Danmarks Nationalbank

Kvartalsoversigt 3. kvartal Del 1

2011

DANMARKS NATIONAL BANK 2011

KVARTALSOVERSIGT, 3. 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: Niels Lynggård Hansen
Redaktionen er afsluttet den 15. september 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

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

Indhold

Seneste økonomiske og monetære udvikling 1

Produktionspotentialet i dansk økonomi 41

Asger Lau Andersen og Morten Hedegaard Rasmussen, Økonomisk Afdeling

Dansk økonomi har i de senere år været udsat for usædvanligt store konjunkturudsving. I Kvartalsoversigtens del 2 analyserer vi, hvor langt økonomien i øjeblikket befinder sig fra en normal konjunktursituation, og hvor meget ledig produktionskapacitet der er i økonomien. Denne artikel giver en ikke-teknisk sammenfatning af de vigtigste resultater og konklusioner. Analyserne viser, at der i øjeblikket er en beskeden ledig kapacitet i dansk økonomi. Produktionsgabet, som angiver afvigelsen fra det produktionsniveau, der er holdbart på længere sigt, estimeres til -1,6 pct. i 2. kvartal 2011. Afstanden til det holdbare produktionsniveau er dog blevet indsnævret betragteligt siden 2009, og vi forventer, at den udvikling vil fortsætte i de kommende år. Den aktuelle ledige kapacitet kommer først og fremmest til udtryk ved, at arbejdsstyrken er mindre end normalniveauet. Ledigheden er derimod kun lidt højere end det niveau, der vurderes at være foreneligt med en holdbar løn- og prisudvikling på længere sigt. Endelig er kapacitetsudnyttelsen i virksomhederne tæt på normalen, og det indikerer, at potentialet for stigninger i produktiviteten gennem en mere intensiv resurseudnyttelse er begrænset.

Samfundsøkonomiske omkostninger ved finanskriser 53

Kim Abildgren, Økonomisk Afdeling, Birgitte Vølund Buchholst og Atef Qureshi, Kapitalmarkedsafdelingen og Jonas Staghøj, Statistisk Afdeling

I artiklen gives en ikke-teknisk sammenfatning af den analyse af de realøkonomiske konsekvenser af bankkriser i Danmark, som bringes i Kvartalsoversigtens del 2. Der findes en klar tendens til, at konjunkturnedgange med bankkriser de seneste 200 år har været dybere eller længere end konjunkturnedgange uden bankkriser. De senere års finanskrise har ikke været karakteriseret ved en generel kreditklemme, men krisen gav et betydeligt produktionstab, som primært tilskrives finanskrisens mere generelle negative indvirkning på samfundsøkonomien. Virksomheder med en "svag" bankforbindelse havde en højere konkursrisiko i årene 2008-09 end tilsvarende virksomheder med en "sund" bankforbindelse. Det skal dog ses i lyset af, at "svage" banker havde en overvægt af "dårlige" kunder. Der findes ikke tegn på, at ikke-konkursramte virksomheders afkastningsgrad under finanskrisen har været påvirket af "sundhedstilstanden" hos deres bankforbindelse.

Udsving i de internationale kapitalbevægelser: udfordringer og politiksvar 65

Katrine Graabæk Mogensen, Økonomisk Afdeling

Hurtig og markant tilbagestrømning af privat kapital til en række vækstøkonomier i kølvandet på den finansielle krise har sat internationalt fokus på, hvordan landene håndterer kapitalbevægelserne. Kapitalindstrømning muliggør rentable investeringer til fordel for øget vækst og beskæftigelse via et øget finansieringsudbud, men kan også bidrage til overophedning af økonomien og indebære finansielle risici. Den økonomiske politik bør indrettes på at sikre en stabil og varig karakter af velstandsforbedringerne. Det er imidlertid vanskeligt at nå til international enighed om retningslinjer for passende økonomisk-politiske tiltag. Det afspejler bl.a., at nogle lande frygter at blive begrænset i de politiske manøvremuligheder, men også at der hidtil ikke har været samme fokus på betydningen for de internationale kapitalbevægelser af en lempelig pengepolitik i avancerede økonomier.

Håndtering af nødlidende pengeinstitutter i Danmark 79

Ulrik Løgtholdt Poulsen og Brian Liltoft Andreasen, Kapitalmarkedsafdelingen

I juni 2010 vedtog Folketinget en ny ordning til håndtering af nødlidende pengeinstitutter i form af en fast ramme for ordnet afvikling. Ordningen tilbyder et klart alternativ til konkurs i form af en kontrolleret afvikling gennem statens afviklingsselskab, Finansiel Stabilitet. Ordningen har fået stor opmærksomhed, både herhjemme og i udlandet. Artiklen beskriver baggrunden for ordningen og gennemgår ordningen i hovedtræk. Håndteringen af Amagerbanken, der blev nødlidende i februar 2011, anvendes som case study.

Udviklingstendenser på det danske pengemarked 95

Palle Bach Mindested, Handelsafdelingen, og Lars Risbjerg, Økonomisk Afdeling

Nationalbanken følger løbende udviklingen på pengemarkedet og foretog i april 2011 en undersøgelse af pengemarkedet. Undersøgelsen viser, at det sikrede marked for ud- og indlån vinder frem i forhold til usikrede lån. For løbetider over en uge er omsætningen af usikrede lån fortsat yderst beskeden. Den højere andel af sikrede lån afspejler en generel tendens til at begrænse kreditrisikoen i lyset af finanskrisen. Pengemarkedet omfatter korte rentederivater, herunder korte renteswaps, Cita-swaps, der anvendes til at styre renterisici. Omsætningen i Cita-swaps er steget betydeligt i forhold til sidste år. I de længere løbetider på pengemarkedet, der er særligt relevant for fastsættelsen af renten på udlån til husholdninger og virksomheder, er Cita-swaps samtidig det pengemarkedsprodukt, der har den højeste omsætning.

Aktuelle tendenser i færøsk økonomi 109

Morten Hedegaard Rasmussen, Økonomisk Afdeling

Færøsk økonomi er langsomt på vej ud af lavkonjunkturen. Væksten skyldes primært fiskeriet, hvor priserne generelt har været stigende. Fiskeriet var også årsag til fremgangen i eksporten, og der var i 2010 overskud på handelsbalancen. Ledigheden er i de seneste måneder faldet fra sit toppunkt i februar. Den økonomiske fremgang har haft positiv effekt på landskassens og kommunernes økonomi, og underskuddene er reduceret. Der er dog usikkerhed om den langsigtede holdbarhed af de offentlige finanser. Det har sammen med et strukturelt problem i form af overkapacitet i fiskeriet været medvirkende til, at kreditvurderingsbureauet Moody's har nedrevideret Færøernes kreditværdighed.

Betalingsvaner i Danmark 121

Johan Gustav Kaas Jacobsen og Søren Truels Nielsen, Betalingsformidlingskontoret

De hyppigst anvendte betalingsformer i Danmark er betalinger med dankort og kontanter. Ifølge en undersøgelse af danskernes betalingsvaner foretrækker især ældre borgere og personer i lavere indkomstgrupper at betale med kontanter. En nylig ændring af de danske regler for kortgebyrer tillader forretningerne at tage et gebyr af forbrugerne ved kreditkortbetalinger, men ikke ved betalinger med debetkort som dankortet. Det vil i henhold til undersøgelsen ikke føre til en stigning i antallet af kontantbetalinger, men snarere til flere dankortbetalinger

Pressemeddelelser 133

Tabelafsnit

Seneste økonomiske og monetære udvikling

SAMMENFATNING

Efter en periode med solid økonomisk fremgang i de avancerede økonomier aftog væksten i 1. halvår primært som følge af en stagnerende udvikling i USA, mens væksten i euroområdet under ét var på normalt niveau. Udviklingen bekræfter, at vejen tilbage fra en recession kombineret med en alvorlig bankkrise tager tid og kan forventes at være ujævn. Noget af afdæmpningen i 2. kvartal skyldes dog midlertidige faktorer.

Over sommeren steg risikoaversionen på de finansielle markeder kraftigt. Tvivl om holdbarheden af flere europæiske landes offentlige finanser og gæld og den politiske proces i USA omkring forhøjelse af forbundsstatens gældsloft og de uholdbare offentlige finanser, bidrog hertil. Usikkerheden ledte til en bevægelse fra aktier til obligationer og andre mere sikre aktiver samt forværrede forhold på pengemarkederne. Faldet i aktiekurserne virker konjunkturdæmpende, mens faldet i renterne stimulerer væksten. Samlet set er de økonomiske udsigter dog blevet mere usikre.

Væksten i dansk økonomi har de seneste to år ligget lidt over potentialet, men med udsving fra kvartal til kvartal. I de nærmeste kvartaler tegner fremgangen lidt svagere. Det skyldes udsigt til lavere eksportmarkedsvækst og fortsat konsolidering i den private sektor. Omvendt er en lempelig finanspolitik og et lavt renteniveau med til at holde hånden under økonomien, og der er udsigt til, at denne af sig selv finder tilbage til et normalt spor.

I 2011 forventes en vækst på 1,4 pct. og i de kommende to år på omkring 1,6 pct. Det negative produktionsgab er reduceret noget de seneste par år og mindskes yderligere de kommende år. Ledigheden ventes efter en mindre stigning i 2. halvår 2011 at falde til tæt på det strukturelle niveau ved udgangen af 2013. Vækstudsigterne herhjemme ligger på linje med udsigterne for euroområdet. Stabiliseringspolitisk er der ikke noget behov for at lempe finanspolitikken, og forsøg på finanspolitisk finjustering af konjunktursituationen må vurderes at rumme større risici end fordele. Den økonomiske politik bør rettes mod det mellemfristede sigt og genopretning af tilliden i den private sektor.

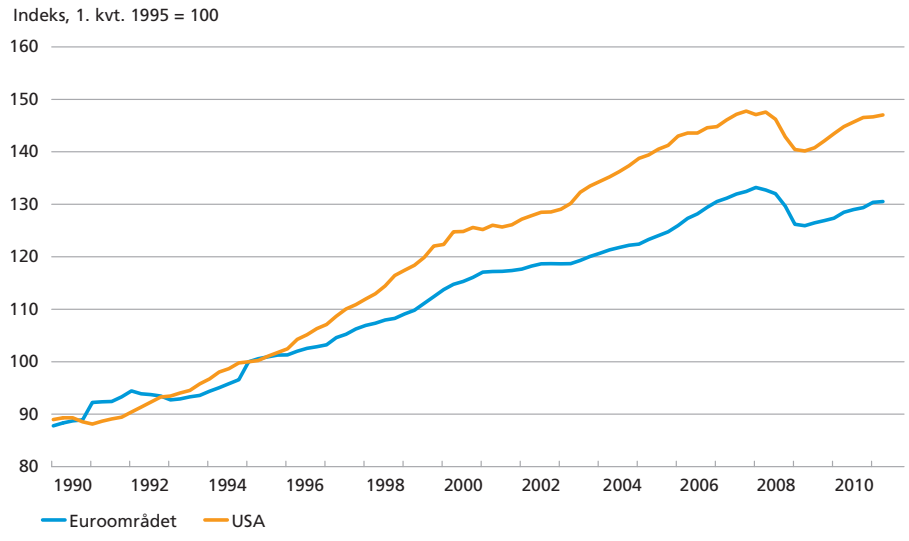
INTERNATIONAL ØKONOMI OG FINANSIELLE MARKEDER

Konjunkturbilledet og de finansielle markeder

Fremgangen i verdensøkonomien er aftaget efter en periode med pæn vækst og gradvis tilpasning tilbage mod aktivitetsniveauet før den finansielle krise satte ind. Afslutningen af 1. halvår var dog svagere end ventet, idet nationalregnskaberne for 2. kvartal viste lavere vækst for hovedparten af de vigtigste økonomier i forhold til kvartalet før. Opbremsningen af væksten skal bl.a. ses i lyset af jordskælvskatastrofen i Japan og store energiprisstigninger i løbet af 1. halvår. Herudover har privatforbruget i USA og euroområdet ikke formået vedvarende at tage over og opveje finanspolitiske stramninger, som isoleret set dæmper den indenlandske efterspørgsel.

