilstrækkelige udbudsforøgende investeringer, sådan at udbuddet og efterspørgslen balancerer. For olie er den nødvendige prisændring betragtelig. Afhængigt af politikscenario skal prisen på råolie (nominelt) stige til 163-244 dollar pr. tønde i 2035 fra et niveau på ca. 60 dollar pr. tønde i 2009 for at balancere udbud og efterspørgsel. Den største pristilpasning finder sted i scenariet med de nuværende politikker, hvor der kræves en real prisstigning på 124 pct. Tilsvarende store reale pristilpasninger har dog fundet sted inden for de seneste fire årtier.

En væsentlig usikkerhedsfaktor i sådanne fremskrivninger er, hvordan udbud og efterspørgsel på energimarkederne reagerer på stigende indkomster og priser – de såkaldte indkomst- og priselasticiteter. Større priselasticiteter i udbud og efterspørgsel mindsker de langsigtede olieprisstigninger. Mange udviklingslande bruger offentlige subsidier på energiområdet for at nedbringe energiomkostningerne for husholdninger og virksomheder. Ofte er slutprisen reguleret, så subsidie-elementet varierer positivt med udviklingen i verdensmarkedsprisen, og energiefterspørgslen i det pågældende land dermed forbliver upåvirket. Disse subsidier er med til at sænke priselasticiteten i den globale olieefterspørgsel, hvilket øger udsvingene i verdensmarkedsprisen. Generelt er priselasticiteten i olieefterspørgslen lavere i udviklingslandene end i industrilandene, bl.a. på grund af disse prissubsidier. Hertil kommer den tætte korrelation mellem olieprisen og andre råvarepriser, som øger olieprisens gennemslag på de samlede forbrugerpriser. Betydningen af skatter og subsidier på energiområdet fremgår også af, at energiintensiteten i produktionen er langt større i USA end i EU.

Stigende olie- og energipriser lægger pres på offentlige budgetter, som subsidierer energiforbrug. En sådan udvikling kan allerede iagttages. På langt sigt må befolkningsvækst forventes at føre til stigende pres

på en række udtømmelige resurser som fx fossile brændstoffer. Sammen med hensynet til klima og miljø taler dette for at afvikle de omfattende subsidier til fossile energikilder i mange lande til fordel for en beskatning, der kan mindske de negative eksterne effekter af disse energiformer.

KONKLUSIONER

De seneste råvareprisstigninger skyldes flere faktorer: Stigende global efterspørgsel trukket af vækstøkonomierne, depreciering af dollar, mangelfulde investeringer i ny produktionskapacitet efter flere år med lave priser, udbudschok som følge af ekstremt vejr, prissubsidier og eksportbegrænsninger. En del af prisstigningerne er betinget af cykliske faktorer, mens en anden del afspejler en langsigtet tilpasning til et højere prisniveau.

Hovedforklaringen på råvareprisstigningerne er, at mere råvareintensive vækstøkonomier såsom Kina har fået en større plads i verdensøkonomien siden 2000, og at især olieproduktionen ikke har kunnet følge med denne udvikling. Energiintensiteten i den globale produktion har ganske vist været faldende siden 1970'erne, og denne udvikling i retning af mere energieffektiv produktion ventes at fortsætte fremover. Den økonomiske fremgang i de nye vækstøkonomier er imidlertid så kraftig, at den globale olieefterspørgsel er steget hurtigere end produktionskapaciteten. En tilsvarende stigning i efterspørgslen kan ses for en række andre råvarer, hvorved der synes at være sket et skifte til et højere niveau for de relative råvarepriser.

Den resurseintensive industrialiseringsproces i de asiatiske økonomier vil fortsætte i en årrække. Selv om stigningen i vækstøkonomiernes råvareefterspørgsel må ventes at aftage i takt med, at indkomsten pr. indbygger vokser, er der tvivl om, hvorvidt produktionskapaciteten i olieindustrien kan følge med den stigende efterspørgsel. IEA's fremtidsscenarier peger på fortsatte mærkbare olieprisstigninger, og IMF vurderer, at oliemarkedet befinder sig i en periode af stigende mangel. På grund af den tætte priskorrelation kan det også påvirke andre råvarepriser. Hertil kommer det generelle pres på resurseudnyttelsen som følge af verdens stigende befolkning.

Samlet set er der altså flere faktorer, der giver grund til at vente højere relative priser på råvarer i fremtiden. Muligheden for at skifte til alternative energikilder og eventuelle politiske beslutninger om at omlægge fra subsidiering til beskatning af fossile energikilder vil dog kunne afdæmpe denne udvikling.

LITTERATUR

BP (2010), Statistical Review of World Energy, juni.

Cuddington, John T., Daniel Jerrett (2008), Super Cycles in Real Metals Prices? *IMF Staff Papers*, vol. 55, nr. 4, side 541-565.

Danske Research (2011), *Commodities 2011*, januar.

FAO (2010), *Food Outlook*, november.

Global Subsidies Initiative (2010), Untold billions: Fossil-fuel subsidies, their impacts and the path to reform, marts.

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

IEA (2010), *World Energy Outlook*.

IEA, OECD, OPEC og Verdensbanken (2010), Analysis of the scope of energy subsidies and suggestions for the G20 initiative, joint report, juni.

IMF (2006), *World Economic Outlook*, september.

IMF (2011), *World Economic Outlook*, april.

Inter-American Development Bank (2010), What determines investment in the oil sector?, *Working paper*, nr. 209.

Irwin, Scott H., Dwight R. Sanders, Robert P. Merrin (2009), Devil or Angel? The Role of Speculation in the Recent Commodity Price Boom (and Bust), *Journal of Agricultural and Applied Economics*, vol. 41, nr. 2, august.

O'Connor, J. og D. Orsmond (2007), The recent rise in commodity prices: a long-run perspective, *Reserve Bank of Australia Bulletin*, april.

OECD (2011), *Economic Outlook*, nr. 89, maj.

OECD-FAO (2011), *Agricultural Outlook,* juni.

OECD-FAO (2010), *Agricultural Outlook,* juni.

Wurzel, E., L. Willard, og P. Ollivaud, (2009), Recent Oil Price Movements, *OECD Working Papers,* nr. 737.

Råvarepriser og inflation i Danmark

Morten Spange, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

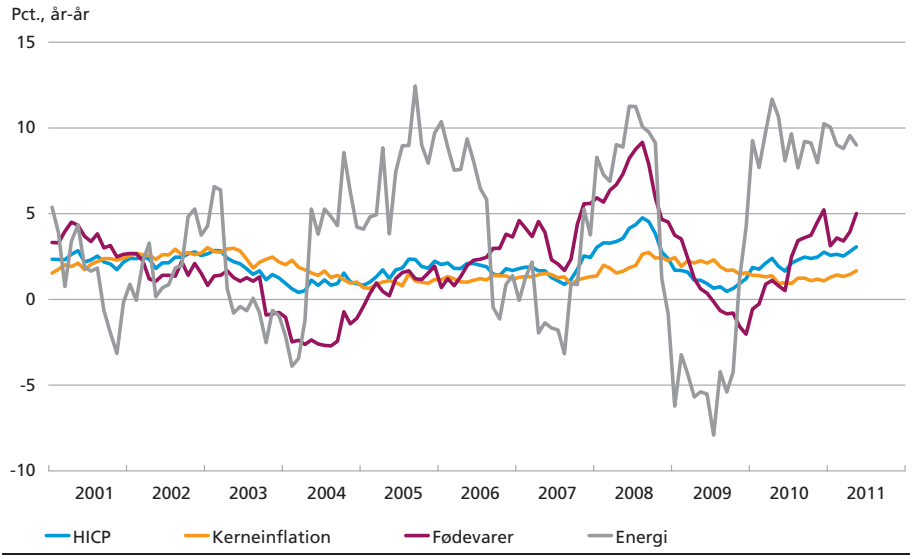
Et af Nationalbankens overordnede formål er at sikre stabile priser. Det gøres i praksis ved at tilrettelægge pengepolitikken efter at holde en fast kronekurs over for euro. Dermed kommer pengepolitikken i Danmark til at afspejle Den Europæiske Centralbanks, ECB's, politik, hvis hovedformål er at holde inflationen i euroområdet under, men tæt på 2 pct. årligt. Dansk økonomi er tæt integreret med euroområdet. Den danske fastkurspolitik bevirker derfor, at en pengepolitik, der sikrer lav inflation i euroområdet, også vil føre til lav inflation i Danmark. Siden 1990 har inflationen i Danmark da også i gennemsnit været 2,1 pct. målt ved årsstigningstakten i forbrugerprisindekset, CPI.[1]

Inflationen er på langt sigt bestemt af pengepolitikken. Imidlertid vil økonomien til stadighed blive ramt af stød, som bevirker, at inflationen svinger omkring sit langsigtede niveau. På kort til mellemlangt sigt bestemmes inflationen i høj grad af økonomiens kapacitetspres. En stigning i efterspørgslen fører til et øget kapacitetspres, som giver sig udslag i stigende priser. Inflationen påvirkes også af hændelser på økonomiens udbudsside, hvor fx fremkomsten af nye teknologier kan gøre det muligt at reducere produktionsomkostningerne. Desuden vil afgiftsændringer afspejle sig i inflationen. Derudover påvirkes inflationen af faktorer, som udspringer uden for Danmarks grænser. En stigning i importpriserne vil give sig udslag i øget inflation. Det samme gælder, hvis råvarepriserne stiger.

På det seneste har forbrugerprisinflationen ligget over 2 pct. og var i maj 3,1 pct. ifølge det harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, jf. figur 1. De store udsving i råvarepriserne gør, at energi- og fødevarepriserne svinger meget. Kerneinflationen, som ekskluderer energi og fødevarer, er derimod mere stabil, og var i maj 1,7 pct. I forbindelse med det seneste par års udvikling i forbrugerpriserne er der to faktorer, som påkalder sig særlig opmærksomhed, nemlig afgiftsforhøjelserne på energi, tobak og en række usunde fødevarer, som blev indfaset i løbet af 2010, samt

[1] Se Spange (2009) for en diskussion af sammenhængen mellem pengepolitik og inflation.

INFLATION Figur 1



Anm.: Seneste observation er maj 2011.
Kilde: Danmarks Statistik.

de prisstigninger på energi og fødevarer, der har fundet sted på råvarebørserne siden begyndelsen af 2010. Derimod har svækkelsen af den private sektors efterspørgsel siden 2008 haft en afdæmpende virkning på inflationen.

Folketinget vedtog i 2009 den såkaldte forårspakke 2.0, som medførte, at en række afgifter på energi, tobak og usunde fødevarer blev sat i vejret fra 1. januar 2010. Ifølge Finansministeriet bevirkede afgiftsforhøjelserne, at husholdningerne kom til at betale knap 4 mia. kr. mere i afgifter i 2010, hvilket svarer til ca. 0,5 pct. af det private forbrug.[1] Under antagelse af fuldt gennemslag på forbrugerpriserne har forårspakken derfor skønsmæssigt forøget årsstigningstakten i HICP med 0,5 procentpoint i 2010. Forudsat at afgiftsændringerne slår fuldt igennem på forbrugerpriserne samme måned, som de gennemføres, vil deres direkte effekt på forbrugerprisernes årsstigningstakt også falde bort efter præcis et år. Den del af afgiftsændringerne, som trådte i kraft pr. 1. januar 2010, påvirker derfor ikke inflationen fra januar i år og fremefter, men inflationen er stadig holdt oppe af nogle yderligere mindre afgiftsstigninger, som blev indfaset i juli 2010.

De store udsving i inflationen i de senere år skyldes primært udsving i råvarepriserne. En stigning i råvarepriserne giver sig direkte udslag i de priser, som forbrugerne skal betale for energi og fødevarer. Desuden vil

[1] Se Finansministeriet (2009).

virksomhedernes produktionsomkostninger blive påvirket, hvilket kan slå igennem på priserne på øvrige varer. En stigning i råvarepriserne vil føre til et løft i prisniveauet, men vil ikke i sig selv have en længerevarende effekt på inflationen. Imidlertid er der i perioder med stigende råvarepriser en risiko for, at det vil føre til en pris-løn-spiral, som giver et langvarigt løft i inflationen. Erfaringerne fra det seneste årti tyder dog på, at prisstigninger på energi og fødevarer i Danmark kun påvirker inflationen midlertidigt. Samlet tyder artiklens analyser på, at den relativt høje prisstigningstakt, som vi har oplevet de seneste måneder, vil være af forbigående karakter.

INFLATION OG RÅVAREPRISER

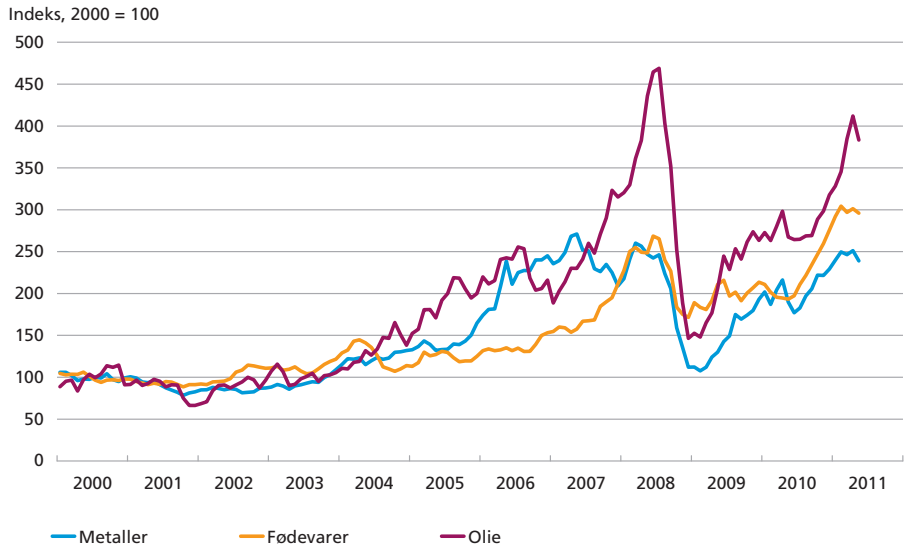
Råvarepriserne har svinget meget de senere år. Det gælder for en lang række råvarer, fx fødevarer, metaller og olie, jf. figur 2. Tiden frem mod finanskrisen i 2008 var præget af stigende priser, som især for olie og fødevarer var meget kraftige. De stigende priser blev afløst af bratte fald i efteråret 2008, hvor fx olieprisen faldt til under en tredjedel af niveauet på toppen. Siden begyndelsen af 2009 er råvarepriserne igen steget kraftigt, og fødevarepriserne opgjort i dollar er nu højere end deres hidtidige top i 2008.[1]

De priser, som forbrugerne betaler for energi og fødevarer, afspejler ikke udelukkende råvarepriserne. Bl.a. skal forbrugerpriserne dække omkostninger og avancer i forbindelse med forarbejdning og distribution. Desuden udgør afgifter en væsentlig del af forbrugerprisen på mange former for energi. Alligevel forplanter svingningerne i råvarepriserne sig tydeligt i forbrugerpriserne på energi og fødevarer, som tilsammen udgør 27,8 pct. af det samlede vægtgrundlag for HICP. Da priserne på de fleste andre varer er relativt stabile, forklarer fluktuationer i energi- og fødevarepriser en meget stor andel af den samlede variation i inflationen i det seneste årti, jf. figur 3.

Råvarer, især energi, indgår desuden som et væsentligt input i produktion og distribution af en lang række produkter, der ikke er direkte relateret til energi eller fødevarer. En stigning i råvarepriserne slår derfor typisk også igennem på forbrugerpriserne mere bredt. Det var bl.a. tilfældet i kølvandet på de kraftige råvareprisstigninger i 2007-08, hvor kerneinflationen, som ekskluderer energi og fødevarer, begyndte at stige, jf. figur 3. Da råvarepriserne faldt i anden halvdel af 2008, aftog kerneinflationen igen, dog med en vis forsinkelse. Det seneste år har der

[1] Se artiklen af Niels Peter Hahnemann og Marianne Clausager Koch, Internationale råvarepriser: Cykel, boble eller niveauskifte?, s. 59 for en analyse af de faktorer, som ligger bag udviklingen i råvarepriserne.

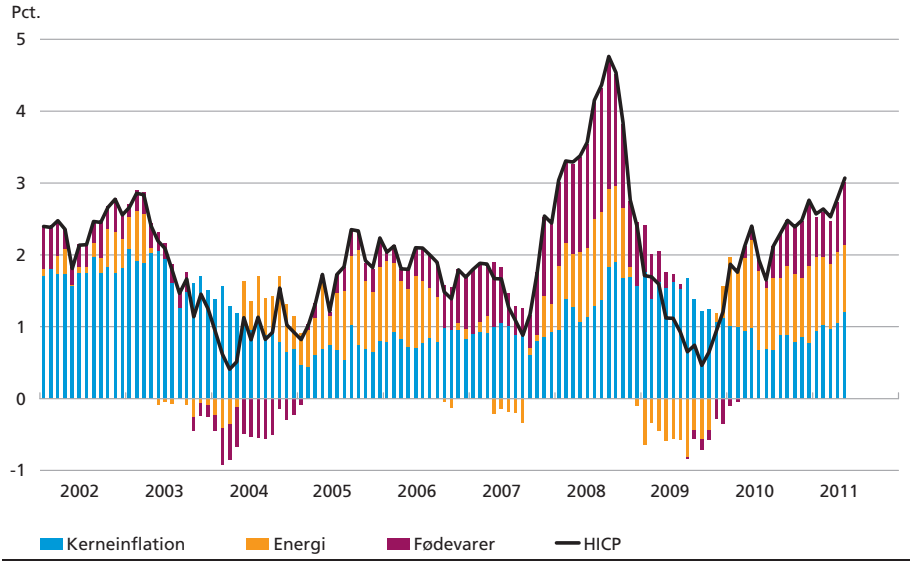
RÅVAREPRISINDEKS Figur 2



Anm.: Priserne er målt i dollar. Seneste observation er maj 2011.
Kilde: HWWI / Reuters EcoWin.

været en moderat stigning i kerneinflationen, hvilket kan hænge sammen med stigningen i råvarepriserne. Den lavere stigning i kerneinflationen i den nuværende situation skal ses i sammenhæng med, at efterspørgslen fra den private sektor er relativt svag. Dermed er det sværere

BIDRAG TIL HICP Figur 3



Anm.: Kerneinflation er HICP ekskl. energi og fødevarer. Seneste observation maj 2011.
Kilde: Danmarks Statistik.

for virksomhederne at sende eventuelle omkostningsstigninger videre til forbrugerne.

Ved hjælp af en input-output-baseret analyse kan man beregne de samlede udgifter til energiinput for hver krone, der anvendes til privat forbrug. Dermed inkluderes også de indirekte omkostninger til energi, som går gennem produktion af ikke-energivarer. Det kan bruges til at beregne effekten på det samlede forbrugerprisindeks af en stigning i prisen på energiinput i produktionen. Beregningen er baseret på en antagelse om, at en ændring i priserne ikke fører til en ændring i sammensætningen af produktionsfaktorer, og at faktorpriserne slår fuldt igennem på forbrugerpriserne. Desuden er det antaget, at afgifterne er uafhængige af faktorpriserne.[1]

En input-output-baseret analyse indikerer, at en 1 pct. stigning i faktorprisen på energiinput fører til en stigning i forbrugerpriserne på ca. 0,056 pct., jf. Danmarks Statistik (2011). Det dækker over store forskelle på tværs af de enkelte forbrugsgoder. Fx udgør udgifter til energiinput lidt over halvdelen af den samlede forbrugerpris ved forbrug af el, gas og andre brændsler og knap en tredjedel af omkostningerne ved brændstoffer. Selv ved disse energiintensive forbrugskomponenter er der altså en betydelig del af omkostningerne, der går til øvrige produktionsfaktorer (eller til afgiftsbetalinger).

Energiindholdet i det øvrige forbrug er ca. 2 pct. En stigning i prisen på energiinput på 1 pct. kan derfor hæve forbrugerpriserne på ikke-energivarer med 0,02 pct. Der er i beregningerne ikke taget højde for, at en stigning i prisen også fører til stigende afgiftsbetalinger, fx moms. Tallene skal derfor ses som en nedre grænse for, hvor meget en stigning i råvarepriserne påvirker forbrugerpriserne under antagelse af fuldt gennemslag.

RÅVAREPRISER OG ANDEN-RUNDE-EFFEKTER

En stigning i råvarepriserne fører i første omgang til et løft i det samlede forbrugerprisindeks. Inflationen vil imidlertid ikke på længere sigt blive direkte påvirket, forudsat råvarepriserne holder sig på deres nye højere niveau og ikke stiger yderligere. I perioder med stigende priser på energi og fødevarer er man dog ofte bekymret for, at det alligevel vil føre til et langvarigt løft i inflationen. Det kan foregå gennem løndannelsen.