Den seneste tids udvikling er en påmindelse om, at vejen tilbage fra en recession kombineret med en bankkrise tager tid og kan ventes at være ujævn. De fleste af de avancerede økonomier – særligt dele af euroområdet – har således et mere langstrakt forløb foran sig, før der kan ventes en lukning af produktionsgabet og en normalisering af situationen på arbejdsmarkedet, jf. figur 1. Vækstudsigterne skal vurderes i lyset af et aftagende tempo for vækstpotentialet, herunder som følge af en aftagende demografisk tilgang til arbejdsmarkedet. Herudover var væksten og kapacitetsudnyttelsen i årene op til krisen under alle omstændigheder uholdbart høj, og det er hverken forventeligt eller ønskeligt med en tilbagevenden til en sådan situation.

BNP I USA OG EUROOMRÅDET, 1990-2011 Figur 1



Kilde: Reuters EcoWin.

Blandt Danmarks vigtigste samhandelslande har væksten udviklet sig forskelligt. I Sverige fortsatte den kraftige fremgang i 2. kvartal, hvor BNP voksede 1,0 pct. i forhold til 1. kvartal. Indenlandsk efterspørgsel drev fremgangen, og industriproduktionen voksede kraftigt. Der er dog forventninger om betydeligt lavere vækst til næste år. Tysklands vækst aftog fra et højt niveau til 0,1 pct. i 2. kvartal. Det skyldtes bl.a. et fald i det private forbrug på trods af faldende arbejdsløshed og et negativt bidrag fra nettoeksporten forårsaget af en større import.

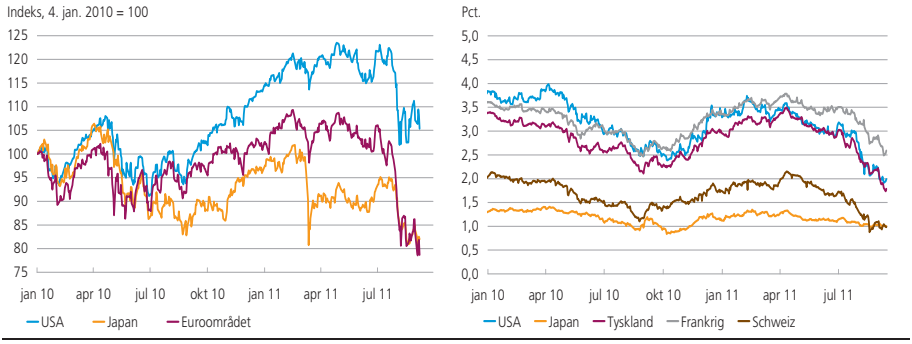
I USA var væksten meget lav i 1. halvår 2011 – henholdsvis 0,1 og 0,2 pct. i 1. og 2. kvartal. Det afspejlede faldende offentlig efterspørgsel og i 2. kvartal også et stagnerende privat forbrug. Reviderede nationalregnskabstal tilbage til 2008 viste endvidere et betydeligt lavere BNP-niveau og et større fald i BNP fra 2008 til 2009 end hidtil opgjort. Produktionen i 1. kvartal 2011 blev desuden kraftigt nedrevideret. Dermed tegnes et billede af et mere afdæmpet opsving præget af et meget svagt boligmarked, fortsat høj ledighed, usikkerhed om holdbarheden af de offentlige finanser, og ikke mindst store forbrugerprisstigninger. Væksten i fremstillingssektoren aftog endvidere som følge af produktionsforstyrrelser efter jordskælvet i Japan i marts, der bl.a. ramte forsyningen af elektroniske kredsløb til den amerikanske bilindustri. Den Internationale Valutafond, IMF, og OECD anslår, at det kan have reduceret væksten i USA i 2. kvartal med op mod 0,25 procentpoint,[1] mens et tilsvarende positivt vækstbidrag kan ventes i 3. kvartal ved tilbagevenden til mere normale produktionsniveauer i bilindustrien.

Aktiekurserne er faldet betydeligt siden juni, og de toneangivende amerikanske og europæiske indeks var i midten af september tilbage på niveauerne i henholdsvis efteråret 2010 og sommeren 2009. Kursfaldene var således størst i Europa, hvor aktierne i midten af september var faldet 26 pct. i forhold til primo juni, mens de i USA var faldet 10 pct., jf. figur 2 (venstre). De kraftige aktiekursfald afspejler bl.a. nedrevideringen af USA's bruttonationalprodukt, BNP, svagere vækstudsigter i både USA og Europa og usikkerhed om indholdet af de finanspolitiske konsolideringsplaner i flere europæiske lande og i USA.

Faldet i aktiekurserne indebærer lavere formuer og dermed reducerede forbrugsmuligheder. Stagnerende eller svagt faldende reale ejendomspriser i flere lande har yderligere presset husholdningernes formuer. I modsat retning trækker lave pengepolitiske renter og faldende obligationsrenter i lande, der ikke har påkaldt sig finansmarkedernes opmærksomhed, fx USA og Tyskland. Renterne på tyske 10-årige stats-

[1] IMF's spill-over-rapport om Japan udarbejdet i forbindelse med IMF's artikel IV-rapport om Japan, juli 2011 og OECD, Recent developments in the automobile industri, *OECD Economic Department Policy Note*, nr. 7, 2011.

AKTIEKURS (VENSTRE) OG RENTE PÅ 10-ÅRIGE STATSOBLIGATIONER (HØJRE) Figur 2



Anm.: De anvendte aktieindeks er: Standard & Poors, 500 Composite; Nikkei 225 indeks; EUROSTOXX. Seneste observation er 13. september 2011.
Kilde: Reuters EcoWin.

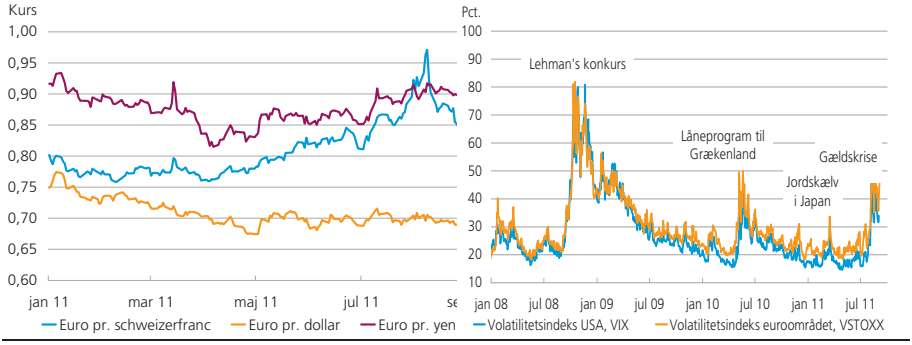
obligationer faldt fra 3,0 pct. i begyndelsen af juni til 1,8 pct. i midten af september, jf. figur 2 (højre), og renten på amerikanske statspapirer faldt tilsvarende.

Det samlede gennemslag på den økonomiske aktivitet af de modsatrettede virkninger af lavere aktiekurser og lange renter tilsiger i sig selv ikke et negativt vækstbidrag. Om end det langt fra er alle lande, der har nydt godt af de stedfundne rentefald, tilsiger de normalt forventede økonomiske sammenhænge, at den stimulerende effekt fra rentefaldet til en vis grad overstiger den direkte negative virkning fra aktiekursfaldet. Det er imidlertid tvivlsomt, om gennemslaget af faldet i statsrenterne virker som normalt på grund af problemerne i den finansielle sektor og risikoen for presset likviditet. Hertil kommer, at usikkerheden i forlængelse af den europæiske statsgældskrise kan have betydelige negative effekter på både kreditgivningen fra den finansielle sektor, tilliden til bankerne og dermed den økonomiske aktivitet.

På baggrund af den fornyede uro på kapitalmarkederne og bevægelsen over i mere sikre aktiver steg schweizerfranc og japanske yen hen over sommeren for både euro og dollar, mens euroens kurs over for dollar var omtrent uændret, jf. figur 3 (venstre). Dollaren blev dog styrket over for euroen i sidste halvdel af august og begyndelsen af september. Stigningen i schweizerfranc og japanske yen ledte i begyndelsen af august til indgreb fra den schweiziske og den japanske centralbank.[1] Da schweizerfrancen i begyndelsen af september igen apprecierede over for euro, indførte den schweiziske centralbank en fast bund for kursen

[1] Den schweiziske centralbank annoncerede 3. august et mere snævert målinterval for 3-måneders Libor og øget udbud af likviditet i pengemarkedet. Det blev 10. og 17. august fulgt af yderligere likviditetsforøgende tiltag. Bank of Japan forhøjede sit program for opkøb af aktiver med 10 trillioner yen og intervenerede i valutamarkedet.

EUROENS KURS OVER FOR UDVALGTE VALUTAER I 2011 (VENSTRE) OG AKTIEMARKEDSVOLATILITET (HØJRE) Figur 3



Anm.: *Venstre:* En stigning angiver appreciering af den pågældende valuta over for euroen. Den schweiziske centralbanks bund på 1,20 for schweizerfranc svarer i figuren til et loft på 0,83. *Højre:* VIX-indekset er den implicitte volatilitet på optioner baseret på Standard & Poor's aktieindekset, og VSTOXX-indekset er det tilsvarende mål for EUROSTOXX 50-indekset. Implicit volatilitet angiver den forventede volatilitet (de forventede relative udsving i aktiekurserne). En høj værdi af indeksene er ensbetydende med store forventede udsving i de nævnte aktieindeks de næste 30 dage. Seneste observation er 13. september.

Kilde: Reuters EcoWin.