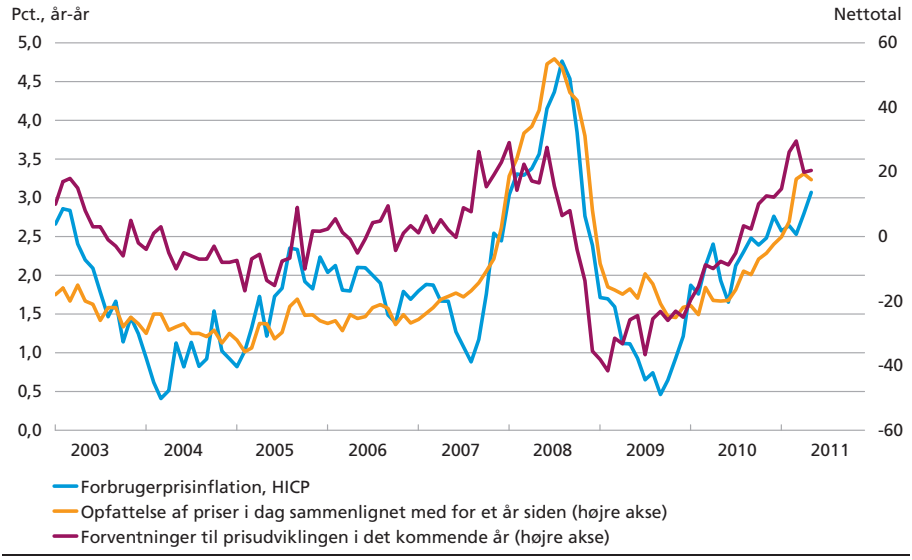
[1] Samme princip ligger bag beregningen af den indenlandsk markedsbestemte inflation, IMI, se Hansen og Knudsen (2005). IMI beregnes ved fra HICP at fratrække nogle "eksogent" bestemte priser, der ikke afspejler udviklingen på det indenlandske marked. Ved denne "rensning" af HICP fratrækkes også det indirekte energi- og importindhold baseret på input-output-vægte.

Højere priser på udvalgte varegrupper fører uundgåeligt til en stigning i det samlede forbrugerprisindeks. Hvis der ikke er fuld klarhed om, at inflationen på længere sigt bliver holdt i ro, vil lønmodtagerne tillægge det en vis sandsynlighed, at stigningen i inflationen vil være et vedvarende fænomen. Dette løft i forventningerne til den fremtidige inflation kan føre til øgede lønkrav ved overenskomstforhandlingerne.

Højere lønstigninger, som ikke er begrundet i højere produktivitetsvækst, vil give sig udslag i højere forbrugerpriser. Hvis lønmodtagernes krav ryger i vejret som følge af højere råvarepriser, kan det derfor igangsætte en pris-løn-spiral. Det skete i mange lande i 1970'erne, hvor kraftige stigninger i olieprisen førte til et langvarigt løft i inflationen. Man bruger ofte betegnelsen anden-runde-effekter om den situation, hvor en stigning i råvarepriserne fører til højere lønkrav, som resulterer i en langvarig stigning i inflationen.

Danmarks Statistik indsamler data for forbrugernes opfattelse af det aktuelle prisniveau sammenlignet med for et år siden og deres forventninger til prisudviklingen i det kommende år. Både i 2008 og i løbet af det seneste år blev stigningen i den faktiske inflation afspejlet i forbrugernes opfattelse af det aktuelle prisniveau, jf. figur 4. Især den seneste

INFLATIONSFORVENTNINGER IFØLGE FORBRUGERUNDERSØGELSEN — Figur 4



Anm.: Nettotallet for husholdningernes opfattelse af priserne i dag sammenlignet med for et år siden beregnes ved at summere antallet af svarene med *meget højere* med 100, *noget højere* med 50, *lidt højere* med 0, *uændret* med -50 og *lidt lavere* med -100. Nettotallet for husholdningernes forventninger til prisudviklingen i det kommende år beregnes ved at summere antallet af svarene med *stige hurtigere end nu* med 100, *stige i samme tempo som nu* med 50, *stige langsommere end nu* med 0, *forblive uændret* med -50 og *falde lidt* med -100. Seneste observation maj 2011.

Kilde: Danmarks Statistik.

episode med stigende inflation har imidlertid også ført til en markant stigning i indikatoren for husholdningernes forventninger til prisudviklingen i det kommende år.

Vi har gennemført en simpel empirisk analyse for at belyse, i hvilket omfang stigninger i energi- og fødevarepriserne i Danmark erfaringsmæssigt giver sig udslag i en længerevarende stigning i den samlede forbrugerprisinflation. En stigning i energi- og fødevarepriserne medfører i første omgang, at forbrugerprisinflationen stiger, mens kerneinflationen er uændret, da den beregnes ved at ekskludere energi og fødevarer.

Efter et år vil de oprindelige (éngangs)stigninger i energi- og fødevarepriserne ikke påvirke forbrugerprisernes årsstigningstakt direkte. Dermed vil forbrugerprisinflationen opgjort som en årsstigningstakt svare til kerneinflationen, når der er gået et år.[1] Hvis kerneinflationen desuden er upåvirket, vil HICP-inflationen vende tilbage til sit oprindelige niveau efter et års tid. Hvis råvareprisstigningerne rent faktisk stadig påvirker HICP-inflationen efter et år, må det derfor være fordi, de hæver kerneinflationen gennem deres indflydelse på priserne på andre varer. Denne virkning kan enten stamme fra højere lønkrav som følge af højere inflationsforventninger (anden-runde-effekter), eller den kan skyldes stigende produktionsomkostninger som følge af de højere råvarepriser, der med forsinkelse overvæltes i forbrugerpriserne.

Hvis kerneinflationen er øget som følge af øgede produktionsomkostninger, der ikke påvirker løndannelsen, vil effekten kun være midlertidig. Hvis prisstigningerne på energi og fødevarer derimod gennem anden-runde-effekter indarbejdes i det økonomiske system, vil det føre til et vedvarende løft i kerneinflationen. Den empiriske analyse i boks 1 går derfor ud på at undersøge, om forbrugerprisinflationen vender tilbage til det oprindelige niveau for kerneinflationen efter en periode med høje råvareprisstigninger, eller om kerneinflationen i stedet begynder at stige.

Vi finder på baggrund af erfaringerne fra det seneste tiår, at stigninger i energi- og fødevarepriserne primært har forbigående effekt på forbrugerprisinflationen. Efter et år er forbrugerprisinflationen næsten tilbage på det oprindelige niveau for kerneinflationen, forudsat at energi- og fødevarepriserne ikke stiger yderligere. Der er dog også tegn på, at kerneinflationen i nogen grad påvirkes positivt af en stigning i energi- og fødevarepriserne. Det kan skyldes, at en stigning i energipriserne forøger virksomhedernes omkostningsniveau generelt, hvilket med en

[1] Vi forudsætter her, at råvarepriserne efter den oprindelige ekstraordinære éngangsstigning udvikler sig nogenlunde i takt med de øvrige priser.

MODELLER FOR INFLATIONSDYNAMIK[1] Boks 1

Hvis de højere energi- og fødevarepriser ikke fører til et generelt løft i inflationen, vil vi se, at forbrugerprisinflationen målt ved årsstigningstakten efter et år falder tilbage mod sit oprindelige niveau. Hvis stigningerne stadig påvirker HICP-inflationen, må det derfor være indirekte gennem deres indflydelse på priserne på andre varer. For at undersøge, om det har været tilfældet det seneste årti, estimerer vi nedenstående ligning på danske månedsdata for perioden januar 2000 – januar 2011:[1]

$$\pi_t^{\text{HICP}} - \pi_{t-12}^{\text{HICP}} = \alpha + \beta(\pi_{t-12}^{\text{kerne}} - \pi_{t-12}^{\text{HICP}}) + \varepsilon_t$$

π_t^{HICP} og π_t^{kerne} angiver henholdsvis HICP- og kerneinflation målt ved årsstigningstakter på tidspunkt *t*. ε_t er et fejlled, og α og β er koefficienter. En β-værdi på 0 vil indikere, at forbrugerprisinflationen slet ikke søger mod det oprindelige niveau for kerneinflationen, mens en β-værdi på 1 vil betyde, at forbrugerprisinflationen fuldt ud justerer sig mod den ét år laggede kerneinflation.[2] Vi får et estimat på β på 1,12, hvilket ifølge en statistisk test ikke er signifikant forskelligt fra 1. Der er således tegn på, at forbrugerprisinflationen efter et år vender tilbage til den oprindelige kerneinflation. Dermed fører en stigning i priserne på energi og fødevarer ikke til et betydeligt langvarigt løft i inflationen.

Vi betragter også en specifikation, hvor ændringen i kerneinflationen regresseres på den laggede difference mellem kerneinflationen og forbrugerprisinflationen:

$$\pi_t^{\text{kerne}} - \pi_{t-12}^{\text{kerne}} = \alpha + \beta(\pi_{t-12}^{\text{HICP}} - \pi_{t-12}^{\text{kerne}}) + \varepsilon_t$$

Her er en positiv værdi af β tegn på, at kerneinflationen påvirkes af en forudgående stigning i forbrugerprisinflationen. Det kan tolkes som en indikation af, at anden–runde-effekter af højere råvarepriser fører til en stigning i inflationsforventningerne og dermed ultimativt til en styrkelse af den underliggende inflationstrend. Desuden er kerneinflationen ikke renset for det indirekte energiindhold. Da gennemslaget fra råvarepriserne til forbrugerpriserne typisk sker med en vis forsinkelse, kan det bevirke, at kerneinflationen efter 12 måneder ligger over sit oprindelige niveau. Estimation på danske månedsdata for perioden januar 2000 til januar 2011 giver et punktestimat på β på 0,46. Dette estimat er signifikant forskelligt fra både 0 og 1. En stigning i energi- og fødevarepriserne vil således føre til en vis stigning i priserne på de øvrige forbrugsvarer.

Perioden omkring 2008 skiller sig ud ved, at energipriserne først steg meget kraftigt for derefter at falde hurtigt tilbage. Samtidig var perioden præget af et kraftigt konjunkturomslag, hvilket kan have bidraget til, at inflationsudviklingen ikke førte til højere lønkrav. Som et robusthedstjek har vi derfor gentaget analysen, hvor vi ekskluderer perioden efter december 2007. Dette har imidlertid ikke væsentlig betydning for estimationsresultaterne.

[1] Modellerne følger Cecchetti og Moessner (2008) og estimeres ved hjælp af autoregressive least squares.
[2] Det sidste er betinget af, at $\alpha = 0$, hvilket ikke kan afvises ved et statistisk test.

vis forsinkelse må forventes at blive overvæltet i forbrugerpriserne. Endvidere kan det afspejle, at stigende energi- og fødevarepriser giver sig udslag i højere lønstigninger. På baggrund af denne analyse kan det ikke afgøres, hvilken af disse forklaringer der er vigtigst.

KONKLUSION

Samlet indikerer artiklens resultater, at en stigning i inflationen, der skyldes højere priser på energi og fødevarer, oftest vil være af kortere varighed, og at der dermed ikke er tegn på væsentlige anden-runde-effekter.

I den nuværende situation er forbrugerprisinflationen 3,1 pct. år til år, mens kerneinflationen er 1,7 pct. år til år. Den relativt høje forbrugerprisinflation kan således henføres til stigninger i energi- og fødevarepriserne og må derfor på baggrund af artiklens resultater forventes at aftage inden for en kortere horisont. Desuden er der aktuelt ledig produktionskapacitet i dansk økonomi, jf. boks 3, side 31. Det svækker det indenlandske pris- og lønpres. Det mest sandsynlige udfald er derfor, at inflationen aftager inden for det kommende år, jf. prognosen for dansk økonomi 2011-13, side 40.

Det bør dog bemærkes, at husholdningernes forventninger til prisudviklingen i det kommende år har nået samme høje niveau som i 2008, hvor råvareprisstigninger medførte, at forbrugerprisernes årsstigningstakt nåede op på 4,8 pct. Det er problematisk, hvis de højere inflationsforventninger giver sig udslag i højere lønkrav. Imidlertid er lønstigningstakten i øjeblikket lav, og det aktuelle kapacitetspres giver ikke anledning til at tro, at den vil stige til et niveau, der er uforeneligt med en stabil prisudvikling. På den baggrund vurderes, at der kun er en begrænset risiko for, at stigningerne i energi- og fødevarepriserne vil medføre et vedvarende løft i inflationen. Denne vurdering ligger på linje med ECB's vurdering af situationen i euroområdet.[1]

Centralbankerne overvåger dog fortsat tæt, om der er indikationer på anden-runde-effekter af råvareprisstigningerne, og ECB har tilkendegivet sin vilje til konsekvent at imødegå sådanne tendenser med renteforhøjelser.

[1] Se ECB (2011).

LITTERATUR

Cecchetti, Stephen G. og Richhild Moessner (2008), Commodity prices and inflation dynamics, *BIS Quarterly Review*, december.
Danmarks Statistik (2011), Danish input-output tables and analysis 2008.

ECB (2011), Interview with Jean-Claude Trichet, President of the ECB, conducted on 20 April 2011 by Mr Jorma Pöysä (Kauppalehti) and Mr Juhana Rossi (Helsingin Sanomat), 26. april.

Finansministeriet (2009), Aftale mellem regeringen og Dansk Folkeparti om forårspakke 2.0, Schultz Grafisk A/S.

Hansen, Bo William og Dan Knudsen (2005), Indenlandsk markedsbestemt inflation, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2005.

Spange, Morten (2009), Prisstabilitet og beskæftigelse, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Penge- og valutamarkedet under finanskrisen

Anders Jørgensen, Handelsafdelingen, Carina Moselund Jensen, Paul Lassenius Kramp og Lars Risbjerg, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Pengemarkedet, der omfatter markedet for bankernes indbyrdes lån og korte værdipapirer, spillede en central rolle under den finansielle uro, der brød ud i august 2007 og udviklede sig til en international finansiel og økonomisk krise i forlængelse af Lehman Brothers' betalingsstandsning i september 2008. I del 2 af denne kvartalsoversigt er der en nærmere analyse af penge- og valutamarkedet under krisen.[1] I denne artikel gives et sammendrag af de vigtigste resultater og erfaringer.

Bankerne i en række lande, herunder i Danmark, var meget afhængige af finansiering på de internationale penge- og kapitalmarkeder. Under krisen blev bankerne i flere lande tilbageholdende med at låne ud til hinanden, og de fik vanskeligt ved at finansiere sig på pengemarkedet, især i dollar. Da krisen kulminerede i efteråret 2008, frøs pengemarkederne til.

Krisen har vist, at det er vigtigt, at pengeinstitutterne indretter deres likviditetsstyring, så de begrænser deres afhængighed af finansiering på enkeltmarkeder, hvor likviditeten kan forsvinde med stor hast. Nationalbanken og Finanstilsynet har på den baggrund styrket overvågningen af pengeinstitutternes styring af likviditet.

Centralbankerne verden over reagerede hurtigt og massivt på krisen med en række ekstraordinære tiltag for at understøtte bankernes likviditet og finansieringsmuligheder. Nationalbanken foretog udlån i dollar og euro til pengeinstitutterne dels fra valutareserven, dels via swapaftaler med den amerikanske centralbank, Federal Reserve, og Den Europæiske Centralbank, ECB. Vores regressionsanalyser viser, at tiltagene forbedrede likviditetsforholdene i valuta mærkbart.

[1] Jf. Carina Moselund Jensen, Anders Jørgensen, Paul Lassenius Kramp og Lars Risbjerg, Penge- og valutamarkedet under krisen, del 2 i denne kvartalsoversigt.

Det danske pengemarked i kroner blev også ramt. Det kom fx til udtryk i det danske spænd mellem usikrede og sikrede pengemarkedsrenter, der, ligesom i en række lande, blev kraftigt udvidet. Vores empiriske analyser viser, at det danske spænd i begyndelsen af krisen i høj grad blev drevet af likviditetsforholdene i euroområdet. I løbet af 2009 blev spændet hovedsageligt udtryk for en kreditpræmie. Det afspejler, at krisen gik fra at være en likviditetskrise til at være en kreditkrise.

De små pengeinstitutter betalte i gennemsnit en øget merrente i pengemarkedet i forhold til store institutter, og de var nødt til at øge antallet af modparter for at få den fornødne likviditet. Nationalbanken oprettede ekstraordinære likviditetsfaciliteter, men omfanget af lån i den forbindelse var meget begrænset. Nationalbankens likviditetstildeling blev således altovervejende foretaget på sædvanlig vis via de pengepolitiske instrumenter, der viste sig at være robuste og fleksible med hensyn til at sikre pengeinstitutterne den fornødne likviditet.

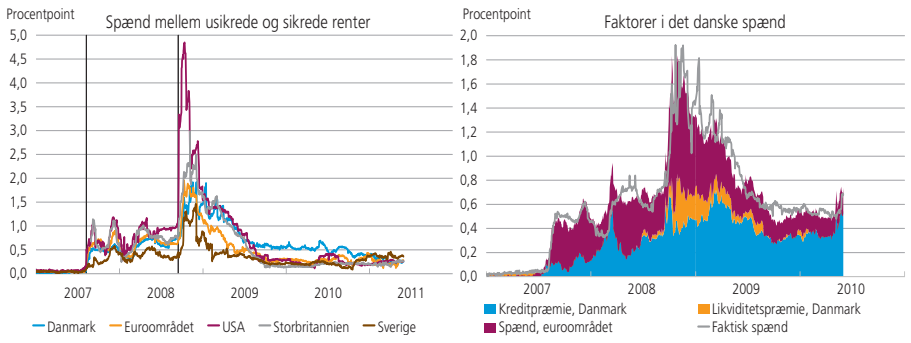
Kronen kom under pres, da internationale investorer trak sig ud af mindre valutaer i efteråret 2008. I overensstemmelse med fastkurspolitikken intervenerede Nationalbanken massivt i valutamarkedet til fordel for kronen, der forblev stabil over for euro under krisen. Da krisen var på sit højeste, var det ikke muligt at erstatte udstrømningen fra valutareserven med statslige lån. Krisen viste således, at der var behov for en stor valutareserve til intervention til fordel for kronen, og Nationalbanken har mere end fordoblet valutareserven i forhold til udgangspunktet før krisen i efteråret 2008. Krisen viste også, at der kan opstå behov for, at Nationalbanken må foretage valutaudlån til pengeinstitutterne fra valutareserven, fordi de er afhængige af finansiering i valuta.

HVORDAN SPREDTE KRISEN SIG TIL DANMARK?

Et afgørende element i krisens opståen var markedet for boliglån til mindre kreditværdige amerikanske boligejere (subprime-markedet). Flere amerikanske banker, men også banker i andre lande havde investeret i aktiver med eksponering over for det amerikanske boligmarked, hvor der var stigende tab. Aktiverne var ofte komplekse finansielle instrumenter, hvor den reelle eksponering var vanskelig at gennemskue. Disse forhold medvirkede til, at bankerne i stigende grad blev usikre på modparternes kreditværdighed og deres egen likviditetssituation, og de blev tilbageholdende med at låne ud på pengemarkedet. Det afspejlede sig i et øget spænd mellem usikrede og sikrede pengemarkedsrenter, jf. figur 1, venstre side. Det danske spænd lå over euroområdets fra slutningen af 2008 og frem til slutningen af 2010.

SPÆND MELLEM USIKREDE OG SIKREDE RENTER I UDVALGTE LANDE OG FAKTORER I DET DANSKE SPÆND

Figur 1



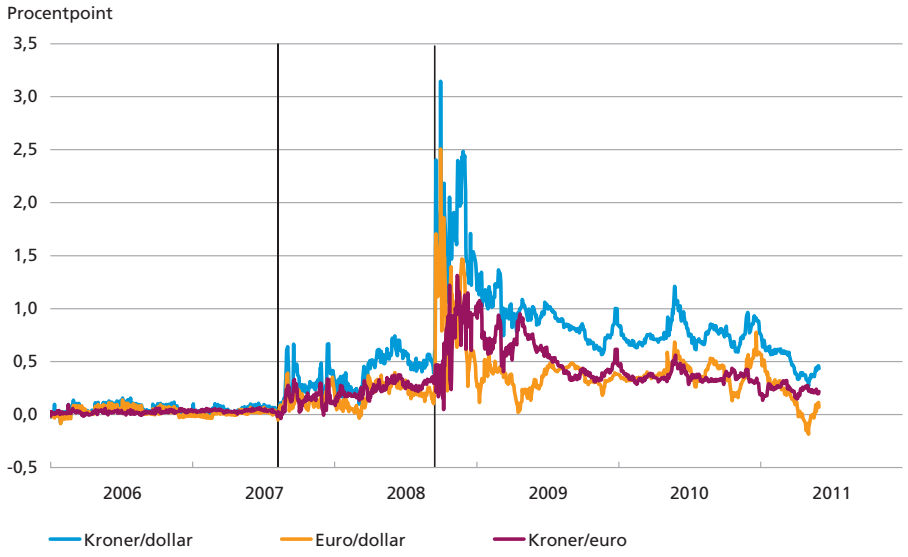
Anm.: Baseret på 3-måneders-pengemarkedsrenter. Venstre figur: Lodrette streger er sat ved 9. august 2007 (uroen brød ud, da den franske bank BNP Paribas annoncerede, at den ophørte med at betale afdrag og beregne mark-to-market for tre investeringsselskaber, der var eksponeret over for subprime-markedet) og 15. september 2008 (Lehman Brothers gik i betalingsstandsning). Sidste observation 31. maj 2011. Højre figur viser resultatet af en regressionsanalyse, hvor det danske spænd forklares med euroområdets spænd samt variable for kredit- og likviditetspræmier på det danske marked. Sidste observation 1. juni 2010.