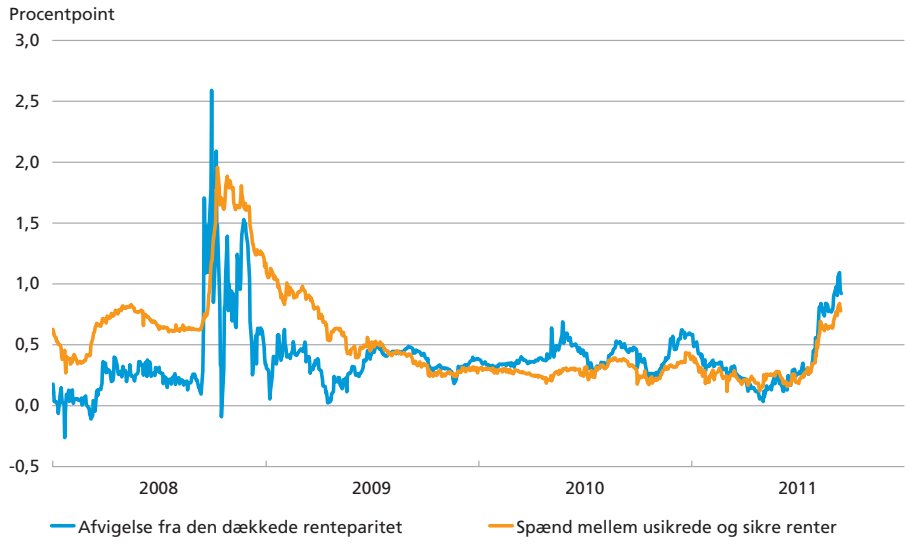
på 1,20. Det vil sige, at centralbanken vil intervenere for at sikre, at prisen på 100 euro forbliver over 120 schweizerfranc. Guld blev i begyndelsen af september endvidere handlet til en historisk høj pris omkring 1.900 dollar pr. ounce, mens der forventes fortsat høj, om end aftagende, volatilitet på aktiemarkedet i den kommende måned, jf. figur 3 (højre).

Den fortsatte usikkerhed om gældssituationen i Sydeuropa viste sig fra begyndelsen af juli i forværrede forhold på pengemarkederne i euroområdet. Der er flere indikatorer, der peger på, at situationen er forværret. Spændet mellem usikrede og sikrede pengemarkedsrenter steg mærkbart, men var i midten af september fortsat noget mindre end under krisen i 2008, jf. figur 4. Bankerne øgede deres likviditetsreserver og dermed deres brug af Den Europæiske Centralbank, ECB's, indlånsfacilitet, og de begyndte at anvende den marginale udlånsfacilitet på enkelte dage til at opnå dag til dag-likviditet.

Det er også blevet vanskeligere og dyrere for europæiske banker at skaffe dollar på pengemarkedet. Det ses bl.a. ved, at bankerne i stigende omfang skaffer dollar ved at låne i andre valutaer og swappe til dollar via FX swapmarkedet frem for at låne dollar direkte på pengemarkedet, hvortil adgangen er begrænset. Det bevirker, at prisen på dollarfinansiering via FX swaps er steget i forhold til direkte lån i dollar, dvs. afvigelsen fra den dækkede renteparitet mellem dollar og euro er øget væsentligt, jf. figur 4. I august og september blev der ved to auktioner udlånt dollar fra ECB's dollarfacilitet, hvor ECB på ugentlig basis udbyder dollar mod sikkerhed til en merrente. Det er første gang siden februar, at faciliteten har været anvendt. Udlånene var på henholdsvis 0,5 og

AFVIGELSE FRA DEN DÆKKEDE RENTEPARITET MELLEM EURO OG DOLLAR SAMT SPÆND MELLEM USIKREDE OG SIKREDE PENGEMARKEDSRENTER I EUROOMRÅDET

Figur 4



Anm.: Afvigelsen fra den dækkede renteparitet udtrykker forskellen mellem omkostningerne ved at låne i euro kombineret med FX swaps fra euro til dollar og direkte låntagning i dollar.
Kilde: Reuters EcoWin og Bloomberg.

0,575 mia. dollar, hvilket er langt mindre end dollarudlånet på godt 300 mia. dollar under finanskrisen i 2008. ECB annoncerede 15. september, at der i tillæg til den ugentlige facilitet vil blive gennemført 3-måneders dollartildelinger mod sikkerhed i oktober, november og december.

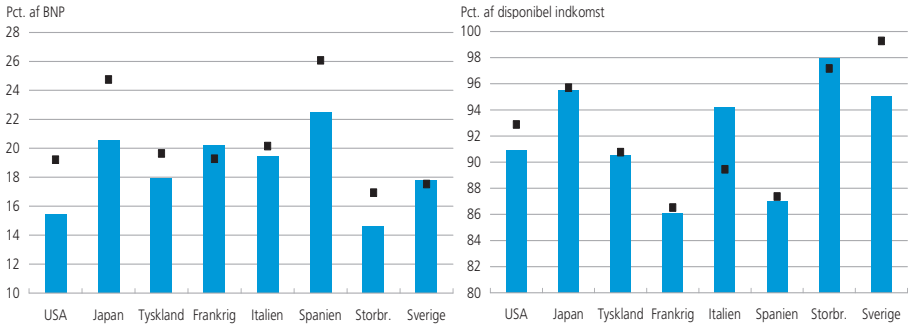
Den lavere vækst og faldende energipriser har mindsket inflationspresset i euroområdet. Både inflation og kerneinflation er aftaget svagt i euroområdet, hvor HICP-inflationen var 2,5 pct. i august. Inflationen er dog fortsat med at stige i USA, hvor den var 3,8 pct. i august. Prisen på olie lå i midten af september på 116 dollar pr. tønde efter i 1. halvår at have været oppe på 128 dollar.

Vækstudsigter

Samlet set peger nøgletallene på et afsvækket opsving i den kommende tid, og vækstudsigterne er usikre. Faldet i aktiekurserne slår ud i faldende formuer og virker dermed konjunkturdæmpende. Det kan desuden begrænse adgangen til kredit, ligesom uroen også påvirker den generelle forbrugs- og erhvervstillid, hvilket traditionelt har ledt til udskydning af forbrugs- og investeringsbeslutninger.

Omvendt understøtter flere faktorer, at opsvinget fortsætter. De korte renter er meget lave, og de lange renter er faldende i mange vigtige økonomier. Hertil kommer fortsat høje vækstrater i vækstøkonomierne,

INVESTERINGS- (VENSTRE) OG FORBRUGSKVOTER (HØJRE) FOR UDVALGTE LANDE, 2010 Figur 5



Anm.: Prikkerne angiver gennemsnit for perioden 1995-2008. Investeringskvoten er beregnet som samlede bruttoinvesteringer i forhold til BNP, og forbrugskvoten er beregnet som husholdningernes forbrug i forhold til disponibel indkomst.
Kilde: OECD, *Economic Outlook* 89, maj 2011.

og at prisen på olie er aftaget. Endelig ligger forbrugs- og investeringskvoter i flere lande under det historiske gennemsnit, jf. figur 5.

En normalisering af forbrugs- og investeringskvoterne vil kunne bidrage positivt til produktionsvæksten. Forværringen af tillid og formuetabene på aktier kan dog udsætte denne tilpasning, men den forudgående forholdsvis lange periode med forbrugs- og investeringstilbageholdenhed og lave og faldende renter taler for, at yderligere udsættelse vil være begrænset. Dette peger samlet på et vist vækstpotentiale fra indenlandsk efterspørgsel i flere lande.

De planlagte finanspolitiske konsolideringer kan dog bremse den indenlandske efterspørgsel på kort sigt. Der er yderst begrænset plads til kortsigtede lempelser for at sætte gang i væksten. Kun i lande uden pres fra de finansielle markeder kan den finanspolitiske konsolidering midlertidigt sættes i bero. Omvendt kan troværdige mellemfristede planer skabe tillid til holdbarheden af de offentlige finanser og dermed understøtte væksten, ligesom det medvirker til generelt at holde de lange renter lave.

Aftalen i USA om forhøjelse af gældsloftet for forbundsstaten og beslutningerne på topmødet blandt eurolandene i juli vedrørende statsgældskrisen i en række eurolande tog i første omgang toppen af uroen, men den er siden hen fortsat. USA mangler en mellemfristet plan for finanspolitisk konsolidering, som kan tage hånd om de nuværende meget store underskud og de tiltagende budgetmæssige udfordringer i forbindelse med befolkningsaldringen. Det vil være en fordel at fremskynde de nødvendige finanspolitiske tilpasninger i alle lande med eksisterende eller muligt pres fra finansmarkederne.

I Europa udgør en opblussen eller yderligere smitte fra økonomier under pres den største væksthæmmende risiko. I Grækenland er gældsproblemerne særskilt store, og både den politiske og administrative kapacitet til at håndtere udfordringerne har været svag. Irland og Portugal har også IMF-programmer, hvor særligt Irland har leveret i forhold til vedtagelse og gennemførelse af de nødvendige tiltag. I Irland er et stort underskud på betalingsbalancen således vendt til et lille overskud. Der er også opstået et pres på Spanien og Italien, da markederne i juli reagerede på kombinationen af lav vækst, høj gæld, og tvivl om hvorvidt annoncerede konsolideringstiltag ville blive gennemført. Uholdbare offentlige finanser svækker tilliden, og indtil de offentlige finanser er bragt på en holdbar vej, vil de udgøre en nedadrettet risiko for væksten. Indikationerne på spændinger i euroområdets pengemarked og sårbarheder i relation til bankernes beholdning af statspapirer fra de uroplagede lande, vækker desuden det finansielle markeds bekymring.

I USA er det private forbrug stagneret. Det skyldes bl.a. en fortsat negativ udvikling på det amerikanske boligmarked, høje forbrugerprisstigninger og et uændret højt ledighedsniveau. Samtidig øger den manglende politiske beslutningskapacitet vedrørende det amerikanske gældsproblem risikoen for fornyet finansiel uro.

I vækstøkonomierne aftog væksten i 1. halvår, om end fra et højt niveau. Selv om den indenlandske efterspørgsel er stærk i flere lande, kan eksporten udvikle sig svagere givet beskedne vækstudsigter og forringede finansielle forhold i de avancerede økonomier.

Den alvorlige finansielle uro og bekymringer for, om opsvinget i verdensøkonomien kan genvinde sit tempo i 2. halvår, indebærer et mindre positivt billede af makroøkonomien end før sommeren. Forværringen er begyndt at blive reflekteret i de seneste skøn fra de internationale organisationer. Udviklingen afspejles også med en lille forsinkelse i konsensusforventningerne til BNP-væksten, som over sommeren blev markant nedrevideret, især for USA, jf. tabel 1.

International økonomisk politik

Den fornyede uro på kapitalmarkederne har øget fokus på udførelsen af penge- og finanspolitikken. I de avancerede økonomier har de fleste centralbanker holdt deres styringsrente lav og likviditeten på pengemarkederne rigelig, og på det finanspolitiske område har regeringerne gennemført en række konsolideringstiltag.

Den finansielle uro og deraf følgende usikkerhed om vækstudsigterne har fjernet forsommerens fokus på normalisering af renteniveauerne og tilbagetrækning af ekstraordinære tiltag. Inden uroen greb om sig, besluttede ECB 7. juli at forhøje renten ved de primære markedsoperatio-

SKØN FOR BNP-VÆKST I UDVALGTE ØKONOMIER Tabel 1

Pct.	2010	2011	2012	Ændring ift. april 2011	
				2011	2012
USA	3,0	1,6	2,1	-1,3	-1,2
Euroområdet	1,8	1,7	1,0	0,0	-0,7
Tyskland	3,5	2,9	1,3	0,2	-0,6
Frankrig	1,4	1,7	1,2	0,0	-0,5
Italien	1,3	0,7	0,3	-0,3	-0,8
Spanien	-0,1	0,7	0,8	0,0	-0,5
Storbritannien	1,1	1,2	1,8	-0,6	-0,4
Sverige	5,7	4,3	2,1	0,0	-0,8
Japan	4,0	-0,5	2,4	-0,8	-0,3
Kina	10,3	9,2	8,8	-0,1	-0,1
Indien	10,1	7,7	8,1	-0,5	-0,4

Anm.: De viste skøn er månedlige estimater for BNP-vækst baseret på spørgeundersøgelser af mere end 700 økonomers forventninger. De angivne skøn er fra september bortset fra for Kina og Indien (august).
Kilde: Consensus Economics.

ner med 0,25 procentpoint til 1,5 pct. for at modgå inflationært pres. Den amerikanske centralbank, Federal Reserve, og Japans centralbank, Bank of Japan, har holdt deres renter i ro.

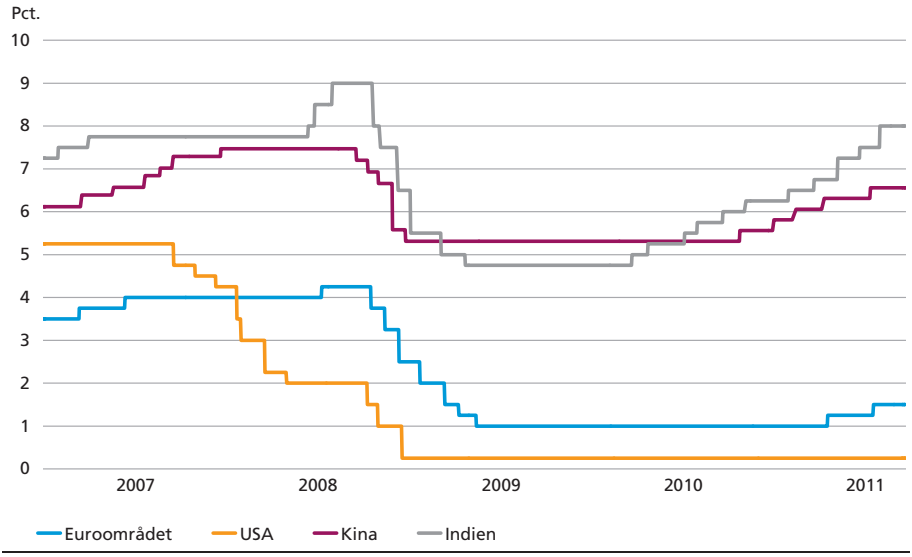
Som reaktion på den finansielle uro meddelte Federal Reserve i august, at banken med de nuværende økonomiske udsigter vil fastholde sin pengepolitiske rente uændret lav frem til tidligst midten af 2013. På tværs af lande er de pengepolitiske renter trods enkelte renteforhøjelser lave. Det gælder såvel i avancerede økonomier som vækstøkonomierne, jf. figur 6, hvor høj inflation tilsiger en strammere pengepolitik.[1]

I Europa planlægges de offentlige finanser konsolideret i henhold til programmer fremlagt under stabilitets- og vækstpagten. Konsolideringen skal bringe underskuddene på de offentlige budgetter ned under de af pagten krævede 3 pct. af BNP. Samlet set for perioden 2010-14 vil der være tale om betydelige stramninger på mellem 8,5 og 11 pct. af BNP i de mest udsatte eurolande Portugal, Grækenland og Irland, jf. figur 7.

Markederne synes at have reageret på, at flere finanspolitiske konsolideringsplaner indebærer en udskydelse af stramninger til sidst i forløbet. Som følge af sommerens finansielle uro er den oprindelige konsolideringsplan for Italien blevet yderligere strammet op, og flere foranstaltninger er fremrykket til 2012-13. Strukturelt indeholder planen endvidere en forhøjelse af pensionsalderen. Den franske regering har ligeledes igangsat planer for yderligere finanspolitisk stramning efter, at den finansielle uro også påvirkede markedet for franske statsobligationer.

[1] For at undgå en uhensigtsmæssig stor indstrømning af kapital anvender flere lande andre instrumenter i samspil med rentefastsættelsen, jf artiklen Udsving i de internationale kapitalbevægelser: udfordringer og politiksvar, i denne kvartalsoversigt.

PENGEPOLISKE RENTER I USA, EUROOMRÅDET, KINA OG INDIEN 2007-11 Figur 6



Kilde: Reuters EcoWin.

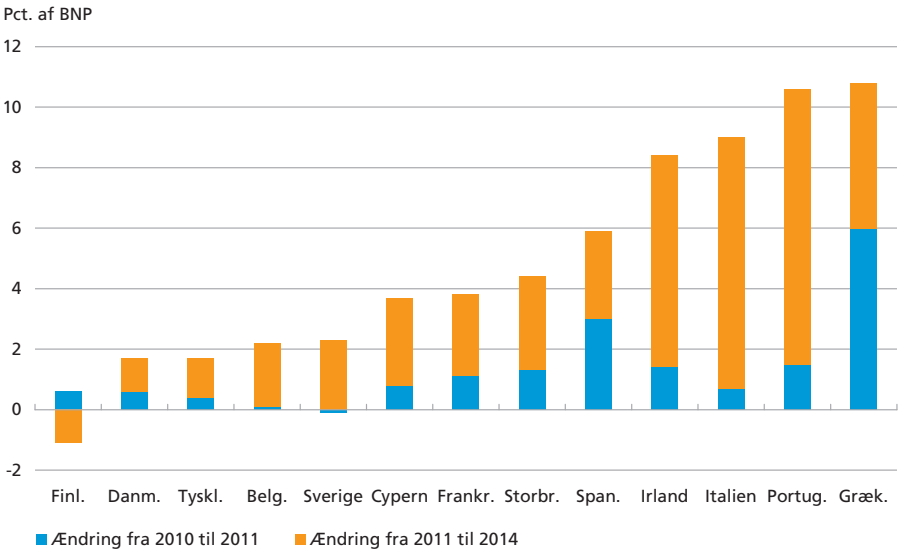
De avancerede økonomier ser i disse år konsekvenserne af tidligere års højkonjunktur og gældsopbygning. Det tager tid at nedbringe den opbyggede gæld og andre ubalancer efter en kraftig konjunkturopgang. Troværdige mellemfristede konsolideringsplaner og konkrete politiske beslutninger, som er to skridt foran de finansielle markeder, er en vigtig del af vejen til at dæmpe den finansielle uro og skabe fornyet styrke i opsvinget.

Nye rammer for det økonomisk-politiske samarbejde i EU

Det første af de nye såkaldte europæiske semestre blev afrundet af Det Europæiske Råds, DER's, møde 23.-24. juni. I den sidste fase af det europæiske semester er der som planlagt udarbejdet landespecifikke henstillinger efter en vurdering af bl.a. medlemsstaternes nationale reformprogrammer samt stabilitets- eller konvergensprogrammer. Stats- og regeringscheferne i euroområdet enedes endvidere om at udvide den effektive låneramme for den midlertidige lånefacilitet, European Financial Stability Facility, EFSF, til 440 mia. euro, og der blev opnået enighed om traktaten vedrørende den permanente lånefacilitet, European Stability Mechanism, ESM, der træder i kraft 1. juli 2013.

Den såkaldte europluspagt, der omfatter eurolandene og de af de øvrige EU-lande, der selv vælger at deltage, er vedtaget parallelt med det første europæiske semester. Hertil kommer, at man er kommet tæt på enighed om en række andre foranstaltninger, der i væsentlig grad vil

PLANLAGT KONSOLIDERING, ÆNDRING I PRIMÆR STRUKTUREL BALANCE, 2010-14 Figur 7



Anm.: Den primære strukturelle balance er den samlede budgetbalance korrigeret for cykliske udsving ekskl. nettorenteudgifter og engangseffekter. Data for 2011-12 er Europa-Kommissionens skøn, mens 2013-14 er skøn som angivet i de nationale programmer. For Grækenland vises estimaterne i stabilitetsprogrammet, der blev vedtaget i parlamentet i slutningen af juni 2011 og derefter indleveret til Kommissionen. Italiens nye tiltag svarende til ekstra 0,5 pct. af BNP på den primære balance i 2014 i forhold til stabilitets- og konvergensprogrammet fra maj er lagt ind. Data for Irland er ekskl. effekterne af den irske stats rekapitalisering i 2010 af irske banker med et beløb svarende til ca. 20 pct. af BNP. For Danmark anvendes Finansministeriets opgørelse af den primære strukturelle saldo som angivet i Danmarks konvergensprogram maj 2011.

Kilde: Stabilitets- og konvergensprogrammer 2011, Danmarks konvergensprogram maj 2011, IMF's vurdering ved programindgåelse med Portugal.

være med til at styrke samordningen af den økonomiske politik inden for EU. Det gælder ikke mindst styrkelse af stabilitets- og vækstpagten, indførelse af overvågning af makroøkonomiske ubalancer samt styrkelse af de finanspolitiske rammer.

På et ekstraordinært topmøde 21. juli vedtog euroområdets stats- og regeringschefer en ny hjælpepakke til Grækenland. Den samlede ramme er på 109 mia. euro. Endvidere blev det besluttet at nedsætte renterne og forlænge løbetiden for EFSF-lån til Grækenland, Irland og Portugal, mens Grækenland vil få en afdragsfri periode på ti år. Herudover skal der ske en frivillig involvering af den private sektor. Det blev dog samtidig understreget, at involveringen af den private sektor alene relaterer sig til den græske statsgæld, og at samtlige andre eurolande fortsat til fulde skal og vil honorere deres betalingsforpligtelser. Finland har stillet krav om særlig sikkerhedsstillelse for lånene til Grækenland, hvilket efterfølgende har bidraget til uro om de indgåede aftaler.

Det blev på topmødet desuden vedtaget at udvide mandaterne for EFSF og ESM for at styrke disse instrumenter i bekæmpelsen af smitteef-

fekter i krisesituationer. EFSF/ESM vil fremover kunne: 1) handle på grundlag af et forebyggende program, 2) finansiere rekapitalisering af finansielle institutioner gennem lån til medlemslande – også ikke-programlande og 3) intervenere i de sekundære statsgældsmarkeder, hvis medlemslandene i EFSF/ESM er enige herom, og hvis der på grundlag af en ECB-analyse kan konstateres exceptionelle omstændigheder på de finansielle markeder og risici for den finansielle stabilitet. De nye instrumenter skal godkendes i de nationale parlamenter, inden de kan iværksættes. Den proces er i gang.