Kilde: Egne beregninger baseret på data fra Bloomberg og Reuters EcoWin.

Krisen på det amerikanske marked spredte sig til det danske marked via euroområdets. Vores estimationer i artiklen i del 2 peger på, at en stor del af det danske spænd mellem usikrede og sikrede renter kan forklares ved det tilsvarende spænd for euroområdet, der i stort omfang afspejlede en knaphed på likviditet. I løbet af 2009 blev det danske spænd imidlertid overvejende et udtryk for en kreditpræmie, dvs. en pris for kreditrisiko, jf. figur 1, højre side. Det afspejler, at krisen gik fra at være en likviditetskrise til at være en kreditkrise. Det høje kreditrelaterede spænd er ved første øjekast bemærkelsesværdigt i lyset af Bankpakke 1, der indebar statsgaranti for alle indskud i pengeinstitutterne fra oktober 2008 til september 2010. En væsentlig del af forklaringen er, at pengeinstitutterne i vid udstrækning fastsatte kreditpolitikken, som om Bankpakke 1 ikke eksisterede. Endvidere kan nogle markedsdeltagere have været usikre på, hvor hurtigt de ville kunne modtage penge fra staten, hvis en modpart gik konkurs. Såfremt staten først var i stand til at honorere krav med en vis forsinkelse, ville en modparts konkurs kunne medføre tab som følge af manglende likviditet.

Flere banker i en række lande finansierede sig i stort omfang via korte lån i udenlandsk valuta, især dollar, på de internationale pengemarkeder. Det er nøglen til at forstå, at problemerne på det amerikanske marked for boligfinansiering, der spredte sig til det amerikanske pengemarked, hurtigt udviklede sig til en global krise. Hastigheden skal ses i lyset af, at flere af de store internationale banker, som var centrale i kreditformidlingen på tværs af valutaer, blev hårdt ramt af problemerne på det amerikanske boligmarked. Det betød, at de i stort omfang lukkede

AFVIGELSE FRA DEN DÆKKEDE RENTEPARITET Figur 2



Anm.: Lodrette streger er sat ved 9. august 2007 og 15. september 2008, jf. figur 1. "Kroner/dollar" udtrykker omkostningerne ved at låne i kroner kombineret med FX swap til dollar fratrukket omkostningerne ved direkte låntagning i dollar. Tilsvarende for "Kroner/euro" og "Euro/dollar". Sidste observation 31. maj 2011.
Kilde: Bloomberg.

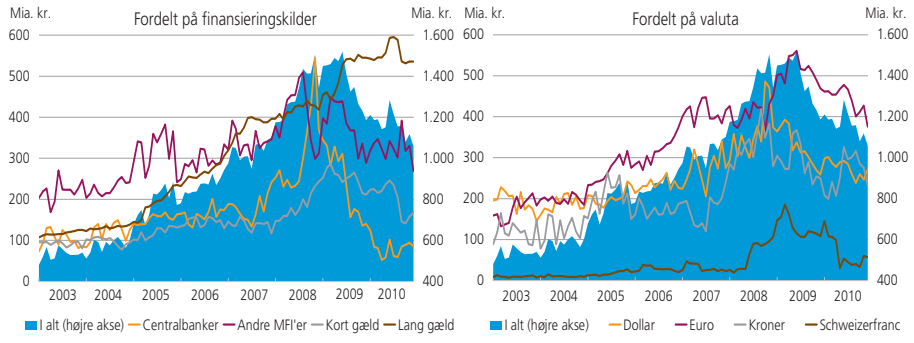
for deres internationale pengemarkedsudlån. Under krisen blev det derfor vanskeligt og dyrt at skaffe dollar, da amerikanske banker blev tilbageholdende med at låne ud. De havde selv brug for dollarlikviditet og var bekymrede for de europæiske bankers kreditværdighed. Der opstod derfor mangel på dollar i den forstand, at det blev vanskeligt for fx europæiske banker at låne dollar direkte på pengemarkedet. De blev i stedet i stigende grad nødt til at låne dollar indirekte ved at låne i andre valutaer, fx euro, og swappe til dollar via FX swapmarkedet. Det pressede renten på dollarfinansiering via FX swap kraftigt op i forhold til renten på direkte lån i dollar, hvilket indebar store afvigelser fra den dækkede renteparitet, jf. figur 2.[1] Tilsvarende opstod der afvigelser fra den dækkede renteparitet mellem dollar og kroner og mellem euro og kroner.

De danske pengeinstitutters direkte krediteksponering over for det amerikanske boligmarked var begrænset, men de var ligesom bankerne i en række andre lande eksponerede over for udviklingen på de internationale pengemarkeder, fordi de var meget afhængige af kort finansie-

[1] Den dækkede renteparitet udtrykker, at omkostningen ved at låne direkte i en valuta, fx dollar, er den samme som at optage lån i en anden valuta, fx kroner, og samtidig indgå en FX swap fra kroner til dollar. Hvis der er store afvigelser fra den dækkede renteparitet, er det tegn på, at de finansielle markeder fungerer dårligt.

PENGEINSTITUTTERNES LÅNTAGNING PÅ PENGE- OG KAPITALMARKEDERNE OPDELT PÅ INSTRUMENTER OG VALUTA

Figur 3



Anm.: Opgørelsen omfatter danske pengeinstitutter i Finanstilsynets gruppe 1 og 2 ekskl. deres udenlandske filialer og datterbanker. Lån fra MFI'er er nettolåntagning hos andre MFI'er end centralbanker og udenlandske filialer og datterbanker. Gæld er udstedte gældsinstrumenter. Kort gæld er udstedelser med oprindelig løbetid på under 1 år, mens lang gæld har løbetid på over 1 år. Sidste observation december 2010.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

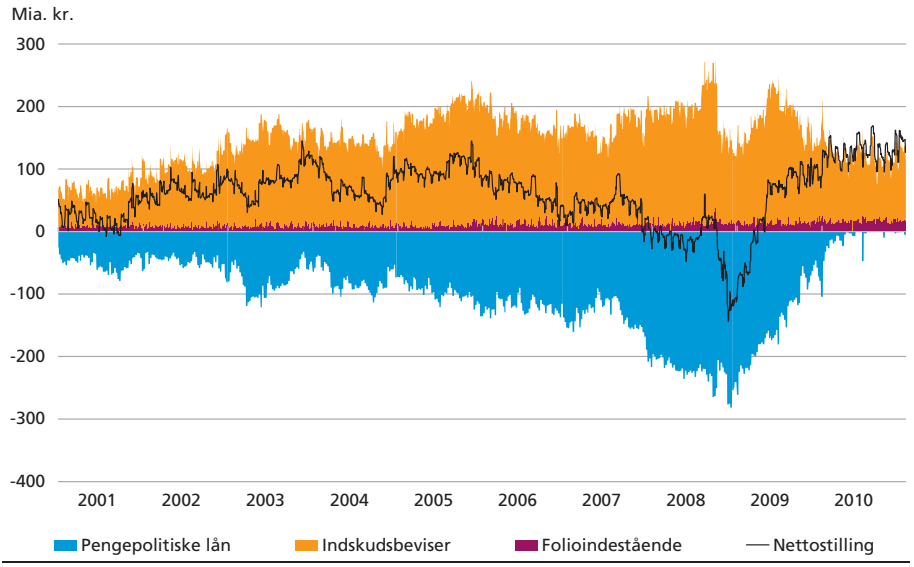
ring i valuta, især dollar og euro, jf. figur 3, højre side. Da udenlandske banker i stor stil ophørte med at yde lån til pengeinstitutterne i efteråret 2008, lånte institutterne i stedet i vid udstrækning fra centralbanker, jf. figur 3, venstre side.

HVAD GJORDE NATIONALBANKEN FOR AT SIKRE FINANSIERING I VALUTA?

På grund af manglen på dollar og euro indgik Nationalbanken i lighed med nogle andre centralbanker i efteråret 2008 swapaftaler med Federal Reserve, Fed, og ECB for at kunne tilføre henholdsvis dollar og euro til pengeinstitutterne i Danmark. Nationalbanken foretog også FX swap-udlån i dollar og euro fra valutareserven i september og oktober 2008. Nationalbankens swapaftaler med Fed og ECB medvirkede til, at finansieringsforholdene i valuta blev mærkbart forbedret. Vores empiriske undersøgelser i artiklen i del 2 peger på, at swapaftalen med Fed medførte en reduktion i afvigelsen fra den dækkede renteparitet mellem dollar og kroner på i alt knap 70 basispoint, mens swapaftalen med ECB reducerede afvigelsen fra den dækkede renteparitet mellem euro og kroner med godt 60 basispoint. Det afspejler, at markedsdeltagerne blev beroliget af Feds og ECB's opbakning til at sikre dollar- og eurofinansieringen. Resultaterne er i tråd med lignende undersøgelser for andre lande.

Nationalbankens udlån i euro fra valutareserven understøttede finansieringsforholdene i euro, mens effekten af udlån i dollar var mindre klar. En del af forklaringen er, at euroudlånet var betydeligt større end dollarudlånet.

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES LÅN OG INDSKUD I NATIONALBANKEN Figur 4



Anm.: Sidste observation 30. december 2010.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

HVAD SKETE DER PÅ DET DANSKE PENGEMARKED I KRONER?

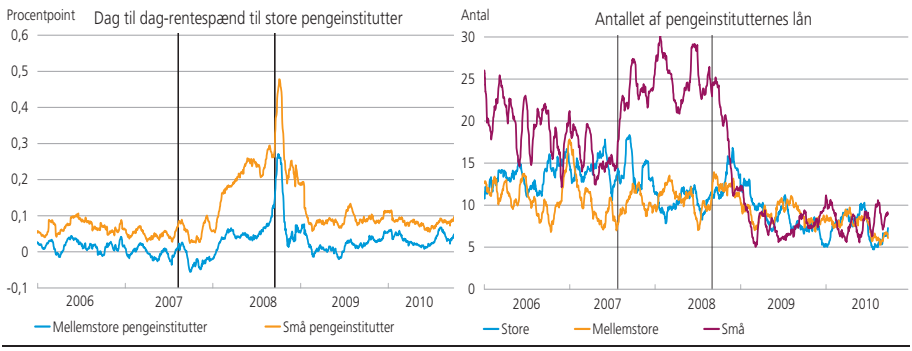
Fleksibiliteten i indretningen af Nationalbankens pengepolitiske instrumenter medvirkede til, at det danske pengemarked var forholdsvis velfungerende i den første del af krisen.

Der blev senere indført ekstraordinære faciliteter. Omfanget af lån i forbindelse hermed var dog meget begrænset, men tiltagene var vigtige af hensyn til pengeinstitutternes sikkerhed for at kunne opfylde kravene til likviditet ifølge lov om finansiel virksomhed.[1]

Omsætningen på det danske pengemarked faldt ligesom i andre lande under krisen. Den blev koncentreret i den helt korte ende af markedet og skiftede fra usikrede udlån til sikrede, efterhånden som de øgede kredit- og likviditetsrisici afholdt pengeinstitutter fra at yde længere usikrede udlån. Det korte interbank-marked blev delvis erstattet af mellemværender med Nationalbanken. Pengeinstitutterne øgede således både deres lån og indskud i Nationalbanken i efteråret 2008, jf. figur 4. Bruttoopbygningen toppede i december 2008, hvor penge- og realkreditinstitutternes beholdning af indskudsbeviser oversteg deres nettostilling over for Nationalbanken med godt 280 mia. kr. Heraf kunne omkring 170 mia. kr. tilskrives, at nogle institutter placerede i indskudsbeviser, mens

[1] Jf. § 152 i lov om finansiel virksomhed.

SPÆND MELLEM PENGEINSTITUTTERNES INDLÅNSRENTER OG ANTALLET AF LÅN I DAG TIL DAG-MARKEDET Figur 5



Anm.: De lodrette streger angiver 9. august 2007 og 15. september 2008, jf. figur 1. Store, mellemstore og små pengeinstitutter refererer til Finanstilsynets gruppe 1, 2 og 3. 21 dages glidende gennemsnit. Sidste observation 30. september 2010.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

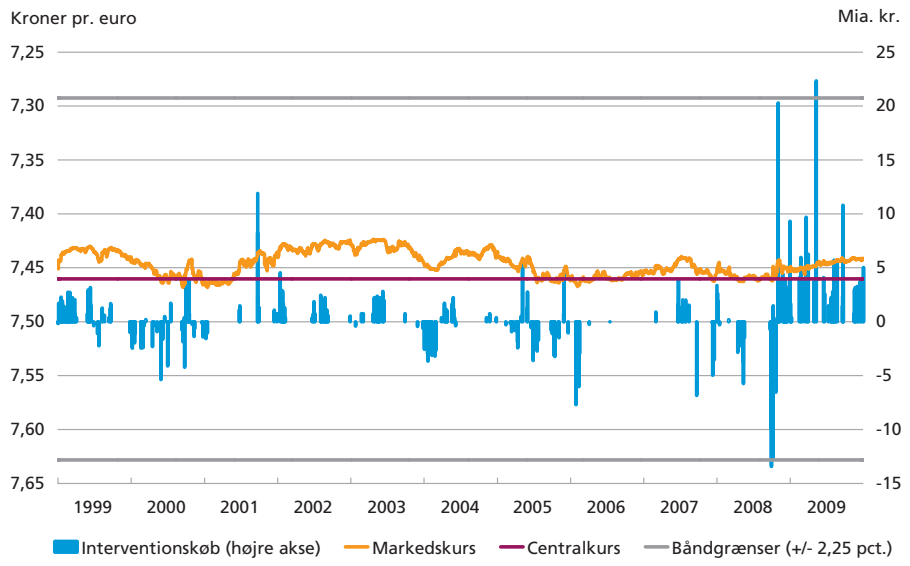
andre optog pengepolitiske lån. De øgede bruttopositioner over for Nationalbanken afspejlede dermed i stort omfang, at pengeinstitutter med et likviditetsoverskud placerede det i Nationalbanken frem for at videreudlåne likviditeten. Institutter med et finansieringsbehov måtte derfor optage pengepolitiske lån frem for at låne i pengemarkedet. Fra oktober 2008 understøttede Bankpakke 1 institutternes indbyrdes likviditetsudveksling. Rentemarginalen mellem Nationalbankens udlånsrente og indskudsbevisrenten, som blev indført i juni 2009 for at give institutterne et incitament til i højere grad at udligne likviditetsforskelle indbyrdes frem for at benytte Nationalbankens faciliteter, har også medvirket til reduktionen af institutternes bruttopositioner over for Nationalbanken.

Særligt nogle af de små og mellemstore pengeinstitutter blev ramt af problemerne på pengemarkedet. De små og mellemstore institutter betalte i gennemsnit en betydelig præmie på usikrede dag til dag-lån i efteråret 2008 på 0,25-0,5 procentpoint, jf. figur 5, venstre side, og i perioder for nogle institutter 2-3 procentpoint. De små institutter blev nødt til at øge antallet af lån og modparter for at sikre deres finansiering, og de omtrent fordoblede antallet af lån og modparter i forbindelse med, at uroen brød ud i sommeren 2007, jf. figur 5, højre side.

HVAD SKETE DER PÅ VALUTAMARKEDERNE OG MED KRONEN?

Kronen kom under pres, da internationale investorer trak sig ud af mindre valutaer i efteråret 2008. Manglen på valuta medvirkede også til presset på kronen, da nogle investorer indfriede deres lån i valuta i stedet for at forny dem og i stedet finansierede sig i kroner. Det øgede efterspørgslen efter valuta i forhold til kroner. Der var desuden indika-

KRONENS KURS OVER FOR EURO OG INTERVENTIONSKØB Figur 6



Anm.: Centralkurs og båndgrænser i ERM2. Omvendt skala på venstre akse. Daglige interventioner. Sidste observation 30. december 2009.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

tioner på, at nogle investorer spekulerede i, at Nationalbanken ikke ville være i stand til at opretholde fastkurspolitikken. Den danske fastkurspolitik over for euro indebar, at Nationalbanken intervenerede for betydelige beløb, jf. figur 6, og de danske pengepolitiske renter blev forhøjet i en periode, hvor centralbankerne generelt nedsatte renterne. Transmissionen fra de pengepolitiske renter til kronekursen blev svækket betydeligt, og det var umuligt umiddelbart at erstatte udstrømningen fra valutareserven med statslige valutalån, da krisen var på sit højeste.

Nationalbankens tiltag bidrog til at stabilisere kronekursen. Statens udstedelse af 30-årige statsobligationer, som var stærkt efterspurgt af den danske pensionssektor, og Bankpakke 1 bidrog også til at stabilisere situationen.[1] Under krisen forblev kronen stabil, tæt på centralkursen over for euro.

KONKLUSION: ERFARINGERNE FRA KRISEN

Krisen har vist, at det er vigtigt, at pengeinstitutterne indretter deres likviditetssyring, så de begrænser deres afhængighed af enkeltmarkeder, hvor likviditeten kan forsvinde med stor hast. Nationalbanken og

[1] Udstedelsen af 30-årige statsobligationer understøttede efterspørgslen efter kroner i den udstrækning, at pensionsselskaberne solgte europæiske obligationer for at købe danske statspapirer.

Finanstilsynet har på den baggrund styrket deres overvågning af pengeinstitutternes likviditet.

Krisen medførte, at spændet mellem de usikrede og sikrede danske pengemarkedsrenter blev øget. Det danske spænd blev i den første del af krisen i høj grad drevet af likviditetsforholdene i euroområdet. I løbet af 2009 blev spændet hovedsageligt udtryk for en kreditpræmie. Det afspejler, at krisen gik fra at være en likviditetskrise til at være en kreditkrise.

Et andet krisetegn var, at penge- og realkreditinstitutter med et likviditetsoverskud i stigende omfang valgte at placere det i Nationalbanken frem for at videreudlåne likviditeten. Institutter med et finansieringsbehov måtte derfor låne i Nationalbanken frem for at låne i pengemarkedet. Den manglende udveksling af likviditet på pengemarkedet viste sig i slutningen af 2008 ved, at institutterne under ét samtidig lånte og placerede i Nationalbanken for op til 280 mia. kr. Denne bruttoopbygning blev efterfølgende reduceret. Nationalbankens indførelse af en rentemarginal mellem udlåns- og indskudsbevisrenten i juni 2009 medvirkede hertil.

Særligt nogle af de små pengeinstitutter blev ramt af problemerne på pengemarkedet. Sammenlignet med store institutter betalte de små i slutningen af 2008 i gennemsnit en merrente på 0,25-0,5 procentpoint for lån i dag til dag-pengemarkedet, der er centralt for institutternes løbende likviditetsstyring. I enkelte tilfælde var præmien for nogle institutter på 2-3 procentpoint. De små institutter fordoblede antallet af modparter. De var nødt til at øge antallet af modparter for at sikre deres likviditet.

Nationalbankens pengepolitiske instrumenter viste sig under krisen at være robust indrettet, og det var ikke nødvendigt at justere deres udformning. Det åbne vindue ved Nationalbankens markedsoperationer, der indebærer, at institutterne kan opnå den mængde lån, som de efterspørger, den brede adgang til instrumentariet og det dybe sikkerhedsgrundlag gav pengeinstitutterne stor fleksibilitet med hensyn til at opnå den likviditet, som de efterspurgte.

Krisen viste, at der i en situation med pres på kronen kan være behov for større beløb til intervention, end hvad tidligere erfaringer tilsagde. Nationalbanken har mere end fordoblet valutareserven i forhold til situationen, før presset på kronen for alvor satte ind.

Pengeinstitutternes afhængighed af finansiering i dollar og euro viste også, at der kan opstå behov for, at Nationalbanken foretager udlån af valuta fra valutareserven.

Under krisen foretog Nationalbanken dog primært udlån af valuta via swapaftaler med Fed og ECB, og kun i begrænset omfang fra valutare-

serven. Regressionsanalyserne viser, at disse aftaler var effektive til at forbedre likviditetsforholdene i dollar og euro. Det afspejler, at markedsdeltagerne blev beroliget af Feds og ECB's opbakning til at sikre finansieringen i de to valutaer. Aftalerne reducerede afvigelsen fra den dækkede renteparitet mellem kroner og dollar med 70 basispoint, mens reduktionen af afvigelsen fra den dækkede renteparitet mellem kroner og euro var på omkring 60 basispoint. Resultaterne er i tråd med lignende undersøgelser for andre lande.

Afviklingstider for betalinger i Danmark

Jesper Bakkegaard, Tommy Meng Gladov og Anders Mølgaard Pedersen, Betalingsformidlingskontoret

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Når borgere i Danmark betaler med dankort eller overfører penge via netbank, skal bankerne bogføre på kundekonti og udveksle beløb mellem hinanden. Disse betalinger er derfor, modsat kontantbetalinger, forbundet med en vis afviklingstid, der afhænger af indretningen af betalingssystemet. I dag tager det som hovedregel minimum én dag at gennemføre en dankortbetaling eller netbankoverførsel.

En afviklingstid for betalinger på én eller flere dage er utidssvarende, når det via computere og mobiltelefoner er blevet almindeligt at udveksle data med det samme. Desuden er der risiko for, at det vil gøre det vanskeligere at udbrede nye effektive betalingsformer, fx pengeoverførsler via mobiltelefonen, der kræver hurtig afvikling, hvis kunderne skal opleve de fulde fordele.

I flere lande, som Danmark ofte sammenlignes med, er de nationale betalingssystemer de seneste år blevet omlagt, så afviklingstiden for betalinger er nedbragt. Typisk er det i disse lande blevet muligt at gennemføre en betaling inden for samme dag – og i enkelte tilfælde endda omgående – vel at mærke, selv om betaler og modtager er kunder i forskellige banker.

En arbejdsgruppe ledet af Nationalbanken analyserede i 2009 afviklingstiden for betalinger i Danmark. Det skete på anmodning af økonomi- og erhvervsministeren, som af Folketinget var blevet opfordret til at undersøge, hvorfor afviklingstiderne i Danmark var længere end i Holland og Storbritannien. Arbejdet mundede ud i en rapport med anbefalinger, der kunne føre til en hurtigere betalingsafvikling.

Bankernes brancheorganisation, Finansrådet, har siden vurderet, at den fordyrelse af infrastrukturen, som anbefalingerne vil medføre, ikke står mål med gevinsten for kunderne. Nationalbanken har derfor besluttet, at arbejdsgruppen skal fortsætte og inden udgangen af i år udarbejde et beslutningsgrundlag med konkrete tiltag, der kan reducere afviklingstiden for betalinger i Danmark.

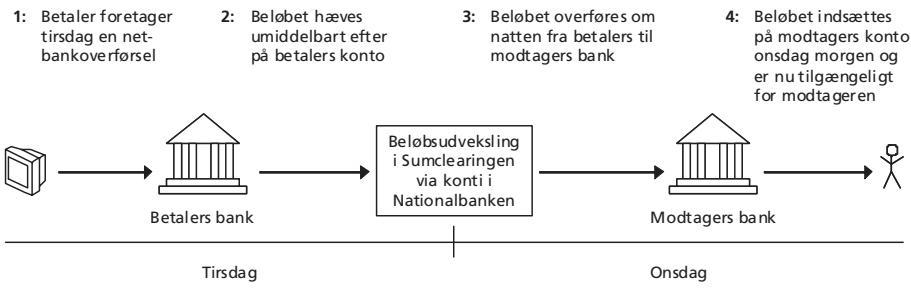
BETALINGSAFVIKLING I DANMARK

Når en borger i Danmark betaler en regning ved at lave en overførsel fra sin netbank, kan forløbet beskrives i følgende trin, jf. figur 1:

1. *Betalingen foretages*. I sin netbank indtaster borgeren, dvs. betaler, beløb, modtagers kontonummer og eventuelt betalingsdato. Hvis der er tale om et indbetalingskort, skal betaler i stedet for et kontonummer anføre en kode, som identificerer betalingen. Endelig skal betaler typisk bekræfte overførslen ved en personlig kode.
2. *Beløbet hæves på betalers konto*. Hvis overførslen foretages på en hverdag, fx tirsdag som i figur 1, vil det ske umiddelbart efter, at betaler har bekræftet overførslen. Betalers bank vil i praksis overføre det hævede beløb til en særlig konto, en såkaldt mellemregningskonto, som betaler ikke kan råde over.
3. *Beløbet overføres fra betalers til modtagers bank*. Det foregår i betalingssystemet Sumclearingen, jf. boks 1. Her opsamles dagens betalinger, inden der om natten udveksles penge mellem bankerne. Beløbet fra en betaling foretaget tirsdag vil således blive overført fra betalers til modtagers bank natten mellem tirsdag og onsdag.
4. *Beløbet indsættes på modtagers konto*. Det sker morgenen efter, at pengene er overført til modtagers bank i nattens afvikling. Beløbet fra en netbankoverførsel foretaget tirsdag vil derfor blive indsat på modtagers konto onsdag. Modtager kan herefter råde over pengene, og betalingen er afsluttet.

Udvekslingen af penge mellem bankerne i Sumclearingen foregår på konti i Nationalbanken. Det reducerer de samlede risici ved afviklingen af betalinger og er i overensstemmelse med internationale standarder.

EN NETBANKOVERFØRSEL I DANMARK TRIN FOR TRIN — Figur 1



Anm.: Det antages, at betalingen foretages tirsdag inden kl. 18.00, der er det tidligste skæringstidspunkt for netbankoverførsler til afvikling natten mellem tirsdag og onsdag.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Nationalbanken har den samme rolle ved afvikling af værdipapirhandler i Danmark.

Hvis betaler og modtager er kunder i samme bank, udgår i sagens natur det tredje trin. Banken vil så normalt med det samme hæve pengene

SUMCLEARINGEN — Boks 1

Sumclearingen er det danske system til at afvikle betalinger som kortbetalinger, konto-til-konto-overførsler og overførsler via Betalingsservice. Systemet ejes af Finansrådet, mens Nets (det tidligere PBS) varetager driften. Sumclearingen havde ved udgangen af 2010 133 deltagere, der alle var banker. En del af dem deltog indirekte ved at lade pengeudvekslingen ske via en anden bank.

I Sumclearingen opsamles dagens betalinger i to adskilte forløb, kaldet delclearinger. I den ene, den dokumentløse clearing, foregår det decentralt i bankerne. Her indgår betalinger foretaget af bankernes egne kunder, fx konto-til-konto-overførsler, inkl. netbankoverførsler, afregning af indbetalingskort, kontanthævninger i pengeautomater og checkbetalinger.

I den anden delclearing, PBS-clearingen, opsamles betalingerne centralt i Nets. Den omfatter betalinger med Nets' egne produkter og andre betalinger, som Nets formidler. Det drejer sig primært om dankortbetalinger, overførsler via Betalingsservice, LeverandørService og Overførselsservice samt betalinger med internationale betalingskort.

Ved dagens slutning opgøres bankernes betalingsforpligtelser over for hinanden. Det sker først for den dokumentløse clearing og PBS-clearingen separat og derefter for de to delclearinger lagt sammen. For hver bank fås dermed et samlet beløb, som den enten skal afgive eller modtage fra alle andre banker. Det er den enkelte banks nettoposition i Sumclearingen.

Udvekslingen af nettopositioner mellem bankerne foregår på konti i Nationalbanken. Det sker som hovedregel i én samlet afvikling om natten kl. 01.30. Forinden har bankerne reserveret penge til afviklingen, eventuelt ved at benytte sig af deres mulighed for at låne i Nationalbanken, enten i form af pengepolitiske lån eller lån inden for dagen, mod sikkerhed.

Antallet og værdien af betalinger, der blev afviklet i Sumclearingen i 2010, er vist i tabel 1. Dankortbetalinger tegnede sig for det største antal, mens konto-til-konto-overførsler og betalinger ved hjælp af indbetalingskort stod for den største værdi. Det dækker bl.a. over statslige betalinger, fx bloktilskud til kommunerne og virksomhedernes momsbetalinger.

BETALINGER AFVIKLET I SUMCLEARINGEN I 2010 — Tabel 1

	Antal (mio.)	Værdi (mia. kr.)
Dankort, VisaDankort og hævekort	938,4	329,3
Betalingsservice og LeverandørService	188,1	591,2
Internationale betalingskort	185,8	71,9
Konto-til-konto-overførsler	175,1	3.241,4
Indbetalingskort	114,9	1.161,6
Checks	5,2	131,8
I alt	1.607,5	5.527,3

Kilde: Finansrådet og Nets.

på betalers konto og indsætte dem på modtagers konto, dvs. overførslen afvikles omgående. I det følgende forudsættes det, at betaler og modtager er kunder i forskellige banker.

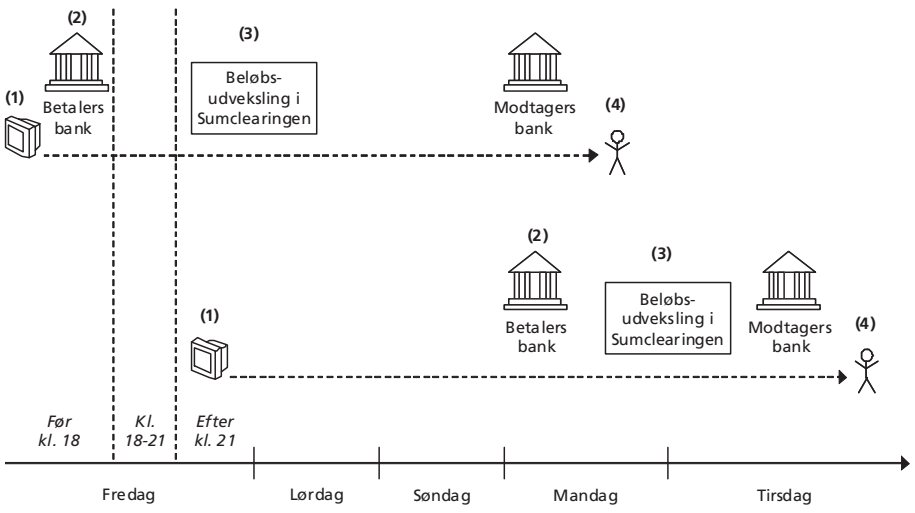
Hvis en netbankoverførsel skal indgå i nattens afvikling, skal den foretages før et skæringstidspunkt, der varierer mellem kl. 18.00 og kl. 21.00 afhængig af betalers bank. En overførsel udført tirsdag kl. 22.00 vil således blive hævet på betalers konto onsdag, afviklet natten mellem onsdag og torsdag og indsat på modtagers konto torsdag.

I forbindelse med weekender er afviklingstiden længere end én dag, jf. figur 2. En overførsel foretaget fredag inden kl. 18.00 vil blive hævet på betalers konto samme dag og afviklet i Sumclearingen natten mellem fredag og lørdag. Beløbet vil dog først blive indsat på modtagers konto mandag, hvilket giver en afviklingstid på 3 dage.

Hvis overførslen foretages fredag efter kl. 21.00, lørdag eller søndag, vil pengene typisk blive hævet på betalers konto mandag. Beløbet vil herefter blive udvekslet mellem betalers og modtagers bank natten mellem mandag og tirsdag og indsat på modtagers konto tirsdag. I det tilfælde er afviklingstiden 2-4 dage.

Helligdage forlænger afviklingstiden for netbankoverførsler. Fx vil en netbankoverførsel foretaget onsdagen før skærtorsdag, efter kl. 21, blive hævet på betalers konto tirsdag efter påske, afviklet i Sumclearingen natten mellem tirsdag og onsdag og indsat på modtagers konto onsdag. Det giver en afviklingstid på 7 dage.

EN NETBANKOVERFØRSEL UDFØRT I FORBINDELSE MED EN WEEKEND — Figur 2



Anm.: (1) Betaler foretager en netbankoverførsel, (2) betalers bank hæver beløbet på betalers konto, (3) bankerne udveksler penge i Sumclearingen via deres konti i Nationalbanken, og (4) beløbet indsættes på modtagers konto.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

AFVIKLINGSTIDER FOR NETBANKOVERFØRSLER Tabel 2

	Før skæringstidspunkt			Efter skæringstidspunkt		
Overførsel foretages	Beløb hæves	Beløb indsættes	Afvik-lingstid (dage)	Beløb hæves	Beløb indsættes	Afvik-lingstid (dage)
Mandag	Man.	Tirs.	1	Tirs.	Ons.	2
Tirsdag	Tirs.	Ons.	1	Ons.	Tors.	2
Onsdag	Ons.	Tors.	1	Tors.	Fre.	2
Torsdag	Tors.	Fre.	1	Fre.	Man.	4
Fredag	Fre.	Man.	3	Man.	Tirs.	4
Lørdag	Man.	Tirs.	3	Man.	Tirs.	3
Søndag	Man.	Tirs.	2	Man.	Tirs.	2
Torsdag før store bededag	Tors.	Man	4	Man.	Tirs.	5
Onsdag før skærtorsdag	Ons.	Tirs.	6	Tirs.	Ons.	7
Onsdag før Kristi himmelfartsdag	Ons.	Man.	5	Man.	Tirs.	6
Fredag før pinse	Fre.	Tirs.	4	Tirs.	Ons.	5

Anm.: Tabellen viser, hvornår beløbet hæves på betalers konto og indsættes på modtagers konto samt afviklingstiden for netbankoverførsler udført på forskellige dage, inkl. i forbindelse med udvalgte helligdage. Skæringstidspunktet kan variere mellem kl. 18.00 og kl. 21.00 afhængig af betalers bank. På lørdage og søndage er tidspunktet for overførslen uden betydning, idet den normalt hæves på betalers konto mandag og indsættes på modtagers konto tirsdag. Afviklingstiden for overførsler udført i forbindelse med Kristi himmelfartsdag og pinse kan forlænges yderligere, hvis grundlovsdag falder på en hverdag omkring disse helligdage.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Tabel 2 indeholder en samlet oversigt over afviklingstider for netbankoverførsler foretaget på hver af ugens dage og udvalgte helligdage.

For dankortbetalinger er forløbet i dag grundlæggende det samme som beskrevet ovenfor. Hvis en kunde betaler med dankort i en forretning tirsdag inden midnat, vil beløbet blive hævet på kundens bankkonto samme dag. Derefter vil det indgå i afviklingen samme nat og blive indsat på forretningens bankkonto onsdag.

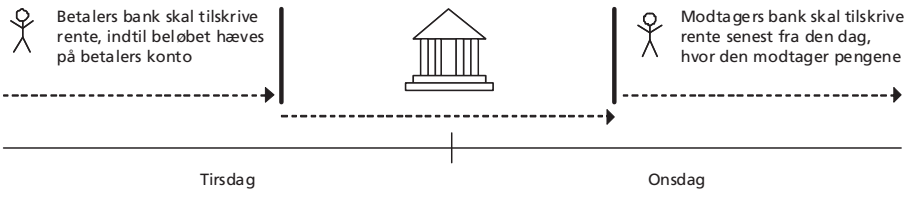
Procedurerne for at bogføre dankortbetalinger blev omlagt i efteråret 2009. Tidligere blev pengene først hævet på kundens konto dagen efter, at betalingen var foretaget, dvs. onsdag, hvis betalingen var sket tirsdag. Ændringen skal ses i lyset af nye regler for rentetilskrivning i forbindelse med betalinger, jf. nedenfor.

Tilskrivning af rente

Afviklingstiden for en betaling har betydning for kundernes tab af rente på det overførte beløb. I Danmark er bankernes rentetilskrivning ved betalinger reguleret i lov om betalingstjenester, der trådte i kraft 1. november 2009 og gennemførte det såkaldte betalingstjenestedirektiv.[1] Før da var der ikke lovgivning på dette område i Danmark.

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

BESTEMMELSER OM RENTETILSKRIVNING I LOV OM BETALINGSTJENESTER Figur 3



Kilde: Danmarks Nationalbank.

Bestemmelserne i loven fastslår, at betalers bank ikke må ophøre med at beregne rente før den dag, hvor pengene hæves på betalers konto, jf. figur 3. Tilsvarende skal modtagers bank begynde at tilskrive rente senest fra den dag, hvor den selv modtager pengene og normalt vil indsætte dem på modtagers konto.

Hvis pengene, som i figur 3, hæves på betalers konto tirsdag, skal betalers bank således tilskrive betaler rente frem til tirsdag. Tilsvarende skal modtagers bank, der modtager pengene onsdag, begynde at tilskrive modtager rente senest onsdag. Ingen af de to banker behøver dog at tilskrive kunderne rente fra tirsdag til onsdag.

Disse bestemmelser begrænser antallet af dage, hvor kunderne mister rente ved betalinger. I praksis vil kunderne kun miste rente for perioden, fra pengene hæves på betalers konto, til de indsættes på modtagers konto. Som det fremgår af tabel 2, er denne periode normalt én dag, medmindre betalingen foretages sent torsdag, fredag før skæringstidspunktet eller før helligdage, hvor den kan være flere dage.

Den mistede rente kan betragtes som et tab for betalingsmodtager. Hvis der fx er betalt for et varekøb med dankort tirsdag, får kunden tilskrevet rente frem til denne dag. Forretningen modtager dog først penge og får tilskrevet rente onsdag, dvs. dagen efter, at varerne er solgt.

Eksemplet med en dankortbetaling tirsdag kan også bruges til at forklare konsekvenserne, hvis bogføringen af disse betalinger ikke var omlagt i efteråret 2009. Tidligere blev pengene for en sådan betaling først hævet på betalers konto onsdag, men banken ophørte normalt med at tilskrive betaler rente allerede tirsdag.

Uden en omlægning af bogføringen af dankortbetalinger havde betalers bank ifølge de nye bestemmelser været nødt til at tilskrive rente frem til onsdag, dvs. dagen, hvor pengene blev hævet. Da modtagers bank skal begynde at tilskrive rente samme dag, ville kunderne dermed ikke længere miste en dags rente.

BETALINGSAFVIKLING I ANDRE LANDE

En række lande har inden for de seneste år omlagt deres betalingssystemer – eller har konkrete planer om at gøre det – med henblik på at reducere afviklingstiden for betalinger. I flere af disse lande er det i dag muligt at gennemføre en betaling inden for samme dag. Det drejer sig bl.a. om Norge, Sverige, Holland og Storbritannien, jf. tabel 3.

Norge

Det har i flere år været muligt at gennemføre bl.a. netbankoverførsler og kortbetalinger inden for samme dag. Betalingerne afvikles i systemet NICS, der tre gange dagligt opgør bankernes indbyrdes forpligtelser. Bankerne udveksler derpå penge på konti i centralbanken, Norges Bank, inden de straks efter bogfører kundernes konti.

Afviklingstiden for en betaling afhænger af, hvornår på døgnet den foretages. Sker det i dagtimerne, tager det typisk ikke længere end 3-4 timer, før beløbet er indsat på modtagers konto. Banksektoren, der ejer NICS, overvejer at indføre en ekstra daglig afvikling, som yderligere vil reducere afviklingstiden.

Sverige

Borgere kan foretage netbankoverførsler, der gennemføres inden for samme dag. Det sker i systemet Dataclearingen, der fire gange om dagen opgør bankernes nettoforpligtelser. Som i Norge udveksles der hver gang penge i centralbanken, Sveriges Riksbank, og umiddelbart herefter bogfører bankerne på kundekonti.

Banksektoren arbejder i øjeblikket på at udvikle et nyt system til at afvikle bl.a. netbankoverførsler. Det er inspireret af det britiske Faster Payments Service, jf. nedenfor, og vil gøre det muligt at foretage over-

OVERSIGT OVER UDVALGTE LANDES BETALINGSSYSTEMER — Tabel 3

	Kan betalinger gennemføres samme dag?	Betalingstyper, der kan gennemføres samme dag	Bogføring af kundekonti før afvikling
Norge	Ja	Alle	Nej
Sverige	Ja	Netbankoverførsler	Nej
Holland	Ja	Alle	Nej
Storbritannien	Ja	Netbankoverførsler	Ja
Danmark	Nej	Ingen	Nej

Anm.: Tabellen viser, om de nationale systemer til afvikling af borgeres betalinger – i Danmark Sumclearingen – giver mulighed for at gennemføre betalinger inden for samme dag. Den svenske banksektor arbejder i øjeblikket på at udvikle et nyt system til at afvikle bl.a. netbankoverførsler, så disse kan gennemføres med det samme.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

førsler, så de er modtageren i hænde på få sekunder, vel at mærke hele døgnet alle ugens dage.