PENGE- OG VALUTAFORHOLD

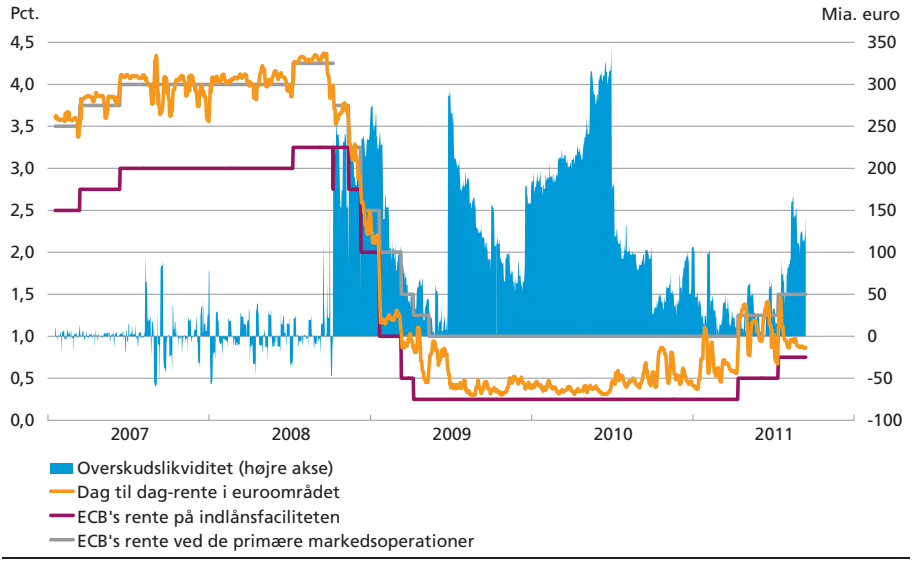
Kronen har i de seneste måneder ligget stabilt over for euroen på et niveau lidt stærkere end centralkursen i ERM2.

Nationalbanken fulgte ECB's rentebeslutning i begyndelsen af juli og forhøjede med virkning fra 8. juli de pengepolitiske renter med 0,25 procentpoint. De fornyede spændinger på de finansielle markeder i nogle lande i euroområdet førte til, at ECB i begyndelsen af august annoncerede foranstaltninger med henblik på at understøtte likviditetsforholdene. Herefter faldt de korte sikrede pengemarkedsrenter i euroområdet, og spændet til de tilsvarende danske renter blev udvidet med tendens til styrkelse af kronen til følge. På den baggrund nedsatte Nationalbanken med virkning fra 26. august indskudsbevis- og foliorenten med 0,1 procentpoint til henholdsvis 1,10 og 1,00 pct. Med virkning fra 16. september blev indskudsbevis- og foliorenten nedsat med yderligere 0,1 procentpoint til henholdsvis 1,00 og 0,90 pct. I begge tilfælde blev udlånsrenten og diskontoen fastholdt på henholdsvis 1,55 og 1,25 pct.

Valutareserven steg fra ultimo maj til ultimo august med 22,3 mia. kr. til 475,7 mia. kr. Størstedelen af stigningen kan tilskrives, at Nationalbanken intervenerede i valutamarkedet i august forud for den selvstændige rentenedsættelse og købte valuta mod kroner. Derudover har statens nettooptagelse af lån i udlandet bidraget til stigningen i valutareserven. Bidraget til valutareserven fra statens låntagning ventes at falde i november 2011, hvor der er afdrag på udenlandske lån for 32,1 mia. kr.

De likviditetsforanstaltninger, som ECB annoncerede i begyndelsen af august, var bl.a., at ECB fortsætter med at give fuld tildeling til fast rente ved de primære markedsoperationer frem til 17. januar 2012, med mulighed for forlængelse, og en udvidelse af ECB's udlån med længere løbetid. Umiddelbart efter annonceringen foretog ECB den 9. august udlån med 6 måneders løbetid, hvor renten fastsættes som et gennemsnit af renten ved ECB's ugentlige markedsoperationer i lånets løbetid.

OVERSKUDSLIKVIDITETEN OG DAG TIL DAG-RENTEN I EUROOMRÅDET Figur 8



Anm.: Overskudslikviditeten er mængden af likviditet, der ligger over ECB's opgørelse af bankernes behov for likviditet. Behovet er givet ved ECB's reservekrav til bankerne og de autonome faktorer såsom seddelomløbet og de offentlige indlån i bankerne. 5-dages glidende gennemsnit for dag til dag-renten i euroområdet (Eonia). Seneste observation er 13. september 2011.
Kilde: Reuters EcoWin og ECB.

Der blev efterspurgt og tildelt lån for 49,8 mia. euro. Overskudslikviditeten steg efter tildelingen til det højeste niveau siden begyndelsen af juli 2010, hvor to af ECB's ekstraordinære 12-måneders-lån stadig løb, jf. figur 8.

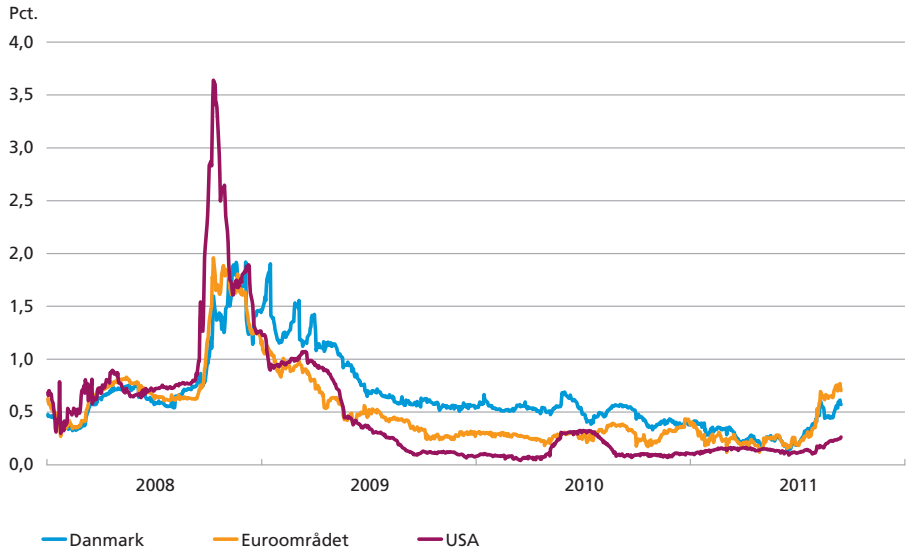
Forholdene på pengemarkederne i euroområdet blev forværret i begyndelsen af juli, jf. afsnittet om international økonomi. De korte pengemarkedsrenter i euroområdet og Danmark faldt i lyset af den stigende tendens i overskudslikviditeten og uroen på markederne som følge af gældskrisen i euroområdet. Spændet mellem de usikrede og sikrede pengemarkedsrenter er siden begyndelsen af juli 2011 steget betydeligt i euroområdet og i lidt mindre grad i Danmark. En lignende udvidelse er ikke set i USA, jf. figur 9. Spændudvidelsen viser, at nogle banker har vanskeligt ved at skaffe likviditet på pengemarkedet.

De danske pengeinstitutters likviditetsoverdækning i forhold til lovkravet er faldet de seneste måneder, jf. figur 10, men medianinstituttets overdækning er fortsat betydelig. Der er dog stor spredning mellem de enkelte institutter.

Institutter, der har anvendt statsgarantien til at finansiere et indlånsunderskud, står over for en særlig udfordring med at skaffe finansiering på markedsvilkår. For enkelte institutter med indlånsunderskud udgør statsgaranterede udstedelser en væsentlig del af balancen, jf. figur 11. Gæld med individuel statsgaranti udløber i 2011-13, størstedelen i 2013.

SPÆNDET MELLEM USIKREDE OG SIKREDE 3-MÅNEDERS PENGEMARKEDSRENTER I DANMARK, EUROOMRÅDET OG USA

Figur 9

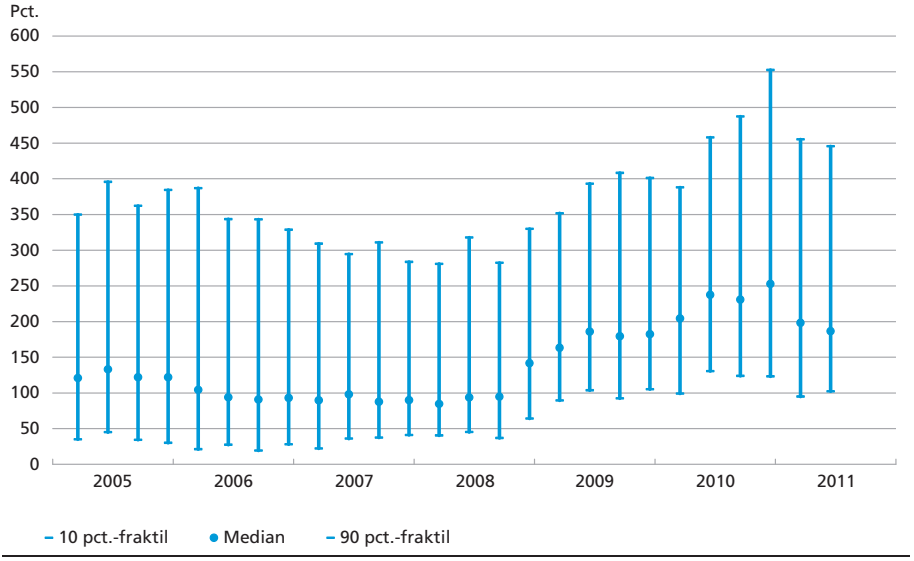


Anm.: Usikrede renter i Danmark, euroområdet og USA er henholdsvis Cibor, Euribor og Libor. Sikrede renter er baseret på en 3-måneders renteswap med dag til dag-renten. Seneste observation er 14. september 2011.

Kilde: Reuters EcoWin.

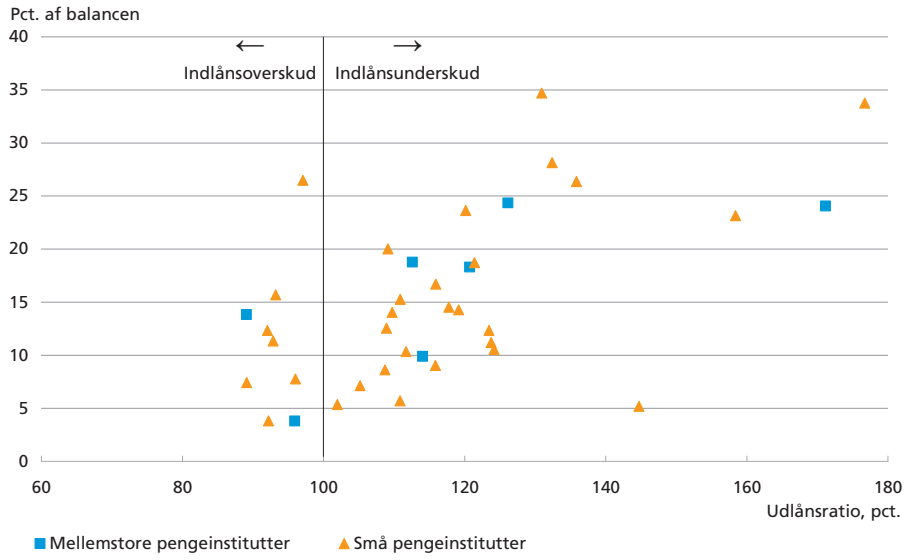
PENGEINSTITUTTERNES LIKVIDITETSOVERDÆKNING I FORHOLD TIL LOVKRAVET

Figur 10



Kilde: Finanstilsynet.

UDLÅNSRATIO OG STATSGARANTEREDE UDSTEDELSERS ANDEL AF BALANCEN, ULTIMO JUNI 2011 Figur 11



Anm.: Udlånsratio er beregnet som udlån i procent af indlån. Indlån er korrigeret for individuelt statsgaranterede indlån fra SPV'er, der udsteder obligationer med sikkerhed i individuelt statsgaranterede lån. Data omfatter pengeinstitutter i Finanstilsynets gruppe 2 og 3 med individuel statsgaranti.
Kilde: Danmarks Nationalbank og Finansiel Stabilitet A/S.