Kortbetalinger afvikles ikke i Dataclearingen, men i systemer ejet af kortselskaber, fx Visa og Mastercard. Afviklingen af disse betalinger strækker sig normalt over minimum én dag, og ligesom i Danmark kan der gå op til flere dage, hvis betalingerne foretages i forbindelse med weekender og helligdage.

Holland

Betalingerne afvikles endnu hyppigere end i Norge og Sverige. I betalingssystemet opgøres bankernes nettopositioner hver halve time, og pengene udveksles på konti i centralbanken, De Nederlandsche Bank. Når bankerne har den fornødne information om betalingerne, bogfører de herefter på kundekonti.

Banksektoren er kendetegnet ved en høj koncentrationsgrad, idet tre banker tegner sig for praktisk talt alle betalinger. Det betyder, at en relativt stor del af betalingerne er mellem kunder i samme bank. Disse betalinger kan gennemføres direkte i den enkelte banks bogføringssystem og dermed med det samme.

Storbritannien

Siden maj 2008 har borgere haft mulighed for at foretage bl.a. netbankoverførsler via Faster Payments Service. Systemet er åbent hele døgnet alle ugens dage og garanterer, at betalinger gennemføres inden to timer. I praksis sker det for mange betalinger med det samme. Det kan lade sig gøre, fordi betalingerne bogføres, før de afvikles.

Der er dog risici forbundet med en sådan praksis, da modtagers bank endnu ikke har modtaget pengene fra betalers bank. Bankerne har imidlertid indført foranstaltninger, der reducerer disse risici, og desuden udveksler de nettopositioner tre gange dagligt på konti i centralbanken, Bank of England.

Faster Payments Service håndterer ikke kortbetalinger, der ligesom i Sverige afvikles i kortselskabernes egne systemer. En kortbetaling i Storbritannien er normalt 2-3 dage undervejs, inden den indsættes på modtagerens konto.

ARBEJDSGRUPPEN OM NATIONALE BETALINGER

Økonomi- og erhvervsministeren bad i 2009 Nationalbanken varetage formandskabet i en arbejdsgruppe, der skulle analysere afviklingstiderne for betalinger i Danmark. Det skete på baggrund af en opfordring fra Folketinget ved behandlingen af lov om betalingstjenester

om at undersøge, hvorfor disse er længere end i Holland og Storbritannien.

Nationalbanken nedsatte en arbejdsgruppe med parter, der har interesse i den danske betalingsinfrastruktur. Arbejdsgruppen fik til opgave at belyse, hvilke tiltag der skulle iværksættes, for at nationale betalinger kunne gennemføres inden for samme dag. Endvidere skulle den vurdere fordele og ulemper ved kortere afviklingstider.

Arbejdsgruppen offentliggjorde en rapport i januar 2010. Den anbefalede at undersøge, hvorledes afviklingen af betalinger i forbindelse med weekender og helligdage kunne flyttes, så de blev gennemført hurtigere, og hvordan der kunne indføres en ekstra daglig afvikling af konto-til-konto-overførsler, herunder betalinger via netbank.

Desuden anbefalede arbejdsgruppen at undersøge, om det var muligt at udskyde bankernes skæringstidspunkt for betalinger til afvikling samme nat. Det ville betyde, at flere betalinger, der var foretaget i aftentimerne, kunne indgå i nattens afvikling og blive bogført på modtagers konto dagen efter.

Finansrådet har efterfølgende vurderet konsekvenserne af at gennemføre rapportens anbefalinger og er nået frem til, at de – bortset fra en udskydelse af skæringstidspunktet, der kan iværksættes uden nævneværdige omkostninger – vil medføre en fordyrelse af betalingsinfrastrukturen, der ikke står mål med gevinsten for kunderne.

Nationalbanken anser derfor ikke, at arbejdsgruppen har færdiggjort det arbejde, som den var nedsat til at udføre. Samtidig har udviklingen i andre lande vist, at der er behov for at overveje andre modeller, der kan føre til hurtigere betalingsafvikling. Nationalbanken har derfor meddelt Økonomi- og Erhvervsministeriet, at arbejdsgruppen vil fortsætte.

I forlængelse heraf har Nationalbanken indkaldt arbejdsgruppen til nye møder. I første omgang skal den udarbejde et beslutningsgrundlag med konkrete tiltag, der kan reducere afviklingstiden for betalinger i Danmark, og en tidsplan. Målsætningen er at have dette arbejde afsluttet inden udgangen af 2011.

50 år med Kvartalsoversigten

Kim Abildgren, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Nationalbankens Kvartalsoversigt er et centralt instrument for Nationalbankens kommunikation af penge- og valutapolitikken over for offentligheden. Endvidere spiller publikationen en vigtig rolle som forum for tilkendegivelse af bankens synspunkter på den del af den almindelige økonomiske politik, der har væsentlig betydning for udøvelsen af penge- og valutapolitikken eller stabiliteten i det finansielle system.

Det første nummer af Kvartalsoversigten udkom i maj 1962, og i 2011 offentliggøres dermed den 50. årgang af publikationen. I artiklen gives et kort rids af de store forandringer, som Kvartalsoversigtens udformning og indhold har undergået i tidens løb.

Den Kvartalsoversigt, som Nationalbanken offentliggør i vore dage, er betydeligt mere informativ end for 50 år siden. Det afspejler en udvikling i retning af større gennemsigtighed i penge- og valutapolitikken, som har karakteriseret centralbanker verden over gennem de seneste par årtier.

KVARTALSOVERSIGTENS OPRINDELSE OG FORMÅL

Forberedelserne til at udgive en ny publikationsserie i form af en Kvartalsoversigt blev påbegyndt i 1961. En del af inspirationen til den ny publikationsserie kunne hentes i Storbritannien, idet Bank of England året før havde introduceret et kvartalsskrift, der ud over statistik ligeledes indeholdt en beskrivelse af den økonomiske udvikling og artikler af mere analytisk karakter, jf. Windram og Footman (2010). Hertil kom, at Nationalbanken regelmæssigt modtog henvendelser fra udlandet om oplysninger om danske penge- og kreditforhold.

Af et internt notat i Nationalbankens arkiv fra november 1961 fremgår, at formålet med at udgive en kvartalsoversigt skulle være:

> "... at skabe bedre kendskab til udviklingen inden for det område, der direkte har tilknytning til Nationalbankens virk-

somhed, d.v.s. penge- og kreditforholdene, renteudviklingen, situationen på kapitalmarkedet, valutastillingen o.s.v. Det ville være på linje med de seneste års udvikling både herhjemme og i udlandet i retning af at give bedre orientering og orientering til flere om samfundsøkonomiske forhold".

Om indholdet af publikationen var tankerne i notatet følgende:

"Ud over tabelafsnittet kunne indledningsvis gives en almindelig orientering, som vel fortrinsvis skulle være af beskrivende art, men som godt i visse situationer kunne indeholde vurderinger. Endvidere kunne en kvartalsoversigt benyttes til at videregive oplysninger af mere speciel art, f.eks. om Nationalbankens henvendelser til bankerne og sparekasserne, om love og bestemmelser vedrørende pengeinstitutternes virksomhed, om love og bestemmelser om valutaforholdene o.s.v. ... Som andre muligheder kunne nævnes gengivelse (eventuelt vedlagt som bilag) af forskellige arbejder fra Nationalbankens side, f.eks. ... gengivelse af foredrag af nationalbankens direktører".

Den i 1961 formulerede målsætning med publikationen og de tanker om dens indhold, som man dengang gjorde sig, kan et langt stykke hen ad vejen siges at være dækkende for Kvartalsoversigtens indhold i vore dage. Det afspejler på den anden side også, at der i 1961 var tale om ganske ambitiøse planer, som det skulle tage en del år at realisere.

DE FØRSTE PAR ÅRTIER

Det første nummer af Nationalbankens Kvartalsoversigt så dagens lys i maj 1962. Publikationen udkom udelukkende i en engelsk version under titlen "Monetary Review" – svarende til den nuværende titel på den engelske udgave af Kvartalsoversigten. Indholdet i publikationen bestod alene af en samling statistiske tabeller og figurer til illustration af de seneste udviklingstendenser i penge- og kreditforholdene i Danmark – helt uden ledsagende tekstbemærkninger.

I november 1970 blev "Monetary Review" forsynet med et tekstafsnit på to sider, som beskrev de "seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene". Dette afsnit blev ligeledes oversat til dansk.

På et møde i Nationalbankens repræsentantskab i marts 1971 blev der efterlyst en dansksproget udgave af den samlede publikation på bag-

grund af et ønske fra et af finansudvalgets medlemmer. Spørgsmålet blev atter taget op på mødet i Nationalbankens bestyrelse i april 1972, og i november 1972 udkom en ren dansksproget version af publikationen under navnet "Kvartalsoversigt".

Afsnittet om de "seneste tendenser i valuta- og pengeforholdene" blev udvidet gennem årene, men var i midten af 1980'erne stadig kun på omkring fem sider. Modsat publikationer fra mange andre landes centralbanker var Nationalbankens Kvartalsoversigt endvidere ikke forsynet med artikler af mere analytisk karakter.

KRITIK FRA "VISMÆNDENE" OG ØGET INFORMATIONSINDHOLD

Et flertal i Folketingets politisk-økonomiske udvalg anmodede i slutningen af 1984 Det Økonomiske Råds formandskab om at udarbejde en redegørelse om penge- og kreditpolitikken i Danmark. I redegørelsen fra "vismændene", der blev offentliggjort i september 1985, blev der rettet kritik mod Nationalbankens informationsvirksomhed:

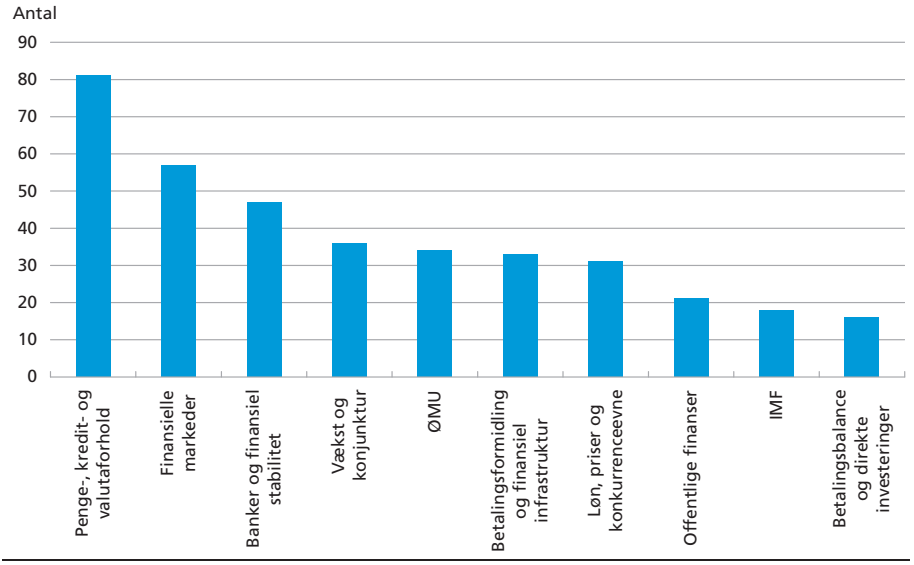
> "Der publiceres ikke i kvartalsskriftet og kun helt undtagelsesvist andetsteds analyser og udredninger fra bankens medarbejdere, således som det er tilfældet i de fleste andre centralbanker. ... Alt i alt forekommer det, at informationsvirksomheden omkring dansk penge- og valutapolitik ikke helt er fulgt med udviklingen i udlandet ..." (Citat fra side 222 i Det Økonomiske Råd, formandskabet (1985)).

For at imødekomme dette ønske om øget information fra Nationalbanken, blev Kvartalsoversigten fra maj 1986 udvidet med en artikeldel:

> "I redegørelsen fra Det økonomiske Råds formandskab ... peges der bl.a. på, at beslutningsprocessen om pengepolitiske spørgsmål har været for lukket, og at Nationalbanken ikke i tilstrækkeligt omfang har bidraget til en ordentlig debat om penge- og valutapolitiske forhold. Nationalbanken har for at imødekomme dette ønske udvidet Kvartalsoversigten med artikler om penge- og valutapolitiske spørgsmål." (Citat fra side 1 i Hoffmeyer (1986)).

Kvartalsoversigtens artikeldel har siden midten af 1980'erne bragt omkring 375 artikler under forfatternavn om penge-, kredit- og valutaforhold, finansielle markeder, banker og finansiel stabilitet mv., jf. figur 1.

ARTIKLER UNDER FORFATTERNAVN I KVARTALSOVERSIGTEN 1986-2011 Figur 1



Anm.: Dækker Kvartalsoversigten fra og med maj 1986 til og med 2. kvartal 2011. Antal artikler under forfatternavn i Kvartalsoversigten er opgjort inkl. artikler med eksterne skribenter, men ekskl. taler og optryk af artikler publiceret andre steder.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

AFSLUTTENDE BEMÆRKNINGER

I lighed med udviklingen i andre dele af samfundet har der i de seneste årtier været en tendens til, at centralbanker informerer mere om deres opgaver, mål og beslutninger. Den øgede kommunikation med omverdenen antager flere forskellige former, fx hjemmesider, taler og rapporter, jf. Storgaard (2002).

Kvartalsoversigten har over tid undergået en markant udvikling, som ikke er blevet mindre de senere år. I 2007 blev den således udvidet med offentliggørelse af de økonomiske prognoser, som Nationalbanken hidtil havde udarbejdet til internt brug. Senest har Nationalbanken i 2011 introduceret et nyt tillægsbind, "Del 2", til Kvartalsoversigten, som indeholder længere og mere dybtgående analyser af problemstillinger i dansk og international økonomi med særlig relevans for Nationalbankens virke.

Den kontinuerlige udvikling af publikationen er sket med henblik på at sikre, at den også fremadrettet kan tjene som et effektivt instrument for Nationalbankens eksterne kommunikation. Forhåbentlig kan Kvartalsoversigten fortsat i mange år frem fungere som en central kilde til indsigt i den økonomiske og monetære udvikling samt Nationalbankens overvejelser omkring væsentlige problemstillinger relateret til bankens varetagelse af sine opgaver.

LITTERATUR

Det Økonomiske Råd, formandskabet (1985), Dansk pengepolitik under forvandling – En strukturrapport udarbejdet efter anmodning fra folketingets politisk-økonomiske udvalg, Akademisk Forlag.

Hoffmeyer, Erik (1986), Introduktion, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, maj.

Storgaard, Peter Ejler (2002), Valutakursregimer og gennemsigtighed, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

Windram, Richard og John Footman (2010), The history of the Quarterly Bulletin, *Bank of England Quarterly Bulletin*, 4. kvartal.

Niels Bernsteins tale ved Realkreditforeningens årsmøde 30. marts 2011

Væksten i den globale økonomi er taget til det sidste år og er blevet mere robust. Men den seneste tids begivenheder har endnu en gang vist, hvor uforudsigelig verden er. Uroen i Mellemøsten – med væbnet konflikt i Libyen – naturkatastrofen i Japan med de skræmmende følgevirkninger vil ikke standse fremgangen i verdensøkonomien, men vil heller ikke lade den uberørt.

Opsvinget har sammen med en række andre forhold bidraget til, at priserne globalt har taget et hop opad. Inflationen er drevet af stigninger i priserne på fødevarer og råvarer. Råvarepriserne er nu stort set tilbage på det høje niveau, vi så forud for finanskrisen. Udviklingen tyder på, at den finansielle krise kun gav et kortvarigt afbræk i en underliggende tendens til stigende råvarepriser.

Med højere inflation er der udsigt til, at renteniveauet bliver normaliseret hurtigere, end markederne tidligere har forventet. Forankringen af inflationsforventningerne er afgørende for, at den højere prisstigningstakt ikke overvæltes i lønnen og sætter en pris-løn-spiral i gang. Den Europæiske Centralbank har understreget sin vilje til at holde inflationen nede, og der er grund til at forvente, at en ubehagelig pris-lønspiral kan undgås, så længe der mange steder stadig er megen ledig kapacitet og arbejdskraft.

Finanskrisen og ikke mindst den europæiske statsgældskrise har tydeligt vist, at der er behov for et stærkere økonomisk samarbejde i EU. Og foreløbig må man sige, at EU har demonstreret vilje til at styrke samarbejdet. Det første vigtige skridt blev taget i efteråret, hvor Europa-Kommissionen og den såkaldte Van Rompuy-arbejdsgruppe fremlagde forslag til, hvordan stabilitets- og vækstpagten og det øvrige økonomiske samarbejde kan styrkes. Medlemslandene er nu enige om en pakke af ændringer, der bl.a. vil styrke den finanspolitiske disciplin og – som noget helt nyt – indføre en overvågningsmekanisme, der skal modvirke grundlæggende makroøkonomiske ubalancer i EU-landene, herunder også i landene uden for euroområdet.

Et andet vigtigt skridt blev taget den 11. marts, hvor stats- og regeringscheferne fra eurolandene enedes om den såkaldte europagt. Pagten er først og fremmest et stærkt politisk signal om en fælles vilje til at gennemføre initiativer til at styrke konkurrenceevnen, beskæftigelsen,

den finanspolitiske disciplin og den finansielle stabilitet. Danmark har som medlemsland uden for euroen selv kunnet vælge at tilslutte sig pagten. I Nationalbanken har vi med tilfredshed konstateret, at der er en bred tilslutning hertil i Folketinget. Med den tilføjelse, at der vedblivende skal handling bag ordene, for at pagten giver mening.

Det tredje vigtige skridt er enigheden om etableringen af en permanent krisehåndteringsmekanisme – den såkaldte European Stability Mechanism, eller ESM. Det er tanken, at denne gældsfinansieringsmekanisme skal etableres fra midten af 2013 for eurolandene som afløsning for den midlertidige finansieringsordning for eurolande, som er kommet i statsfinansielt uføre. Sigtet er, at denne mekanisme tillige med medfinansiering fra Den Internationale Valutafond og eventuelle bilaterale bidrag, vil kunne medvirke til en hensigtsmæssig håndtering af fremtidige statsgældskriser. Det er en vigtig del af skitsen, at ESM kun vil kunne yde lån i kombination med et makro-økonomisk stabiliseringsprogram med strenge økonomisk-politiske forpligtelser for modtagerlandet.

Fra Nationalbankens side hilser vi disse forbedringer af rammerne for det økonomiske samarbejde velkommen. Med en valuta tæt knyttet til euroen vil det være en fordel for Danmark at være omfattet af de samme overordnede økonomiske rammer som eurolandene og på den måde være med til at understøtte et solidt økonomisk samarbejde i EU. Den egentlige prøve på samarbejdets styrke vil imidlertid først kunne foretages i praksis.

Behovet for et styrket økonomisk samarbejde viser sig bl.a. ved, at der i øjeblikket er stor forskel på, hvordan de enkelte EU-lande klarer sig.

Den gruppe af lande, som klarer sig bedst, er kendetegnet ved en lang periode med moderate lønstigninger i forhold til produktivitetsudviklingen og en afbalanceret udvikling på de offentlige finanser. Det gælder især Tyskland og Sverige. Disse to lande er også karakteriseret ved, at de ikke har haft en bristet boligboble.

På den anden side har vi en gruppe lande med store statsfinansielle problemer og dårlig konkurrenceevne. De store underskud både på statsbudgettet og over for udlandet og den høje offentlige gæld afspejler, at forbrug og investeringer i en lang periode har oversteget landenes produktion. Det kan køre i en periode, men er naturligvis ikke holdbart i længden. Udviklingen i forbrug og investeringer var bl.a. drevet af stærkt stigende boligpriser, der efterfølgende kollapsede.

Danmark ligger vel et sted midt mellem de to yderpunkter.
Dansk økonomi har de sidste fem-seks år været kendetegnet ved en overdreven højkonjunktur efterfulgt af en kraftig recession, som vi først nu langsomt er ved at arbejde os ud af.

I kølvandet på krisen er der sket en kraftig konsolidering i den private sektor. Investeringerne i virksomhederne er små i forhold til indtjeningen, og det private forbrug er det seneste halvandet år steget langt mindre end de disponible indkomster. Det har betydet, at forbrugets andel af de disponible indkomster er lav set i historisk perspektiv. Selv om der er udsigt til en væsentligt lavere vækst i de reale disponible indkomster i de kommende år, forventer vi alligevel en vis stigning i det private forbrug, når forbrugskvoten igen kommer nærmere sit normale niveau. Vi venter også en vis stigning i de private investeringer i takt med, at virksomhederne oplever stigende efterspørgsel fra både hjemmemarkedet og eksportmarkederne.

Disse forhold er baggrunden for Nationalbankens forventning om, at væksten herhjemme i år og de nærmest kommende år vil være knap 2 pct. om året. Det er lidt højere end den forventede vækst i euroområdet, og det er også højere end den underliggende vækst i det danske produktionspotentiale. Der er derfor udsigt til, at nettoledigheden langsomt vil falde ned mod det strukturelle niveau på omkring 100.000 personer. Den strukturelle ledighed er det langtidsholdbare ledighedsniveau, der er foreneligt med en lav og stabil dansk inflation på linje med inflationen i euroområdet.

Selv om produktionstabet under krisen var usædvanligt stort, så kom vi fra så lavt et ledighedsniveau, at nettoledigheden efter krisen ikke ligger væsentligt over det strukturelle niveau. Dertil kommer som nævnt, at der er udsigt til en efter danske forhold ganske pæn vækst i de nærmeste år.

Vi kan også se, at den europæiske statsgældskrise har gjort de internationale investorer langt mere opmærksomme på, om de enkelte lande fører en ansvarlig finanspolitik.

Det er i det lys, man skal se Nationalbankens gentagne opfordringer til at fastholde den stramme finanspolitik, der er planlagt for de kommende år. Der er ikke brug for nye stimuluspakker nu. Skulle der mod forventning komme et nyt tilbageslag i den internationale økonomi, så vil det være trist, hvis Danmark på forhånd har brugt alle finanspolitiske reserver nu, hvor økonomien faktisk er i fremgang.

Skulle det gå bedre end forventet, vil det være skidt på forhånd at have brugt den plads, der er til vækst. Så risikerer vi hurtigt en ny overophedning.

De danske konjunkturudsving i sidste årti blev meget voldsomme. Det skyldtes ikke kun den internationale finanskrise, men var delvis selvforskyldt. Grunden var dels, at finanspolitikken blev lempet under højkonjunkturen, dels at vi på boligmarkedet har fået indrettet nogle strukturer, som forstærker snarere end dæmper konjunkturudsving. Det drejer

sig om fastfrysningen af ejendomsværdiskatten i kroner og indførelsen af nye låneformer, ikke mindst lån med afdragsfrihed. I branchen kaldes det pauselån. I betragtning af at mere end halvdelen af alle realkreditlån nu er uden afdrag, nærmer vi os vist en situation, hvor pausen er blevet en permanent tilstand.

Fastfrysningen betyder, at den effektive ejendomsværdiskat går ned under en højkonjunktur, hvor boligpriserne stiger. Til gengæld betyder fastfrysningen, at ejendomsværdiskatten ikke får lov at falde, når boligpriserne går ned. Analyser i Nationalbankens seneste Kvartalsoversigt viser, at det vil dæmpe prisudsvingene, hvis ejendomsværdiskatten igen får lov at følge udviklingen i boligpriserne.

Vore analyser peger også på, at boligkøberne i et vist omfang betragter afdrag på lån som en omkostning på linje med fx renter og boligskatter. Brug af afdragsfrie lån i boligfinansieringen forstærker derfor udsvingene i boligpriserne. Hvis priserne stiger, betyder lån med afdrag, at den samlede ydelse på lån til boligkøb vokser 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 vores analyse har de afdragsfrie lån forøget boligprisernes op- og nedtur i endnu højere grad end fastfrysningen af ejendomsværdiskatten.

For at dæmpe de store udsving på boligmarkedet har Nationalbanken derfor foreslået, at ejendomsværdiskatten igen gøres afhængig af udviklingen i ejendomsværdierne, og at adgangen til nye realkreditlån med afdragsfrihed langsomt udfases.

Mange har udtrykt bekymring for, at vore forslag kan belaste boligmarkedet for meget. Det gør de ikke; tværtimod er det formålet med forslagene at øge stabiliteten og skabe en forsikring mod for store udsving i begge retninger. Med hensyn til bekymringen for overgangsproblemer til et mere stabilt system, vil jeg gerne understrege to forhold.

For det første berører forslagene ikke de eksisterende lån med afdragsfrihed. Vi har alene foreslået en langsom og lempelig sænkning af belåningsgrænsen for nye realkreditlån uden afdrag.

For det andet har vi ikke foreslået, at man hæver ejendomsværdiskatten tilbage til det noget højere niveau, den havde før indførelsen af skattestoppet fra 2002. Det er en anden diskussion, som jeg vil lade ligge her.

Vi foreslår alene, at man forebygger en yderligere udhuling af ejendomsværdiskatten ved fremover at lade skatten følge udviklingen i

ejendomsværdierne. Det vil virke som en automatisk stabilisator. Kommer der fx en uventet rentestigning, som presser boligpriserne ned, vil ejendomsværdiskatten efter vort forslag automatisk falde, hvilket vil dæmpe faldet i boligpriserne.

Den stabiliserede effekt af disse forslag kan give betydelige samfundsøkonomiske gevinster. Det vil også være i boligejernes interesse. Hvis man afviser vore forslag, skylder man et svar på, hvordan man så vil forebygge fremtidige store udsving på boligmarkedet, der kan true den samfundsøkonomiske og finansielle stabilitet.

Såvel internationalt som i Danmark foregår der en drøftelse af, hvad man kan lære af finanskrisen og af den fremtidige regulering af det finansielle system i lys heraf. I Danmark er debatten imidlertid opdelt på en – efter min opfattelse – kunstig måde. Lidt skarpt sat op kan man sige, at der er stor forståelse for, at kravene til bankerne må skærpes. Derimod synes der ringe forståelse for en tilsvarende overvejelse om realkreditinstitutternes virke. Der er, efter min opfattelse, også behov for at se på realkreditten.

Nationalbankens forslag om at udfase de afdragsfrie lån og ændre på udformningen af ejendomsværdiskatten er et af svarene på, hvad vi har lært af finanskrisen. Forslaget kan endvidere bidrage til at svare på et andet vigtigt spørgsmål: Hvorledes fastholdes sikkerheden i de særligt dækkede obligationer, hvis boligpriserne falder? Jeg har tidligere påpeget, at behovet for at stille supplerende sikkerhed ved boligprisfald kan virke destabiliserende og har opfordret Økonomi- og Erhvervsministeriet til at se nærmere på problemstillingen. Problemet er, at realkreditlån givet på grundlag af særligt dækkede obligationer højst må udgøre 80 pct. af den enkelte boligs værdi. Falder prisen på den enkelte bolig, hvorved det samlede realkreditlån kommer til at overstige 80 pct. af boligens værdi, skal realkreditinstituttet fremskaffe tilsvarende kompenserende sikkerhed for obligationerne. En permanent lavere belåningsgrænse i realkreditten kunne direkte adressere problemet, men som bekendt var der ikke tilslutning hertil, dengang de særligt dækkede obligationer blev indført.

En langsom og skånsom udfasning af afdragsfrie lån kan være med til at løse problemet, da et evt. boligprisfald vil blive afdæmpet og gælden vil blive afdraget, så risikoen for at komme i konflikt med den nævnte regel vil blive mindre. Der er brug for mekanismer, som automatisk bidrager til overholdelsen, så der ikke opstår stort behov for at udstede yderligere gældsinstrumenter i en situation, hvor boligpriserne falder. Men jeg hører gerne andre forslag. Penge er som bekendt vanskeligst at få fat på, når man har mest brug for dem.

Lad mig også gøre nogle bemærkninger om de populære rentetilpasningslån. Lån med variabel rente kan faktisk være med til at stabili-

sere konjunkturudviklingen, når den danske konjunktur er i fase med konjunkturen i euroområdet. I så fald vil vi nemlig "importere" en rente fra eurozonen, som vil passe godt til vor egen konjunktursituation. Er vi ude af fase, er det selvsagt vigtigt, at finanspolitikken kompenserer for det.

Variabelt forrentede lån har gennem en længere årrække været ensbetydende med lave boligudgifter. Den stigende udbredelse af lånene indebærer en stigende renteføl somhed hos husholdningerne. Hvis renten stiger på rentetilpasningsobligationer, må boligejerne betale – også selv om renten stiger ekstraordinært meget, eventuelt i forbindelse med en valutakrise. Det er meget vigtigt, at boligejerne er bevidste om denne risiko og holder luft i budgettet hertil. Det er min opfattelse, at de fleste husholdninger vil være i stand til at modstå de rentestigninger, den almindelige konjunkturudvikling indebærer.

Det jeg er mest bekymret over ved rentetilpasningslånene, er den refinansieringsrisiko, som konstruktionen indebærer. Realkreditinstitutterne yder 30-årige lån, som skal refinansieres med korte obligationer – oftest en gang om året. Her har vi også lært af finanskrisen, at der faktisk er risiko for, at sådanne markeder periodevis ikke fungerer, eller at renten bliver ekstraordinært høj.

Som nævnt ved flere lejligheder er spredning af auktionerne godt, og jeg vil gerne – igen – kvittere for de initiativer, der er taget til at fremme det. Og kraftigt opfordre alle institutter til at følge trop.

Refinansieringsrisikoen er som nævnt en del af produktdesignet. Det er netop den risiko, som den kommende regulering om stabil finansiering – med rette adresserer. De nærmere detaljer er ikke fastlagt, men efter planen har den virkning fra 2018. Det kræver en større strukturtilpasning og er ikke klaret med et snuptag. Realkreditmarkedet er lidt af en supertanker. Det tager tid at vende skuden og foretage en glidende tilpasning. Forberedelse skal derfor påbegyndes i god tid. Allerede nu bør realkreditinstitutterne udvikle produkter, som adresserer refinansieringsrisikoen på forsvarlig vis.

Jeg har i øvrigt understreget over for institutterne, at anvendelse af Nationalbankens udlånsfaciliteter ikke er en acceptabel måde at håndtere refinansieringsrisikoen på. Dette budskab vil jeg gerne benytte lejligheden til at gentage. Adgangen til at belåne værdipapirer i Nationalbanken er forbeholdt sædvanlige pengepolitiske operationer. Hvis vi oplever, at systemet misbruges i den forstand, at belåningsmuligheden bruges til at holde hånden under boligmarkedet, vil vi gribe ind, og i givet fald tage en kammeratlig snak med instituttet. Det har vi gjort før. Belåningsmuligheden må ikke indgå som en forudsætning for et bestemt realkreditprodukt.

Jeg har i dag givet en række bud på, hvorledes reguleringen af en række forhold vedrørende realkreditten bør ændres, så systemet bliver mere fremtidssikret. Finanskrisen har vist, at de sjældne ulykker sker engang imellem. Den finansielle regulering må tage højde herfor. Den lære gælder ikke blot for banker – men også for realkreditinstitutter.

Afslutningsvis vil jeg gerne takke Foreningen for det gode samarbejde i årets løb og for muligheden for at komme til orde her i dag.

Tak for opmærksomheden.

Niels Bernsteins tale ved Realkreditrådets årsmøde 27. april 2011

Væksten i den globale økonomi er fortsat robust og i stigende grad selvbærende. Den Internationale Valutafond, IMF, har nedjusteret forventningerne til væksten i år en smule i USA, Japan og Storbritannien, mens væksten er opjusteret for Tyskland. Det er bl.a. de høje energi- og råvarepriser, der ventes at tage toppen af væksten.

Stigningen i energi og råvarepriserne har bidraget til at øge prisstigningstakten verden over, ikke mindst i mange udviklingslande. I euroområdet var inflationen i marts 2,7 pct. og dermed væsentligt over det mellemfristede mål på lige under 2 pct.

Den Europæiske Centralbank, ECB, vurderer, at der er opadrettede risici med hensyn til inflationsudviklingen i euroområdet. På den baggrund satte ECB i begyndelsen af måneden udlånsrenten op med 0,25 pct., efter at den havde været uændret i næsten to år på et meget lavt niveau. Nationalbankens rente fulgte med opad.

Gældskrisen i EU udvikler sig stadig. Portugal har nu – endelig vil nogen sige – anmodet EU og IMF om finansiel hjælp. Situationen kompliceres af uafklarede politiske forhold i Portugal, der frem mod valget i juni ledes af et forretningsministerium. Det er tilkendegivet, at vilkårene for en hjælpepakke vil blive skrappere end den reformpakke, regeringen faldt på – og at en bred politisk aftale skal findes inden valget. Vurderet ud fra udviklingen i rentespænd synes der at være en afkobling af markedernes vurdering af på den ene side situationen i de tre problemlande: Portugal, Irland og Grækenland og resten af euroområdet, herunder Spanien og Italien på den anden side. Det er positivt og giver håb om, at det vil lykkes at inddæmme gældskrisen i EU.

Vender vi os mod dansk økonomi, kan vi konstatere, at også herhjemme tegner opsvinget sig stadigt tydeligere. Den negative vækst i 4. kvartal sidste år var efter alt at dømme en enlig svale. Nationalbanken venter en vækst i år på lige under 2 pct. Det er værd at bemærke, at dette er over EU-gennemsnittet. Udviklingen i husholdningernes disponible indkomster vil godt nok udvikle sig markant svagere end sidste år. Men de meget lave forbrugs- og investeringskvoter i udgangssituationen gør – sammen med stærk vækst på nogle af vore største eksportmarkeder – at vi alligevel forventer en vis vækst i det private forbrug og erhvervsinvesteringerne. Fremdriften i dansk økonomi er formentlig så

stærk, at en gradvis stigning i de korte renter til et mere normalt niveau næppe vil slå konjunkturen ned, selv om det isoleret set har en afdæmpende effekt.

Det positive billede underbygges af udviklingen på arbejdsmarkedet. Efter at have ligget fladt en tid faldt bruttoledigheden i februar med 3.000 personer. Selv om det nok er for optimistisk at gøre sig håb om fald af samme størrelsesorden de kommende måneder, tyder tallene på, at ledigheden har toppet på et niveau, der er betydeligt lavere end tidligere forventet. Den aktuelle ledighed ligger kun lidt over det strukturelle niveau.

Der er derfor ikke behov for at lempe finanspolitikken i forhold til de planer, der er lagt for de næste par år. En ekspansiv finanspolitik på nuværende tidspunkt risikerer let på uheldig vis at komme til at forstærke konjunkturen i stedet for at udjævne den, sådan som det skete under den seneste højkonjunktur forud for finanskrisen.

Regeringen fremlagde for et par uger siden sin 2020-plan. Planen indeholder en kvantificering af den udfordring, som vi står over, hvis der skal sikres balance på de offentlige finanser i 2020. Den indeholder også forslag til, hvordan udfordringen tackles. Det vil jeg gerne kvittere for.

Nogle af forudsætningerne bag 2020-planen er meget ambitiøse, ikke mindst målsætningen om en meget lav vækst i det offentlige forbrug det næste årti. Det er imidlertid helt afgørende, at væksten i det offentlige forbrug kommer under kontrol. Uden det får vi ikke balance på de offentlige finanser, men vil styre mod en uholdbar gældsudvikling, som kun vil gøre problemerne større. I modsætning til mange andre lande, har vi i Danmark kun et begrænset spillerum på indtægtssiden på grund af vores i forvejen høje skatter. Derfor skal balancen først og fremmest findes på udgiftssiden.

Hvis man ser på, hvorledes det offentlige forbrug har udviklet sig i procent af bruttonationalproduktet, BNP, over de sidste 50 år, dvs. fra velfærdsstatens begyndelse til i dag, er der to iøjnefaldende træk. For det første har der i hele perioden – bortset fra Schlüter-regeringens første fire år – været en opadgående tendens i det offentlige forbrug i forhold til vores samlede produktion. For det andet er det bemærkelsesværdigt, at denne udvikling har fundet sted, uanset hvilken farve regeringen har haft.

Det er ikke overraskende, at væksten i det offentlige forbrug var stærkest i velfærdsstatens første 25 år, hvor kvindernes uddannelses- og erhvervsdeltagelse var hastigt voksende. Det har derimod ikke været tilfældet de seneste 25 år – men alligevel er det offentlige forbrugs andel af den samlede produktion vokset – om end langsommere. Min konklusion er, at der i Danmark er et indgroet pres for at løse problemer ved

hjælp af større offentlige udgifter, både blandt politikere og befolkningen i almindelighed, dvs. hos os alle. Denne tendens ændres ikke uden en omfattende holdningsændring; til den ende kan lovfæstede styringsmekanismer, som lægger låg på de offentlige udgifters andel af BNP være en god begyndelse. Men det bliver svært – endog meget svært! Men uomgængeligt.

Selv om forslagene i 2020-planen alle skulle blive vedtaget, er der stadig udsigt til en lang periode med vedvarende underskud på de offentlige finanser efter 2020. Så på trods af, at underskuddet i det grundforløb, der opstilles af regeringen, holder sig pænt inden for 3-procentsgrænsen, risikerer vi stadig at blive ramt af store offentlige underskud i forbindelse med de konjunkturtilbageslag, der erfaringsmæssigt indtræffer indimellem. Det er derfor vigtigt at have nogle automatisk stabiliserende mekanismer, der kan dæmpe konjunkturudsvingene.

Det er først og fremmest på den baggrund, at man skal se Nationalbankens forslag om udfasning af de afdragsfrie lån samt en ejendomsværdiskat, der følger udviklingen i boligpriserne. Begge forslag vil kunne bidrage til at dæmpe udsvingene på boligmarkedet og dermed i økonomien som helhed.

Ud over at styrke de offentlige finanser er der behov for at fremme væksten i dansk økonomi. Her tænker jeg først og fremmest på tiltag, der kan øge den potentielle produktion. Den øges ikke ved ekspansiv finanspolitik, men ved gennem strukturelle reformer at forbedre de økonomiske rammebetingelser og øge arbejdsudbuddet.

En udfasning af efterlønnen er et eksempel på en sådan reform. Der fokuseres i debatten overvejende på, hvor meget en afskaffelse af efterlønnen kan forbedre de offentlige finanser. Det er også et vigtigt aspekt, men det glemmes ofte, at en afskaffelse også med stor sikkerhed kan bidrage til i udfasningsperioden at øge den potentielle vækst i økonomien ved at forebygge fald i arbejdsstyrken. Afskaffelse af efterlønnen kan således bidrage til *både* at forbedre de offentlige finanser *og* styrke vækstpotentialet i økonomien og dermed varigt forbedre velstanden. Det er der ikke mange alternative tiltag, som kan matche.

Størrelsen af den potentielle vækst har betydning for, hvor svært det bliver at nå målsætningen i 2020-planen om, at de offentlige forbrugsudgifters andel af det konjunkturrensede BNP skal ned fra 29 til 27 pct. Des lavere potentiel vækst, des mere smertefuld bliver den proces. I de kommende årtier har vi demografien imod os. Udviklingen i produktiviteten bliver helt afgørende for, hvor hurtigt den danske økonomi kan vokse.

ECB's ekstraordinære tiltag under krisen med tilførsel af likviditet til markedet medførte i en periode meget lave markedsrenter i euro.

Spændet til de tilsvarende danske renter blev udvidet og gav kapitalindstrømning og tendens til styrkelse af kronen. For at holde kronen stabil over for euro købte Nationalbanken i 1. halvår 2010 valuta i markedet og satte samtidig gentagne gange ensidigt sine rentesatser ned. Fra foråret 2010 var det kun renten på indskudsbeviser og foliorente, der blev sat ned, mens udlånsrenten blev fastholdt, så spændet til ECB's styringsrente forblev på 0,05 procentpoint.

Likviditetsforholdene i euroområdet er nu på vej mod en normalisering, og pengemarkedsrenterne i euroområdet nærmer sig igen ECB's styringsrente. I den udstrækning de højere markedsrenter i euroområdet fører til pres på kronen, vil Nationalbanken følge sædvanlig praksis, herunder forøge sine rentesatser i nødvendigt omfang. Det vil gælde såvel udlåns- som indlånsrenterne. Der er ingen planer om at ændre på princippet om, at indskudsbevisrenten og udlånsrenten er forskellige.

I den offentlige debat fokuseres nu og da på, at danske husholdningers bruttogæld er høj målt i forhold til BNP eller husholdningernes disponible indkomst. Samtidig er husholdningernes pensions- og boligformuer dog også store. Da aktiverne er mindre likvide end passiverne, medfører det en vis sårbarhed.

Den høje bruttogæld afspejler først og fremmest husholdningernes lån i boligen. Det må igen ses på baggrund af det effektive danske realkreditsystem, som adskiller sig væsentligt fra, hvad man finder de fleste andre steder.

Trods den høje bruttogæld er danske husholdninger kommet godt igennem den finansielle krise. Tabene i banksektoren har været begrænsede set i forhold til krisen i begyndelsen af 1990'erne, og tabene kan kun i beskedent omfang henføres til husholdningssektoren. Realkreditinstitutternes restanceprocenter er ligeledes små og faldende.

Ikke desto mindre er det min opfattelse, at husholdningernes høje gæld gør, at deres modstandskraft bør styrkes. Det er jo ikke sikkert, at der er skattelettelser, SP-udbetaling og meget lav rente, næste gang krisen banker på. Risikoen for teknisk insolvens og manglende mobilitet er en følgesvend til den høje gæld.