Nationalbanken udvidede pr. 10. august 2011 sikkerhedsgrundlaget for penge- og realkreditinstitutternes lån i Nationalbanken med en række værdipapirtyper, herunder de såkaldte sektorselskabsaktier, der fx er aktier i DLR Kredit og Nets, som også var belånbare fra efteråret 2008 til februar 2011. Udvidelsen af sikkerhedsgrundlaget forventes at give institutterne adgang til ca. 10 mia. kr.

Den 16. august 2011 annoncerede Nationalbanken, at belåningsgrundlaget for pengeinstitutternes lån i Nationalbanken vil blive udvidet med henblik på at forbedre institutternes adgang til likviditet. Udvidelsen af belåningsgrundlaget vil både bidrage til at forbedre bankernes adgang til likviditet på kort sigt og til at lette forløbet i forbindelse med de individuelle statsgarantiers udløb. Det vil, som i bl.a. euroområdet og Storbritannien, blive muligt for institutterne at belåne deres udlån af god bonitet. Nationalbanken planlægger at iværksætte ordningen fra 1. oktober 2011. De nærmere modaliteter vil blive fastlagt i den kommende tid.

Et flertal i Folketinget besluttede i august 2011 at iværksætte en række initiativer, der skal forbedre mulighederne for at finde markedsmæssige løsninger for nødlidende pengeinstitutter, før afvikling under Bankpakke 3 finder anvendelse. Initiativerne i konsolideringspakken, også kaldet Bankpakke 4, er beskrevet i boks 1.

BANKPAKKE 4[1] Boks 1

Bankpakke 4 indeholder følgende initiativer:

- For at styrke mulighederne for håndtering af nødlidende pengeinstitutter udvides den eksisterende medgiftsordning. Der gives mulighed for, at statens selskab, Finansiel Stabilitet, kan yde en medgift til et sundt pengeinstitut, der er villig til at overtage alle dele af et nødlidende institut, bortset fra aktiekapital og anden ansvarlig kapital. Det er en forudsætning, at det nødlidende institut har indgået aftale om en individuel statsgaranti. Det sunde institut vil fremover – ud over en medgift fra Indskydergarantifonden – tillige kunne få en medgift fra Finansiel Stabilitet, hvis det viser sig nødvendigt for at få overtagelsen på plads. Der gives endvidere mulighed for, at Finansiel Stabilitet kan yde en medgift i tilfælde af, at et datterselskab til Finansiel Stabilitet overtager et nødlidende pengeinstitut, bortset fra aktiekapital og anden ansvarlig kapital, og i umiddelbar forlængelse heraf frasælger den sunde del til et sundt pengeinstitut uden at ikke-efterstillede kreditorer lider tab. Medgiften fastsættes i begge tilfælde med udgangspunkt i det tab, som staten måtte forvente at lide på den individuelle statsgaranti, hvis det nødlidende institut skulle afvikles efter bankpakke 3.
- Med henblik på at understøtte konsolideringen blandt pengeinstitutter indføres en ordning, hvorefter pengeinstitutter frem til udgangen af 2013 kan søge om en individuel statsgaranti i forbindelse med en fusion. Ordningen administreres af Finansiel Stabilitet. Pengeinstitutter kan søge om individuel statsgaranti, hvis en fusion udløser forfald af eksisterende seniorgæld til betaling. Pengeinstitutter kan endvidere søge om individuel statsgaranti, hvis mindst et af de to fusionerende institutter har en individuel statsgaranti. Obligationer udstedt med ny individuel statsgaranti belånes i Nationalbanken.
- Der nedsættes en arbejdsgruppe under Økonomi- og Erhvervsministeriet, der skal se på mulighederne for at etablere en konsolideringsfond i regi af Indskydergarantifonden. Fonden skal kunne medvirke til at dække omkostninger ved fusioner. Arbejdsgruppen skal ligeledes se på finansieringen af Indskydergarantifonden med henblik på at opnå en mere jævn belastning af sektoren i forbindelse med indbetalinger til fonden.
- Med henblik på at forberede kommende regler om systemisk vigtige institutter i Danmark nedsættes et ekspertudvalg under Økonomi- og Erhvervsministeriet. Udvalget skal bl.a. se på, hvilke kriterier der skal være opfyldt for, at et institut kan siges at være systemisk i Danmark, og hvilke instrumenter der kan anvendes i forhold til systemisk vigtige institutter, der måtte komme i vanskeligheder.

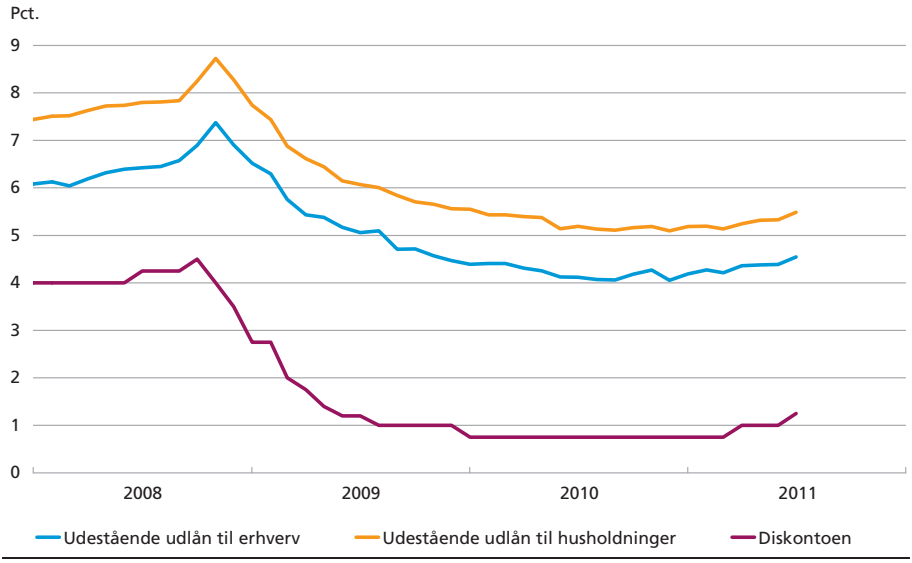
[1] Aftale af 25. august 2011 mellem regeringen (Venstre og Det Konservative Folkeparti) og Socialdemokraterne, Dansk Folkeparti, Socialistisk Folkeparti, Radikale Venstre og Liberal Alliance om en række konsolideringsinitiativer.

Kapitalmarkedet

En række pengeinstitutter annoncerede i juni og begyndelsen af juli 2011, at de i juli og august ville forhøje deres udlånsrenter over for husholdninger og erhvervskunder med mellem 0,25 og 0,5 procentpoint. Samtidig meddelte en del af institutterne, at indlånsrenterne ikke ville følge med op. Tilsammen står institutterne, der har varslet stigende udlånsrenter, for omkring to tredjedele af pengeinstitutternes samlede udlån til husholdninger og erhverv. Institutterne begrundede renteforhøjelserne med øgede finansieringsomkostninger i de finansielle marke-

PENGEINSTITUTTERNES RENTER PÅ UDESTÅENDE UDLÅN TIL HUSHOLDNINGER OG ERHVERV

Figur 12



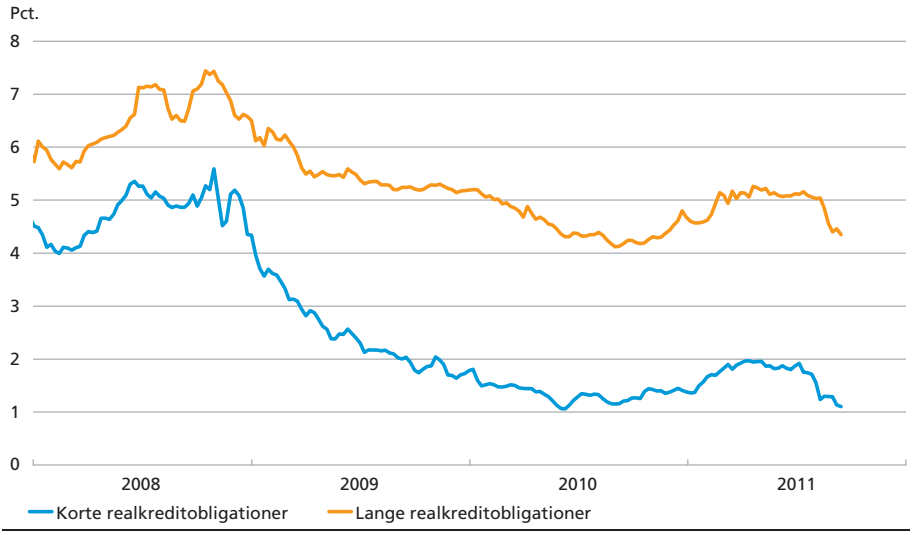
Anm.: Seneste observation er juli 2011.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

der samt omkostninger til Indskydergarantifondens dækning i forbindelse med Amagerbanken og Fjordbank Mors' konkurs. Renteændringerne er endnu ikke slået fuldt igennem på pengeinstitutternes renter på udestående udlån til husholdninger og erhverv. Fra juni til udgangen af juli steg renten på udlån til begge sektorer med knap 0,2 procentpoint. Siden årsskiftet er der tale om en stigning på knap 0,5 procentpoint, jf. figur 12, omtrent svarende til udviklingen i de pengepolitiske renter over samme periode.

Renten på de korte realkreditobligationer faldt betydeligt i løbet af juli og den første del af august 2011 og var medio september 1,1 pct. Renten på de lange obligationer er også faldet og var medio september 4,4 pct., jf. figur 13.

Renten på 10-årige statsobligationer er faldet i en række lande siden juni 2011. Det afspejler bevægelsen mod sikre aktiver, jf. afsnittet om international økonomi. Renten på de 10-årige danske statsobligationer er siden årsskiftet faldet med 1,0 procentpoint til 2,1 pct. medio september. Faldet er især sket siden medio juli, jf. figur 14. Udviklingen i de 10-årige danske statsobligationsrenter afspejler udviklingen i de tilsvarende tyske renter, idet det løbetidskorrigerede rentespænd mellem danske og tyske statsobligationer fortsat lå stabilt omkring 0,2 procentpoint medio september. De danske statsobligationsrenter lå fortsat lidt lavere end fx de tilsvarende hollandske og finske.

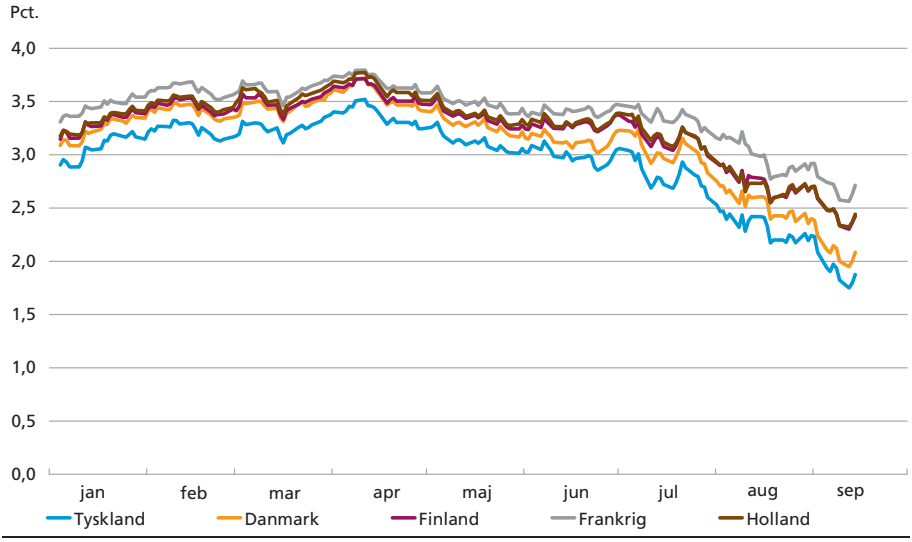
RENTER PÅ DANSKE REALKREDITOBLIGATIONER Figur 13



Anm.: Den 1-årige rente på rentetilpasningsobligationer er et ugentligt gennemsnit med seneste observation 14. september 2011. Den lange realkreditobligationsrente er en gennemsnitlig effektiv rente baseret på 30-årige fastforrentede konverterbare realkreditobligationer, opgjort ugentligt. Det vil sige gennemsnittet af den effektive rente, som investorer får på de nyudstedte realkreditobligationer, de har købt i den pågældende uge. Seneste observation er uge 37.
Kilde: Nordea Analytics og Realkreditrådet.

Fjordbank Mors blev nødlidende i juni 2011, da banken ikke længere kunne opfylde solvenskravet. Et forsøg fra sektoren på at finde en markedsmæssig løsning slog fejl, og banken måtte derfor indgå en aftale med Finansiel Stabilitet om overdragelse af bankens aktiver til et datter-

RENTER PÅ 10-ÅRIGE STATSOBLIGATIONER FOR UDVALGTE LANDE I 2011 Figur 14



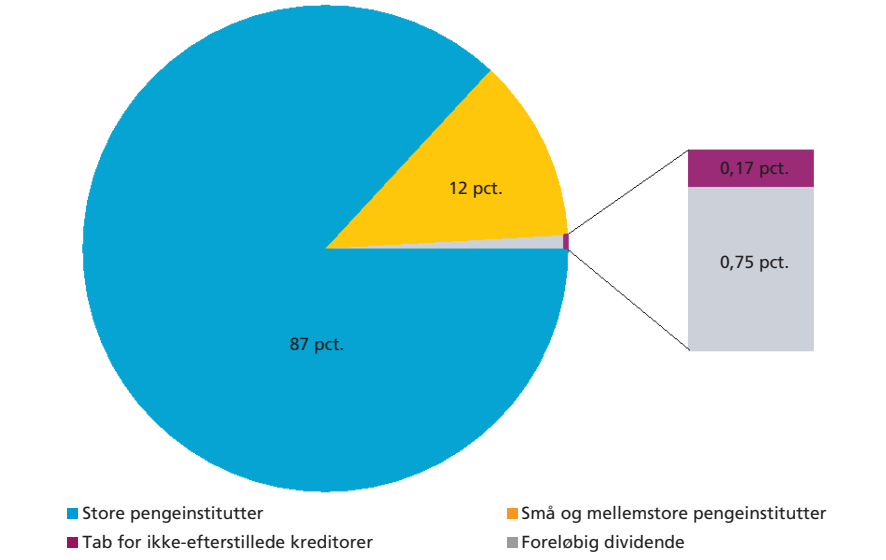
Anm.: Løbetidskorrigerede renter. Seneste observation er 14. september 2011.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

selskab til Finansiel Stabilitet (Fjordbank Mors af 2011). Overdragelsen havde virkning fra 24. juni 2011 og omfattede samtlige aktiver. Betalingen for aktiverne blev foreløbigt fastsat til 7,8 mia. kr. svarende til ca. 74 pct. af de usikrede, ikke-efterstillede krav. På overdragelsestidspunktet var der kendte forpligtelser for 3,6 mia. kr., der ikke blev overtaget. Betalingen kan senere blive forhøjet. I så fald vil datterselskabet til Finansiel Stabilitet overtage yderligere forpligtelser. Kunder med et nettoindestående op til et beløb på 100.000 euro, svarende til ca. 745.000 kr., var fuldt dækkede af Indskydergarantifonden og kunne fortsat disponere over deres fulde tilgodehavende. Kreditorer, hvis indskud oversteg dette beløb, må, ifølge den foreløbige opgørelse, imødese tab på ca. 26 pct. af de overskydende beløb. Kunderne oplevede i øvrigt ingen forskel i den praktiske håndtering af deres bankforretninger og kunne fortsat anvende betalingskort, netbank mv.

Fjordbank Mors blev det andet pengeinstitut, som afvikles efter afviklingsordningen under Bankpakke 3. De samlede tab for ikke-efterstillede kreditorer i Amagerbanken og Fjordbank Mors udgør mindre end 2 promille af de samlede ikke-efterstillede forpligtelser i danske pengeinstitutter, jf. figur 15.

Den 1. juli blev kreditværdigheden for bl.a. Nykredit Realkredit og BRFkredit nedjusteret hos et af de internationale kreditvurderingsbureauer. Realkreditobligationernes kreditværdighed vurderes både på

IKKE-EFTERSTILLEDE FORPLIGTELSER I DANSKE PENGEINSTITUTTER Figur 15



Anm.: Ikke-efterstillede forpligtelser pr. 31. december 2010. Tab for ikke-efterstillede kreditorer, herunder Indskydergarantifonden og staten, er opgjort på baggrund af Finansiel Stabilitet A/S' meddelelse af 29. juni 2011 (Amagerbanken) samt Finansiel Stabilitet A/S' meddelelse af 26. juni 2011 (Fjordbank Mors).
Kilde: Finanstilsynet, Finansiel Stabilitet A/S og egne beregninger.

baggrund af udstederens kreditværdighed og kvaliteten af de aktiver, der ligger til sikkerhed for obligationen. Nedjusteringerne af de nævnte udstederes kreditværdighed påvirker derfor ikke nødvendigvis klassificeringen af alle obligationer udstedt af de berørte institutter. Nedjusteringen af BRFkredit medførte en umiddelbar nedgradering af BRFkredits særligt dækkede obligationer. Nedjusteringen af Nykredit fik ikke umiddelbar betydning, men senere er en mindre del af Nykredits obligationer, der indgår i finansieringen af realkreditudlån til erhverv, blevet nedjusteret. Nedjusteringerne har ikke givet anledning til væsentlige priseffekter på obligationerne.

Nedjusteringerne skete bl.a. som følge af kreditvurderingsbureauets ændrede syn på den refinansieringsrisiko, der knytter sig til rentetilpasningslån, og dets forventninger til realkreditinstitutternes indtjeningsevne.

Realkreditinstitutterne er i flere tilfælde blevet mødt med krav om at øge dækningen bag de udstedte obligationer for at undgå en nedjustering. Det har flere institutter valgt at følge. Flere institutter er endvidere i gang med at foretage ændringer i deres forretningsmodeller, herunder forhøjelser af bidragssatserne. Det kan dels styrke institutternes økonomiske buffere, dels bidrage til en hensigtsmæssig prisdifferentiering på de udbudte realkreditprodukter.

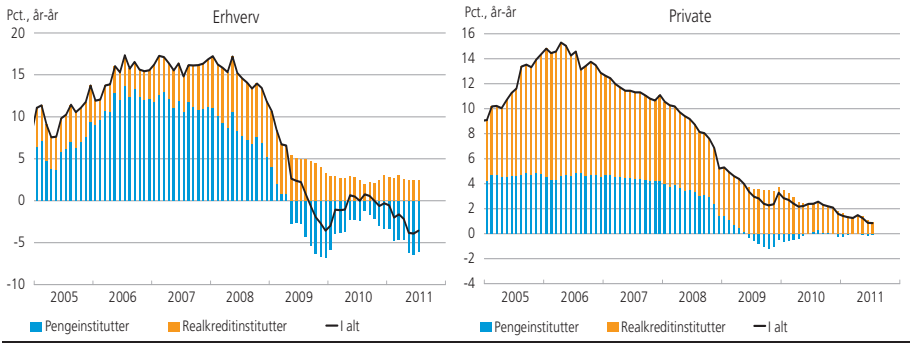
Den Europæiske Banktilsynsmyndighed, EBA, har i 2011 ligesom i de to tidligere år udført stresstest af de europæiske bankers modstandskraft over for et negativt stød til den økonomiske udvikling. Resultaterne for dette års test blev offentliggjort 15. juli 2011. Testen omfattede 90 banker fordelt på 21 lande. Der deltog 4 danske kreditinstitutter: Danske Bank, Jyske Bank, Nykredit og Sydbank, der alle udviste stor modstandsdygtighed. Ved udgangen af stressscenariet havde de danske kreditinstitutter kernekapitalprocenter i intervallet mellem 9,4 og 13,6 pct., hvilket er væsentligt over testens minimumskriterium på 5 pct. Samtidig viste stresstesten, at de danske kreditinstitutters eksponeringer over for de mest sårbare stater i Europa er meget begrænset.

I efteråret 2010 blev der nedsat en arbejdsgruppe, der skulle undersøge mulighederne for at indføre en supplerende referencerente til Cibor for det danske pengemarked. I arbejdsgruppen deltager Nationalbanken, Finansrådet, Realkreditrådet og Realkreditforeningen. Gruppen offentliggjorde sine resultater 8. juli 2011. Gruppens vurdering er, at Cita-swaps p.t. er det bedste grundlag for en supplerende referencerentekurve.[1] Udformningen af regler og praktik foregår under Finansrådets ledelse. Arbejdet forventes afsluttet ultimo 2011.

[1] Se artiklen om pengemarkedet i denne Kvartalsoversigt for en nærmere beskrivelse af det danske pengemarked og Cita-swaps.

VÆKST I UDLÅNET TIL ERHVERV OG PRIVATE FORDELT PÅ PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTER

Figur 16



Anm.: Sæsonkorrigerede udlån fra penge- og realkreditinstitutter placeret i Danmark. Seneste observation er juli 2011.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

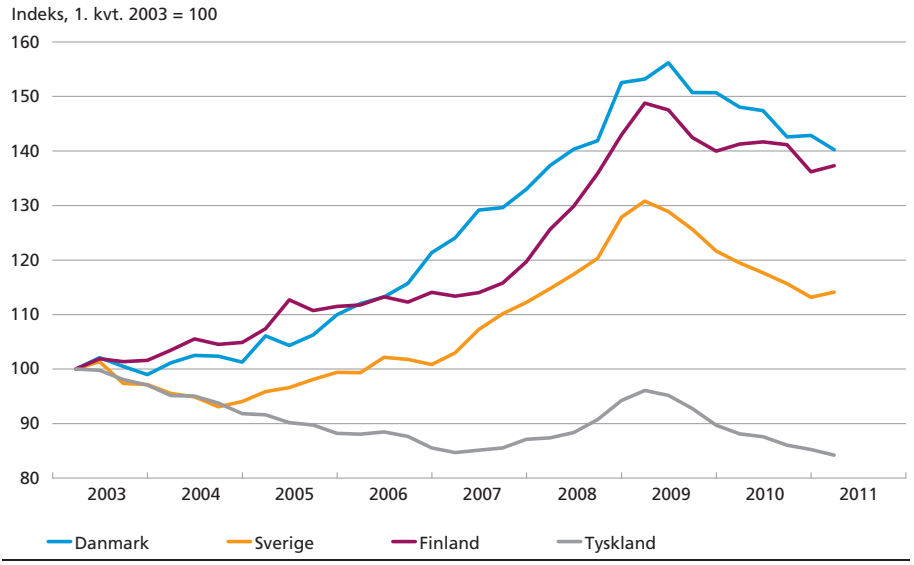
Kreditudviklingen

Penge- og realkreditinstitutternes samlede udlån til private og erhverv har været nogenlunde uændret fra maj til udgangen af juli 2011. Det samlede udlån til private er steget moderat med 5,6 mia. kr. siden årsskiftet til 2.319 mia. kr. ved udgangen af juli. Samtidig er det samlede udlån til erhverv faldet 15,5 mia. kr. til 1.005 mia. kr. År til år-væksten i udlånet til erhverv har været negativ siden oktober 2010, mens væksten i udlån til private udgjorde 0,8 pct. i juli 2011, jf. figur 16. For erhvervsudlånene sker der stadig en forskydning fra penge- til realkreditinstitutter.