Siden indførelsen af muligheden for at udstede såkaldt særligt dækkede obligationer, SDO, i 2007 i stedet for traditionelle realkreditobligationer, har disse papirer udgjort en stadigt større andel af de udestående realkreditobligationer. De udgør i dag 60 pct. af det samlede udestående.

Som bekendt er der knyttet det krav til SDO'erne, at værdien af det enkelte lån til enhver tid højst må udgør 80 pct. af den bagvedliggende sikkerhed. Falder huspriserne, skal realkreditinstitutterne stille supplerende sikkerhed. Finansieringen kan bl.a. ske ved at udstede ringere

pantsikrede junior covered bonds. Provenuet heraf anvendes til køb af fx statspapirer, som indlægges som supplerende sikkerhed. I 2008 udgjorde behovet for supplerende sikkerhed ved et boligprisfald på 10 pct. efter vores skøn ca. 25 mia. kr. I 2010 skønnes det samlede behov for supplerende sikkerhed ved et tilsvarende boligprisfald at være steget til mere end 100 mia. kr., især som følge af SDO'ernes større udbredelse. Nationalbanken finder det derfor tilfredsstillende, at økonomi- og erhvervsministeren har imødekommet ønsket om en nærmere udredning af denne problemstilling. Der er tale om en voksende risiko, som må adresseres i tide. Nationalbanken har tidligere peget på muligheden af at nedsætte lånegrænsen for realkreditlån.

En anden genganger er refinansieringsrisikoen i forbindelse med rentetilpasningslån – både i kroner og i euro. Ved at sprede refinansieringsauktionerne ud over året, reduceres omfanget af de rentetilpasningslån, som i givet fald ville blive berørt af et sammenfald mellem en auktionstermin og et helt eller delvis markedssammenbrud. Nationalbanken tager positivt imod indbydelsen fra Realkreditrådet og Realkreditforeningen til at deltage i et udredningsarbejde, som har til formål at reducere refinansieringsrisikoen for rentetilpasningslån.

Med disse ord vil jeg gerne takke for et godt samarbejde med Realkreditrådet og dets medlemmer i årets løb.

Tak for opmærksomheden.

Pressemeddelelser

17. MARTS 2011: NY SKIBSMØNT MED EMMA MÆRSK SOM MOTIV

I morgen udsender Nationalbanken en ny 20-kronemønt med containerskibet Emma Mærsk som motiv. Det er den niende temamønt i serien med skibe som motiv.

Emma Mærsk er indtil nu verdens største og længste containerskib. Det blev sat i drift i slutningen af 2006 og sejler i fast rutefart mellem Fjernøsten og Europa gennem Suez-kanalen.

Kunstneren bag mønten er billedhugger Torben Ebbesen. Tidligere har han skabt motiverne til skibsmønten Selandia og til H.C. Andersen eventyrmønten med Nattergalen.

Mønten med Emma Mærsk fremstilles i 0,8 mio. eksemplarer. Den har samme størrelse og er af samme materiale som de almindeligt cirkulerende 20-kroner. På møntens forside vises Dronningens portræt.

Den nye temamønt sættes i omløb fra i morgen. Den kan købes i vissepengeinstitutter, i Nationalbankens Hovedkasse og bestilles på Den Kgl. Mønts hjemmeside, www.kgl-moent.dk.

7. APRIL 2011: RENTEFORHØJELSE

Nationalbankens udlånsrente og renten på indskudsbeviser forhøjes med 0,25 pct. til henholdsvis 1,30 pct. og 0,95 pct. Foliorenten og diskontoen forhøjes ligeledes med 0,25 pct. til henholdsvis 0,85 pct. og 1,0 pct. Forhøjelsen har virkning fra 8. april 2011.

Renteforhøjelsen har baggrund i, at Den Europæiske Centralbank, ECB, har forhøjet renten ved sine primære markedsoperationer med 0,25 pct. til 1,25 pct.

Nationalbankens rentesatser er herefter:

Udlånsrenten: 1,30 pct.

Renten på indskudsbeviser: 0,95 pct.

Foliorenten: 0,85 pct.

Diskontoen: 1,0 pct.

17. MAJ 2011: DEN NYE SEDDELSERIE ER NU KOMPLET

Den 24. maj udsender Nationalbanken den nye 1000-kroneseddel, som har Storebæltsbroen og Solvognen som motiv. Danmarks nye seddelserie med motiver af broer og oldtidsfund er dermed komplet.

Nationalbankdirektør Nils Bernstein: "1000-kronesedlen er den sidste og største seddel i serien. Det er derfor på sin plads, at 1000-kronesedlen har det mest markante danske broanlæg, Storebæltsbroen, på forsiden og Danmarks fornemste oldtidsfund, Solvognen, på bagsiden".

Seddelserien er designet af kunstneren Karin Birgitte Lund i samarbejde med Nationalbankens seddeltrykkeri. Karin Birgitte Lund har valgt at fortolke broer som bindeled mellem landsdele og sedlen som bindeled mellem fortid og nutid. Nutiden repræsenteres af broerne, mens fortiden repræsenteres af fem betydningsfulde oldtidsfund fundet i områderne ved broerne.

"I Nationalbanken er vi glade for den nye seddelserie, som både har en høj grad af sikkerhed og er smukt designet af kunstneren Karin Birgitte Lund", siger Nils Bernstein.

Ud over 1000-kronesedlen består seddelserien af fire sedler:

50-kronesedlen: Sallingsundbroen og Skarpsalling-karret

100-kronesedlen: Den gamle Lillebæltsbro og Hindsgavl-dolken

200-kronesedlen: Knippelsbro og bælteplade fra Langstrup

500-kronesedlen: Dronning Alexandrines bro og bronzespanden fra Keldby.

Baggrunden for den nye seddelserie er ønsket om at anvende den nyeste teknologi og få indarbejdet nye sikkerhedselementer i sedlerne for til stadighed at være foran eventuelle falskmøntnere.

De nye sikkerhedselementer er bl.a. en vinduestråd med bevægeligt bølgemotiv og et avanceret hologram, der reflekterer lyset i forskellige farver. På de nye sedler er der også de sædvanlige sikkerhedselementer som fx vandmærket og den skjulte sikkerhedstråd. Sikkerhedselementerne er de samme på alle de nye sedler.

Alle danske sedler, der er udkommet efter 1945, er fortsat gyldige som lovligt betalingsmiddel og kan omveksles til pålydende værdi i Nationalbanken

7. JUNI 2011: HJULDAMPEREN HJEJLEN PÅ NY SKIBSMØNT

Nationalbanken udsender i morgen en ny 20-kronemønt med hjuldamperen Hjejlen som motiv. Det er den tiende temamønt i serien med skibe som motiv.

Hjejlen er verdens ældste originale kulfyrede hjuldamper i drift. Hjuldamperen, der skulle bruges til at anspore den begyndende turisme til Himmelbjerget, blev bygget i København i 1861 og har således 150-års jubilæum i år.

Kunstneren bag mønten er medaljøren på Den Kgl. Mønt, Henrik Wiberg, som også har skabt motivet til skibsmønten med Kongeskibet Dannebrog.

Mønten med Hjejlen fremstilles i 0,7 mio. eksemplarer. Den har samme størrelse og er af samme materiale som de almindeligt cirkulerende 20-kronemønter. På møntens forside ses Dronning Margrethes portræt.

Den nye temamønt sættes i omløb fra i morgen. Den kan købes i de fleste pengeinstitutter, i Nationalbankens Hovedkasse og bestilles på Den Kgl. Mønts hjemmeside, www.kgl-moent.dk.

Tabelafsnit

Renter og aktiekursindeks 1
Udvalgte poster fra Nationalbankens balance 2
Forskellige faktorers 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. juni 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 AKTIEKURSINDEKS — Tabel 1

Gældende ultimo året/fra	Nationalbankens rentesatser: Diskonto	Udlån	Indskudsbeviser	ECB's rentesats: Primære markedsoperationer, fast rente [1]	Ultimo	Pengemarkedsrente, 3 måneders usikret	Effektive obligationsrenter: 10-årig stat	30-årig realkredit	Aktiekursindeks OMXC20 (tidl.KFX)
	Procent p.a.					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 29 sep ..	1,00	1,25	1,00	1,00	maj 10 ...	0,50	2,69	4,81	388,69
11 dec ..	1,00	1,20	0,95	1,00	jun 10 ...	0,50	2,68	4,80	393,02
2010 8 jan ...	1,00	1,15	0,90	1,00	jul 10 ...	0,55	2,76	4,79	410,83
15 jan ...	0,75	1,05	0,80	1,00	aug 10 ...	0,62	2,16	4,09	396,38
26 mar .	0,75	1,05	0,70	1,00	sep 10 ...	0,55	2,35	4,15	416,96
20 maj ..	0,75	1,05	0,60	1,00	okt 10 ...	0,90	2,61	4,31	424,20
27 maj ..	0,75	1,05	0,50	1,00	nov 10 ...	0,80	2,82	4,47	424,77
15 okt ..	0,75	1,05	0,60	1,00	dec 10 ...	0,87	2,98	4,53	457,58
29 okt ..	0,75	1,05	0,70	1,00	jan 11 ...	0,84	3,15	4,65	462,11
2011 8 apr ..	1,00	1,30	0,95	1,25	feb 11 ...	0,82	3,17	4,71	473,64
	|	|	|	|	mar 11 ...	0,92	3,39	5,23	467,15
					apr 11 ...	1,02	3,27	5,19	462,81
9 jun ..	1,00	1,30	0,95	1,25	maj 11 ...	1,04	3,03	5,11	456,25

[1] Til og med 7. oktober 2008 minimumsbudrente.

UDVALGTE POSTER FRA NATIONALBANKENS BALANCE — Tabel 2

Ultimo	Valutareserven	Seddel- og møntomløb	Statens indestående i Nationalbanken	Penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken			
				Pengepolitiske indlån		Pengepolitiske lån	Nettostilling i alt
				Indskudsbeviser	Nettoindestående på foliokonti		
	Mia. kr.						
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
2010	428,7	62,5	179,4	132,5	14,5	9,3	137,8
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
mar 11	453,9	59,9	242,2	95,0	12,2	7,9	99,4
apr 11	454,1	61,9	244,9	85,5	12,0	0,9	96,6
maj 11	453,4	62,0	245,4	79,4	17,2	0,3	96,4

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	137,8
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	-0,6	-0,4	110,9
okt 10	14,2	4,3	9,9	-7,3	0,1	-7,2	-0,2	2,6	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	1,2	1,2	-1,4	1,8	-4,8	133,0
feb 11	-27,5	9,5	-37,0	0,0	2,2	2,2	0,6	-8,5	-42,6	90,4
mar 11	1,5	-0,2	1,7	-0,4	-0,7	-1,1	1,0	7,4	9,0	99,4
apr 11	12,0	15,1	-3,1	0,0	0,7	0,7	0,2	-0,5	-2,7	96,6
maj 11	9,1	9,5	-0,3	0,0	-0,7	-0,7	0,5	0,3	-0,3	96,4

UDVALGTE POSTER FRA MFI-SEKTORENS KONSOLIDEREDE BALANCE Tabel 4

Ultimo	Balance-sum	Aktiver				Passiver		Uden-landske netto-aktiver[1]
		Indenlandske udlån		Indenlandske værdipapirer		Inden-landske indlån	Udstedte obligati-oner mv.	
		Offentlig sektor	Privat sektor	Obligati-oner mv.	Aktier mv.			
	Mia. kr.							
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
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	1.721,4	-358,1
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	6.091,9	144,2	3.668,2	42,9	81,5	1.400,0	1.702,5	-311,9
feb 11	6.102,8	142,9	3.648,1	45,9	86,6	1.451,9	1.675,0	-274,0
mar 11	6.077,6	146,0	3.672,3	46,3	85,1	1.448,4	1.678,0	-264,5
apr 11	6.052,9	145,5	3.660,1	49,6	83,6	1.463,0	1.684,7	-256,3
	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	...
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	6,0	...
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	-46,5	19,9	-2,1	1,1	...
feb 11	...	8,2	-0,1	-36,4	26,2	2,1	-0,9	...
mar 11	...	7,9	0,3	-40,0	23,1	2,0	-2,1	...
apr 11	...	6,9	0,2	-33,8	20,4	2,9	-0,1	...

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

Ultimo	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
	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	746,6	795,1	188,0	19,6	1.002,7	10,9	143,0	1.156,7
2010	52,6	749,8	802,4	143,9	18,0	964,3	58,2	241,2	1.264,0
apr 10	51,1	779,8	830,9	162,4	16,2	1.009,5	17,2	177,0	1.203,9
maj 10	51,3	789,7	841,0	165,5	16,6	1.023,2	4,4	201,1	1.228,8
jun 10	51,4	776,5	827,9	148,8	17,2	993,9	15,3	210,5	1.219,9
jul 10	51,5	793,3	844,8	158,1	17,2	1.020,1	31,9	247,1	1.299,3
aug 10	51,1	789,3	840,4	155,6	17,2	1.013,1	40,6	254,2	1.308,0
sep 10	51,2	767,4	818,6	133,0	16,6	968,2	43,2	236,4	1.247,9
okt 10	51,8	774,1	825,9	160,6	17,9	1.004,4	33,8	231,8	1.270,1
nov 10	52,1	766,1	818,2	149,2	18,2	985,7	38,4	230,3	1.254,5
dec 10	52,6	749,8	802,4	143,9	18,0	964,3	58,2	241,2	1.264,0
jan 11	50,7	745,8	796,5	140,2	18,0	954,7	49,9	126,9	1.131,8
feb 11	51,7	745,5	797,2	141,6	17,9	956,7	49,6	125,9	1.132,5
mar 11	50,8	729,2	780,0	143,5	16,9	940,5	52,9	154,4	1.147,9
apr 11	52,7	753,4	806,1	138,1	17,1	961,3	43,7	106,3	1.111,5
	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	...	...	5,3	...	...	-5,4	...	...	3,2
2010	...	...	0,9	...	...	-3,8	...	...	9,3
apr 10	...	...	8,0	...	...	-3,2	...	...	2,3
maj 10	...	...	7,6	...	...	-3,1	...	...	2,7
jun 10	...	...	5,9	...	...	-3,5	...	...	3,5
jul 10	...	...	6,8	...	...	-2,8	...	...	6,7
aug 10	...	...	3,7	...	...	-3,7	...	...	8,7
sep 10	...	...	4,8	...	...	-4,4	...	...	4,1
okt 10	...	...	2,3	...	...	-2,6	...	...	5,9
nov 10	...	...	1,1	...	...	-3,3	...	...	6,2
dec 10	...	...	0,9	...	...	-3,8	...	...	9,3
jan 11	...	...	-2,3	...	...	-6,6	...	...	-5,8
feb 11	...	...	-2,6	...	...	-5,6	...	...	-4,3
mar 11	...	...	-4,0	...	...	-5,2	...	...	-4,3
apr 11	...	...	-3,0	...	...	-4,8	...	...	-7,7

[1] Seddel og møntomløb eksklusive pengeinstitutternes beholdning.

UDVALGTE POSTER FRA PENGEINSTITUTTERNES BALANCE — Tabel 6

Ultimo	Balancesum	Aktiver					Passiver	
		Udlån til MFIer	Indenlandske udlån			Beholdning af værdipapirer	Lån fra MFIer	Indlån
			I alt	Heraf: Husholdninger mv.	Heraf: Ikke-finansielle selskaber			
	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
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
feb 11	4.024,0	832,0	1.280,1	558,7	485,2	1.134,6	999,6	1.465,0
mar 11	3.977,1	796,4	1.300,6	565,0	483,1	1.133,3	993,5	1.442,9
apr 11	3.930,7	727,7	1.286,8	559,8	478,6	1.127,4	898,4	1.443,6
	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
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
feb 11	...	-14,2	-4,8	-0,4	-9,2	-3,9	-20,6	3,5
mar 11	...	-16,1	-3,5	-0,3	-9,3	-8,7	-21,4	1,8
apr 11	...	-20,6	-3,5	0,0	-9,4	-5,2	-21,8	0,2

Anm.: Eksklusive danske pengeinstitutters enheder i udlandet.

UDVALGTE POSTER FRA REALKREDITINSTITUTTERNES BALANCE Tabel 7

Ultimo	Balance-sum	Aktiver					Passiver	
		Udlån til MFIer	Indenlandske udlån			Beholdning af værdipapirer	Lån fra MFIer	Udstedte obligationer mv.
			I alt	Heraf: Husholdninger mv.	Heraf: Ikke-finansielle selskaber			
	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	3.960,3	572,7	2.351,3	1.753,3	532,0	926,1	576,9	3.139,8
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	3.960,3	572,7	2.351,3	1.753,3	532,0	926,1	576,9	3.139,8
jan 11	3.206,3	454,4	2.350,5	1.751,4	533,2	302,4	515,7	2.481,6
feb 11	3.226,3	455,3	2.349,7	1.749,0	534,8	312,5	525,5	2.487,0
mar 11	3.432,6	509,9	2.354,7	1.748,4	539,1	465,1	562,9	2.635,3
apr 11	3.202,2	451,5	2.356,3	1.751,7	539,0	297,5	506,8	2.482,4
	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	...	11,8	3,2	2,4	6,2	-0,2	7,0	3,0
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	...	11,8	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
feb 11	...	3,9	2,7	1,9	5,6	7,5	6,0	1,7
mar 11	...	1,9	2,7	1,7	6,3	35,0	11,9	3,7
apr 11	...	6,3	2,5	2,0	5,1	3,7	6,1	1,2

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN TIL INDLÆNDINGE Tabel 8

Ultimo	Samlet udlån			Pengeinstitutternes udlån			Realkreditinstitutternes udlån		
	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv
	Mia. kr.								
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
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	3.670,4	2.312,2	1.259,1	1.319,9	560,8	714,8	2.350,5	1.751,4	544,3
feb 11	3.649,4	2.307,7	1.245,9	1.299,7	558,7	699,9	2.349,7	1.749,0	546,0
mar 11	3.674,9	2.313,4	1.263,5	1.320,1	565,0	713,0	2.354,7	1.748,4	550,5
apr 11	3.662,7	2.311,5	1.256,8	1.306,4	559,8	706,5	2.356,3	1.751,7	550,3
	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
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	-0,4	1,4	-2,9	-5,8	-0,8	-8,4	3,0	2,2	5,3
feb 11	-0,7	1,3	-3,6	-6,1	-0,4	-9,4	2,7	1,9	5,1
mar 11	-0,1	1,2	-2,0	-4,8	-0,3	-7,4	2,7	1,7	5,9
apr 11	0,0	1,5	-1,5	-4,2	0,0	-6,0	2,5	2,0	4,9

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

REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN FORDELT PÅ LÅNETYPE Tabel 9

Ultimo	Indekslån	Fastforrentede lån	Rentetilpasningslån		I alt	Heraf:	
			I alt	Heraf =<1 år		Lån i valuta	Afdragsfri lån[1]
	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	1.190,5	2.353,2	232,3	740,6
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	1.190,5	2.353,2	232,3	740,6
jan 11	64,0	644,4	1.643,6	1.183,3	2.352,0	231,2	741,6
feb 11	64,1	643,9	1.647,8	1.184,8	2.355,8	231,5	744,8
mar 11	64,3	635,8	1.657,6	1.188,3	2.357,7	231,6	749,1
apr 11	64,4	633,4	1.660,4	1.197,0	2.358,1	230,8	751,2

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	Husholdninger mv.	Ikke-finansielle selskaber	Finansielle selskaber	Samlet	Husholdninger mv.	Ikke-finansielle selskaber	Finansielle selskaber
	Procent p.a.							
1. kvt. 06	4,8	6,2	4,5	2,8	1,9	1,5	2,0	2,4
2. kvt. 06	5,0	6,4	4,7	3,1	2,1	1,8	2,3	2,6
3. kvt. 06	5,2	6,6	5,0	3,3	2,4	2,1	2,5	2,8
4. kvt. 06	5,4	6,8	5,2	3,5	2,7	2,4	2,9	3,2
1. kvt. 07	5,7	7,1	5,5	3,6	3,1	2,8	3,2	3,4
2. kvt. 07	5,9	7,2	5,7	4,0	3,4	3,1	3,4	3,8
3. kvt. 07	6,1	7,4	6,0	4,1	3,6	3,3	3,6	4,0
4. kvt. 07	6,2	7,4	6,1	4,3	3,7	3,4	3,7	4,1
1. kvt. 08	6,2	7,5	6,1	4,5	3,7	3,5	3,8	4,2
2. kvt. 08	6,5	7,7	6,3	4,6	3,8	3,6	3,9	4,2
3. kvt. 08	6,6	7,8	6,5	4,9	4,0	3,6	4,1	4,5
4. kvt. 08	7,0	8,4	7,1	5,2	4,4	3,9	4,5	5,0
1. kvt. 09	6,0	7,4	6,3	4,0	3,3	2,8	3,2	4,1
2. kvt. 09	5,1	6,4	5,4	2,7	2,2	2,0	2,0	2,6
3. kvt. 09	4,5	6,0	5,0	2,1	1,7	1,7	1,5	1,9
4. kvt. 09	4,1	5,6	4,6	1,7	1,4	1,5	1,1	1,5
1. kvt. 10	3,9	5,5	4,4	1,5	1,2	1,4	0,9	1,3
2. kvt. 10	3,6	5,3	4,2	1,3	1,0	1,2	0,7	1,0
3. kvt. 10	3,5	5,1	4,1	1,2	0,9	1,1	0,6	0,8
4. kvt. 10	3,6	5,1	4,2	1,2	0,9	1,1	0,6	0,9
1. kvt. 11	3,8	5,2	4,2	1,3	1,0	1,1	0,7	0,9
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
feb 11	3,8	5,2	4,3	1,4	1,0	1,1	0,7	1,0
mar 11	3,9	5,1	4,2	1,4	1,0	1,1	0,7	0,9
apr 11	4,0	5,3	4,4	1,5	1,0	1,1	0,8	1,1

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			
1. kvt. 09	-59,8	-27,6	-23,1	-5,2
2. kvt. 09	-10,4	-6,7	-1,0	-5,0
3. kvt. 09	-3,7	-0,9	-0,1	-4,7
4. kvt. 09	2,4	-4,1	-4,5	0,0
1. kvt. 10	-7,3	-0,2	-4,5	-4,8
2. kvt. 10	0,6	0,9	0,0	4,7
3. kvt. 10	1,1	-0,1	-0,3	4,6
4. kvt. 10	8,4	10,1	0,0	0,1
1. kvt. 11	-2,7	3,0	4,4	-5,7

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	Balancesum	Aktiver: Værdipapirbeholdning: Obligationer mv.	Aktiver: Værdipapirbeholdning: Aktier mv.	Passiver: Medlemmernes formue fordelt på sektor: Husholdninger	Forsikringsselskaber og pensionskasser	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	1.286,9	765,2	384,9	299,0	653,0	234,9	25,3
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	1.286,9	765,2	384,9	299,0	653,0	234,9	25,3
jan 11	1.294,8	768,7	388,3	299,5	652,9	237,2	26,5
feb 11	1.306,9	783,3	396,1	300,7	657,6	242,6	26,7
mar 11	1.289,4	775,9	385,7	299,1	657,3	240,5	26,5
apr 11	1.292,5	775,9	386,8	298,3	661,7	240,0	25,8

INDENLANDSKE VÆRDIPAPIRER FORDELT PÅ EJERS HJEMLAND Tabel 13

Ultimo	Obligationer mv.						Aktier	
	I alt		Heraf:					
			Statspapirer		Realkredit-obligationer			
	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet
	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	3.540,3	549,9	474,2	172,9	2.834,8	352,7	784,4	545,7
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	3.540,3	549,9	474,2	172,9	2.834,8	352,7	784,4	545,7
jan 11	2.772,1	597,2	462,3	190,0	2.086,0	384,1	789,0	543,8
feb 11	2.790,8	583,2	462,3	195,7	2.108,8	366,0	793,1	560,6
mar 11	2.926,0	583,1	449,5	196,1	2.259,2	367,2	772,5	553,9
apr 11	2.775,9	592,6	462,1	200,6	2.099,9	369,7	781,2	554,5

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

HUSHOLDNINGERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER Tabel 14

	Aktiver					Passiver		
Ultimo	Kontanter og bankindskud mv.	Obligationer mv.	Aktier og andele i investeringsforeninger mv.	Opsparing i livsforsikrings- og pensionsordninger mv.	I alt	Lån mv.	Finansiel nettoformue	I alt
	Mia. kr.							
2006	839	181	1.560	1.681	4.260	2.075	2.185	4.260
2007	902	188	1.446	1.723	4.258	2.255	2.004	4.259
2008	905	178	794	1.787	3.665	2.415	1.250	3.665
2009	925	171	1.004	1.923	4.023	2.532	1.491	4.023
2010	950	153	1.215	2.117	4.435	2.663	1.772	4.435
4. kvt. 09	925	171	1.004	1.923	4.023	2.532	1.491	4.023
1. kvt. 10	933	164	1.089	2.009	4.196	2.574	1.621	4.195
2. kvt. 10	942	155	1.060	2.102	4.259	2.601	1.659	4.260
3. kvt. 10	933	153	1.106	2.177	4.369	2.617	1.752	4.369
4. kvt. 10	950	153	1.215	2.117	4.435	2.663	1.772	4.435

VIRKSOMHEDERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER Tabel 15

	Aktiver				Passiver				
					Forpligtelser				
Ultimo	Kontanter, bankindskud og afgivne kreditter mv.	Obligationer mv.	Aktier og andele i investeringsforeninger mv.	I alt	Lån mv.	Udstedte obligationer mv.	Udstedte aktier mv.	Finansiel nettoformue	I alt
	Mia. kr.								
2006	817	148	3.082	4.046	1.580	139	4.428	-2.101	4.046
2007	891	133	2.922	3.946	1.727	118	4.281	-2.180	3.946
2008	1.037	104	1.766	2.907	1.942	109	2.506	-1.650	2.907
2009	1.036	104	2.138	3.278	1.892	138	2.946	-1.699	3.278
2010	1.173	124	2.544	3.841	1.933	142	3.620	-1.854	3.841
4. kvt. 09	1.036	104	2.138	3.278	1.892	138	2.946	-1.699	3.278
1. kvt. 10	1.053	112	2.340	3.504	1.935	137	3.223	-1.791	3.504
2. kvt. 10	1.090	105	2.257	3.453	1.968	129	3.135	-1.779	3.453
3. kvt. 10	1.093	109	2.298	3.500	1.961	132	3.245	-1.837	3.500
4. kvt. 10	1.173	124	2.544	3.841	1.933	142	3.620	-1.854	3.841

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	50,7	46,5	97,1	23,4	-30,7	89,9
maj 09 - apr 10	55,4	25,4	80,8	17,7	-28,9	69,6
maj 10 - apr 11	53,4	48,5	101,9	30,3	-30,0	102,2
apr 10	3,8	4,9	8,7	1,1	-2,2	7,6
maj 10	1,7	3,3	5,0	3,1	-2,3	5,8
jun 10	3,6	4,4	8,1	1,9	-2,3	7,7
jul 10	7,1	3,4	10,5	1,2	-2,2	9,5
aug 10	3,6	6,1	9,7	1,1	-2,3	8,6
sep 10	5,7	5,0	10,7	3,4	-2,3	11,8
okt 10	3,9	4,7	8,7	3,4	-2,1	9,9
nov 10	5,0	5,0	10,0	3,3	-2,0	11,3
dec 10	1,1	4,5	5,6	2,7	-2,1	6,2
jan 11	4,9	2,8	7,7	3,7	-3,8	7,6
feb 11	4,3	2,4	6,7	2,9	-3,5	6,2
mar 11	7,1	3,0	10,1	0,4	-3,0	7,6
apr 11	5,3	3,8	9,1	3,2	-2,2	10,1

BETALINGSBALANCENS FINANSIELLE POSTER (NETTO FRA UDLANDET) Tabel 17

	Fordrings-erhvervelse, netto[1]	Kapitalimport				Andet[3]	Nationalbankens transaktioner med udlandet[4]
		Direkte investeringer		Porteføljeinvesteringer[2]	Anden kapitalimport		
		Danske i udlandet	Udenlandske 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	90,5	-17,7	-1,9	-5,8	73,5	-112,1	26,5
maj 09 – apr 10	69,6	-32,2	11,6	32,5	130,6	-65,0	147,2
maj 10 – apr 11	102,9	-26,0	-4,8	73,4	-18,0	-78,8	48,6
apr 10	7,7	-8,3	5,4	43,7	-52,6	-9,7	-13,8
maj 10	5,8	-2,3	14,1	-10,0	23,6	3,5	34,7
jun 10	7,7	-4,9	-0,4	29,5	-22,1	-19,5	-9,7
jul 10	9,5	-9,5	4,5	19,1	-2,7	-26,9	-6,0
aug 10	8,6	1,5	2,7	-22,9	3,7	9,7	3,3
sep 10	11,9	-8,3	4,3	-69,3	88,5	-24,8	2,3
okt 10	10,0	29,2	-11,6	15,0	-50,9	1,2	-7,1
nov 10	11,4	-11,1	26,0	-65,4	35,4	5,7	2,0
dec 10	6,2	14,5	-43,5	97,1	-43,8	-30,4	0,1
jan 11	7,6	-9,5	-6,5	19,4	-28,0	18,3	1,2
feb 11	6,2	-11,4	-2,0	16,9	-12,5	20,0	17,2
mar 11	7,6	-2,8	4,0	12,7	-8,9	-4,2	8,5
apr 11	10,2	-11,5	3,8	31,3	-0,4	-31,3	2,0

[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		
	Obligationer i kroner	Obligationer i valuta	Aktier	Obligationer	Aktier	I alt[1]
	Mia. kr.					
2006	16,3	70,0	-34,4	-21,5	-133,8	-103,3
2007	26,2	73,1	15,0	-96,0	-49,8	-31,5
2008	-59,1	141,2	11,4	-91,1	50,7	53,0
2009	-5,6	162,6	43,1	-83,4	-42,4	74,3
2010	79,0	-34,5	41,0	-57,0	-34,3	-5,8
apr 10	27,7	16,8	2,2	0,4	-3,3	43,7
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	19,1
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	17,3	68,9	12,3	10,4	-11,8	97,1
jan 11	47,5	-3,9	0,7	-13,1	-11,8	19,4
feb 11	-6,4	35,8	-2,3	-7,6	-2,6	16,9
mar 11	4,2	11,3	0,4	2,4	-5,7	12,7
apr 11	-2,1	16,0	8,7	12,7	-4,1	31,3

Anm.: Et negativt fortegn (-) angiver, at indlændinge netto har købt udenlandske værdipapirer, eller at udlændinge netto har solgt danske værdipapirer.

[1] Kan afvige fra "Porteføljeinvesteringer" i Tabel 17, da betalingsbalancens samlede finansielle poster offentliggøres 1-2 uger senere.

DANMARKS AKTIVER OG PASSIVER OVER FOR UDLANDET — Tabel 19

Ultimo	Direkte investeringer		Porteføljeinvesteringer		Finansielle derivater, netto	Andre investeringer			Danmarks Nationalbank	I alt
	Egenkapital	Koncernlån	Aktier mv.	Obligationer mv.		Handelskreditter	Lån og indskud	Andre		
	Mia. kr.									
Aktiver										
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
2010	837	404	739	1.031	39	45	989	32	432	4.550
4. kvt. 09	718	375	608	925	23	38	927	32	400	4.044
1. kvt. 10	779	388	652	1.014	41	43	987	34	423	4.362
2. kvt. 10	821	405	648	1.031	70	46	968	32	483	4.503
3. kvt. 10	794	423	662	1.024	90	46	1.067	34	474	4.614
4. kvt. 10	837	404	739	1.031	39	45	989	32	432	4.550
Passiver										
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
2010	514	290	520	1.451	•	40	1.523	39	5	4.383
4. kvt. 09	478	302	348	1.361	•	35	1.402	38	5	3.969
1. kvt. 10	486	300	411	1.410	•	30	1.576	42	2	4.256
2. kvt. 10	514	309	431	1.506	•	34	1.496	39	42	4.371
3. kvt. 10	519	304	454	1.381	•	37	1.660	41	37	4.434
4. kvt. 10	514	290	520	1.451	•	40	1.523	39	5	4.383
Nettoaktiver										
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
2010	322	114	219	-420	39	5	-534	-7	428	167
4. kvt. 09	240	73	260	-437	23	3	-476	-6	395	76
1. kvt. 10	293	88	242	-396	41	13	-588	-8	421	106
2. kvt. 10	306	96	217	-475	70	12	-527	-7	441	132
3. kvt. 10	276	119	208	-357	90	8	-593	-7	437	181
4. kvt. 10	322	114	219	-420	39	5	-534	-7	428	167

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	Offentligt konsum	Faste bruttoinvesteringer	Lagerforøgelser	I alt		
	Mia. kr.							
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	1.746,3	853,2	513,5	287,4	-5,3	1.648,8	881,0	783,6
1. kvt. 10	416,6	208,9	125,5	65,8	-3,5	396,6	200,5	180,5
2. kvt. 10	437,2	210,9	128,9	74,0	1,8	415,6	220,3	198,7
3. kvt. 10	439,5	209,1	128,1	70,9	-0,1	408,1	231,0	199,5
4. kvt. 10	453,0	224,3	131,0	76,7	-3,5	428,5	229,4	204,9
1. kvt. 11	427,6	212,7	126,3	64,4	0,6	403,9	229,2	205,5
	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	2,2	1,0	-3,9	...	1,7	3,6	2,9
1. kvt. 10	-0,7	2,9	1,7	-16,4	...	-1,4	-2,0	-3,5
2. kvt. 10	2,5	1,6	2,2	1,0	...	3,7	3,1	5,6
3. kvt. 10	3,5	1,9	0,6	-1,7	...	2,4	6,0	3,7
4. kvt. 10	3,0	2,5	-0,2	2,3	...	2,1	7,3	5,7
1. kvt. 11	1,1	-0,8	-1,2	-3,1	...	-0,3	10,3	8,3
	Realvækst i forhold til sidste kvartal (sæsonkorrigeret), pct.							
1. kvt. 10	1,2	2,3	0,0	-2,9	...	0,3	1,5	-0,3
2. kvt. 10	0,9	-1,0	0,7	6,8	...	2,1	2,1	4,8
3. kvt. 10	1,1	0,3	-0,5	-1,5	...	-0,3	2,9	-0,1
4. kvt. 10	-0,2	0,8	-0,4	0,5	...	0,0	0,7	1,3
1. kvt. 11	-0,5	-0,8	-0,8	-8,3	...	-1,9	4,3	2,1

EU-HARMONISERET FORBRUGERPRISINDEKS (HICP) OG UNDERLIGGENDE INFLATION (IMI) Tabel 21

	HICP							Nettoprisindeks[1]		
		Delkomponenter:								
					Administrerede priser		HICP ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser[3]	Nettoprisindeks ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser[3]	Fordelt på[4]:	
	Total	Energi	Fødevarer	Kerneinflation[2]	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. kvt. 08	3,2	7,5	6,0	1,7	2,2	2,4	1,6	2,0	3,6	1,2
2. kvt. 08	3,7	9,7	7,4	1,7	2,6	4,0	1,4	1,8	4,2	0,6
3. kvt. 08	4,6	10,4	8,6	2,5	3,9	3,7	2,2	2,2	5,0	0,9
4. kvt. 08	3,0	3,1	5,0	2,4	2,4	3,8	2,3	2,3	3,2	1,8
1. kvt. 09	1,7	-4,6	3,2	2,2	2,7	4,2	2,0	2,3	-1,9	4,4
2. kvt. 09	1,1	-5,5	0,7	2,2	3,1	5,0	1,9	2,1	-4,2	5,2
3. kvt. 09	0,6	-5,9	-0,5	2,0	3,5	5,1	1,6	1,9	-6,0	6,0
4. kvt. 09	0,9	0,3	-1,5	1,6	2,9	4,9	1,2	1,6	-5,0	4,9
1. kvt. 10	1,9	8,9	0,0	1,4	2,9	3,7	1,0	1,2	-1,3	2,3
2. kvt. 10	2,0	10,1	0,8	1,1	2,8	3,9	0,7	0,7	1,0	0,6
3. kvt. 10	2,3	8,8	3,2	1,1	2,5	4,0	0,8	0,9	3,2	-0,2
4. kvt. 10	2,5	9,1	4,5	1,1	2,9	4,0	0,7	0,8	3,8	-0,6
1. kvt. 11	2,6	9,3	3,4	1,4	2,9	3,7	1,0	0,8	5,4	-1,3

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 Pct. af arbejdsstyrken		Mængdeindeks					Sammensat konjunkturindikator for		
			Industri[2]	Detailhandel	Tvangsauktioner	Nyregistreringer af personbiler	Forbrugertillidsindikator	Industri	Byggeog anlægsvirksomhed	Service
	Brutto[1]	Netto	2005=100	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	90,6	96,7	5.222	153.609	1,8	3	-35	4
Sæsonkorrigeret										
maj 10	6,0	4,1	90,8	96,5	468	13.003	1,5	7	-33	6
jun 10	6,0	4,2	95,5	96,3	447	12.582	-1,7	5	-35	7
jul 10	6,2	4,2	94,9	96,2	440	12.353	3,5	4	-33	4
aug 10	6,1	4,1	91,0	95,6	383	13.153	4,8	3	-32	3
sep 10	6,1	4,2	94,3	96,1	418	13.525	2,1	4	-28	5
okt 10	6,2	4,2	91,2	96,5	441	13.714	1,2	0	-32	4
nov 10	6,1	4,1	90,6	96,8	406	14.332	2,5	-3	-33	8
dec 10	6,1	4,1	89,7	96,4	421	13.792	1,8	-1	-31	3
jan 11	6,0	4,0	94,7	97,0	427	14.588	1,9	6	-32	8
feb 11	5,9	3,9	90,6	96,4	431	13.982	0,8	5	-21	11
mar 11	5,9	3,9	92,5	96,6	388	14.416	1,5	3	-15	7
apr 11	5,8	3,8	94,8	97,5	408	12.878	0,0	10	-19	14
maj 11	...	...	...	...	407	...	1,0	12	-16	8

[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	2.806	1.946	166,6	167,3	149,5	90,2
			Sæsonkorrigeret			
1. kvt. 10	2.809	1.949	165,6	166,4	149,1	88,6
2. kvt. 10	2.817	1.955	166,0	166,7	148,9	90,9
3. kvt. 10	2.804	1.942	167,0	168,1	149,8	91,2
4. kvt. 10	2.797	1.941	167,7	169,0	150,4	90,2
1. kvt. 11	2.794	1.942	...	170,1	152,1	...
			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	-2,1	-3,4	2,3	2,5	2,6	2,4
1. kvt. 10	-4,0	-6,3	2,5	2,7	3,2	1,3
2. kvt. 10	-2,3	-3,9	2,2	2,6	2,6	3,4
3. kvt. 10	-1,4	-2,4	2,2	2,5	2,4	2,9
4. kvt. 10	-0,5	-0,7	2,2	2,4	2,3	2,2
1. kvt. 11	-0,5	-0,4	...	2,2	2,0	...

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
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
mar 11	745,74	532,75	860,72	83,93	95,26	579,63	6,5200
apr 11	745,74	516,75	844,58	83,10	95,52	574,38	6,1913
maj 11	745,66	519,65	849,47	83,24	95,13	594,77	6,4033

EFFEKTIV KRONEKURS Tabel 25

Gennemsnit	Nominel effektiv kronekurs	Forbrugerpriser		Real effektiv kronekurs baseret på forbruger-priser	Real effektiv kronekurs baseret på timeløn-ninger	Forbruger-priser i euro-området
		Danmark	Udlandet			
	1980=100					2005=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	247,2	114,9	120,6	108,1
2010	104,0	268,4	251,4	111,7	116,4	109,8
maj 10	103,3	268,6	251,4	111,4	...	110,0
jun 10	102,2	268,2	251,4	110,2	116,0	110,0
jul 10	102,9	268,2	251,3	110,8	...	109,7
aug 10	102,8	269,0	251,5	110,7	...	109,9
sep 10	102,8	270,1	252,1	110,9	115,5	110,1
okt 10	104,4	269,9	252,6	111,9	...	110,5
nov 10	103,9	270,1	252,9	111,4	...	110,6
dec 10	102,7	270,3	254,3	109,9	116,2	111,3
jan 11	102,5	270,6	254,2	109,7	...	110,5
feb 11	102,9	273,9	255,5	110,7	...	111,0
mar 11	103,8	275,4	257,1	111,4	114,9	112,5
apr 11	104,7	276,5	...	...	...	113,1
maj 11	104,3	...	...	...	...	...
		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	0,1	3,5	3,2	0,3
2010	-3,6	2,3	1,7	-2,8	-3,4	...
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	2,7	2,5	-2,5	...	2,4
mar 11	-1,6	2,7	2,7	-1,7	-2,6	2,7
apr 11	-0,1	2,9	...	...	...	2,8
maj 11	1,0	...	...	...	...	...

Anm.: Indekset for den nominelle effektive kronekurs er en geometrisk sammenvejning af udviklingen i 27 af Danmarks vigtigste handelspartneres 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 en side med oversigtstabeller.

Tabeltillæg indeholdende tabeller med størst mulig detaljeringsgrad samt beskrivelser af de kilder og metoder, der ligger til grund for statistikkerne.

Tabeltillæg samt kilder og metoder er oversat til engelsk.

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.