Omkring to tredjedele af faldet i pengeinstitutternes udlån til erhverv fra januar til juli 2011 kan tilskrives opgørelsesmetoden. Finansiel Stabilitets koncernstrukturændring indebar, at de tidligere datterselskaber, som blev overdraget under Bankpakke 1, samt Roskilde Bank, blev samlet i FS Bank A/S og FS Finans A/S. Da sidstnævnte ikke har banklicens, og dermed ikke indgår i Nationalbankens statistik over udlån, bidrager det til et væsentligt fald i det samlede udlån. Samtidig har nogle udenlandske pengeinstitutter med filialer eller datterbanker i Danmark flyttet forretninger til deres hjemland. Endelig steg institutternes tab under den finansielle krise, og idet tabene fjernes fra pengeinstitutternes balance, udgår de af udlånet. Den resterende del af faldet i erhvervsudlånet er bredt fordelt mellem pengeinstitutterne.

Nationalbankens udlånsundersøgelse peger på vigende efterspørgsel efter lån, hvilket understøttes af den aktuelle konjunktursituation, hvor virksomhederne sparer op. I udlånsundersøgelsen fremgår det også, at pengeinstitutternes kreditpolitik har været uændret siden den kraftige stramning i 2008 og begyndelsen af 2009, men at institutterne nu i høje-

UDLÅN TIL ERHVERV I FORHOLD TIL BNP Figur 17



Anm.: Beholdning af udlån fra MFI'er til indenlandske ikke-finansielle selskaber i forhold til årligt sæsonkorrigeret BNP. For Finland er modpartsområdet euroområdet, hvor andre lande end Finland kun udgør en meget lille del af det totale udlån. Kvartalsdata. Seneste observation er 1. kvartal 2011.
Kilde: ECB's Statistical Data Warehouse, Deutsche Bundesbank og Reuters EcoWin.

re grad differentierer mellem forskellige kundegrupper. Der er skærpede vilkår over for virksomheder med en dårlig indtjening, mens virksomheder med en god indtjening har fået lettere adgang til lån.

Penge- og realkreditinstitutternes samlede udlån til erhverv som andel af BNP har været faldende de seneste to et halvt år, men ligger stadig på et højere niveau end i perioden før efteråret 2008. Samme udvikling har fundet sted i andre lande, jf. figur 17.

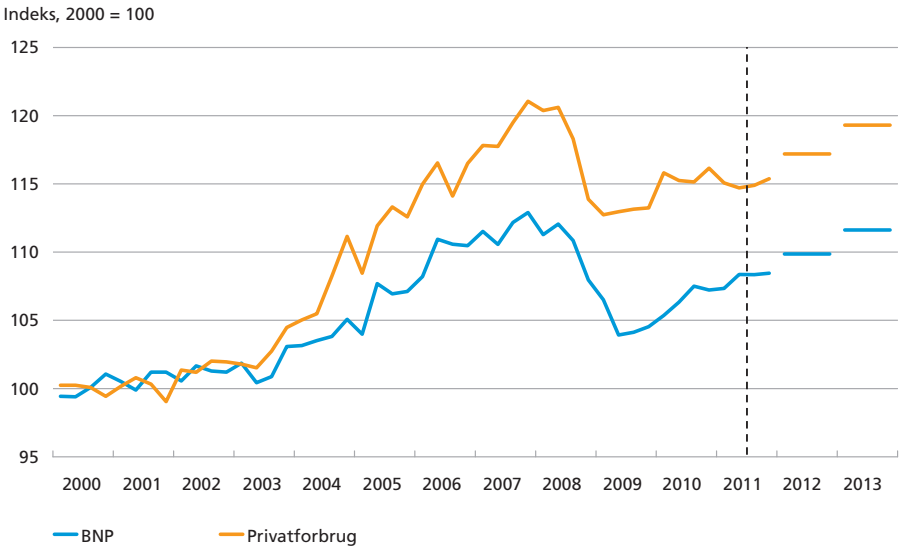
DANSK ØKONOMI

Væksten i dansk økonomi har bevæget sig omkring en årsrate på ca. 2 pct. siden midten af 2009, jf. figur 18. Det er lidt over fremgangen i produktionspotentialet og har dermed bidraget til et fald i den ledige kapacitet, som opstod efter krisen. Denne udvikling er fortsat i 1. halvår 2011.

Fremgangen i økonomien blev igennem 2010 hovedsagelig trukket af privat forbrug, eksport og offentlige investeringer. I 1. halvår 2011 faldt det private forbrug en smule, mens eksporten fortsat voksede. Der har også været stigning i det offentlige forbrug i perioden. Erhvervsinvesteringerne har derimod været faldende.

Over den samlede periode siden 2000 er det private forbrug steget betydeligt mere end BNP. Det afspejler bl.a., at stigningen i de disponible

BNP OG DET PRIVATE FORBRUG Figur 18



Anm.: BNP og det private forbrug i mængder. Fremskrivningen efter 2011 er vist på årsgennemsnit.
Kilde: Danmarks Statistik og Nationalbankens prognose.

indkomster i kraft af skattelettelser og faldende renteudgifter har været højere end fremgangen i produktionen.

I de nærmeste kvartaler tegner udviklingen svagere end i 1. halvår. Det skyldes hovedsagelig, at forværrede udsigter hos vore samhandelspartnere har ført til en mærkbar nedjustering af eksportmarkedsvæksten både i 2. halvår 2011 og næste år, jf. appendiks 1. Det kan ikke undgå at slå igennem på dansk vækst og beskæftigelse. Omvendt er finanspolitikken efter store lempelser i 2009 og 2010 stadig ekspansiv, idet kun en begrænset del af lempelserne er rullet tilbage igen.[1] Samtidig er renteniveauet usædvanligt lavt. Det holder hånden under økonomien. For 2011 som helhed skønnes BNP-væksten at blive 1,4 pct.[2] I de kommende to år ventes en vækst omkring 1,6 pct., jf. tabel 2.

Det private forbrug faldt i 1. halvår 2011 efter at være steget pænt i en periode. Husholdningerne fortsætter med at spare en stor del af de disponible indkomster op, og forbrugskvoten ligger noget under sit langsigtede gennemsnit.

De ikke-finansielle virksomheder har de seneste tre år øget deres opsparing og nedbragt investeringsomfanget. Set under ét har hushold-

[1] Tilbagetrækningsreformen, som i maj blev aftalt mellem Venstre, Det Konservative Folkeparti, Dansk Folkeparti og Det Radikale Venstre, er ikke indeholdt i prognosen, da den ikke er vedtaget i Folketinget. Hvis reformen vedtages, bliver finanspolitikken mere lempelig i 2012 som følge af udbetalingen af efterlønsbidraget, jf. Kvartalsoversigten, 2. kvartal 2011. Udbetalingen vurderes i 2012 at løfte væksten i det private forbrug med 0,6 procentpoint og BNP-væksten med 0,2 procentpoint.

[2] Beregningerne er baseret på statistisk information til og med 12. september 2011.

CENTRALE ØKONOMISKE STØRRELSER — Tabel 2

Realvækst i forhold til året før, pct.	2010	2011	2012	2013
BNP	1,7	1,4	1,6	1,6
Privat forbrug	2,3	-0,5	1,9	1,8
Offentligt forbrug	0,7	0,3	0,7	0,2
Boliginvesteringer	-9,0	8,2	2,4	4,0
Offentlige investeringer	6,9	5,2	-4,8	-7,2
Erhvervsinvesteringer	-2,6	-5,0	8,3	7,1
Lagerinvesteringer[1]	0,9	0,6	0,1	0,1
Eksport	3,8	7,1	2,1	2,6
Industrieksport	6,1	7,5	4,2	3,7
Import	3,9	5,7	3,3	3,4
Samlet beskæftigelse, 1.000 personer	2.764	2.761	2.764	2.778
Ledighed, brutto, 1.000 personer	165	164	162	148
Ledighed, netto, 1.000 personer	114	110	112	102
Betalingsbalance, pct. af BNP	5,3	5,9	5,2	5,0
Offentlig saldo, pct. af BNP	-2,8	-4,0	-3,9	-2,8
Kontantpriser, pct. år-år	2,8	-0,9	0,8	1,6
Forbrugerpriser, pct. år-år	2,2	2,6	1,9	1,8
Timeløn, pct. år-år	2,6	2,2	2,9	3,2

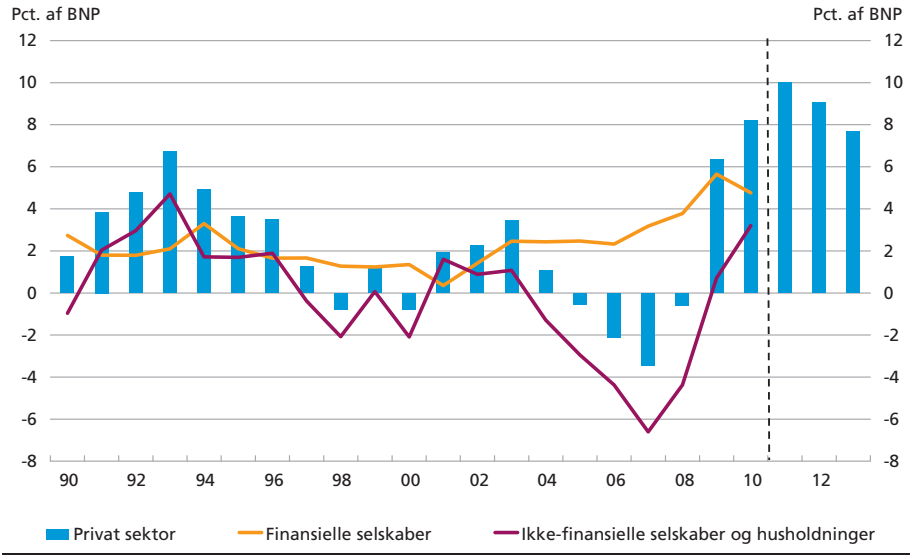
[1] Bidrag til BNP-vækst.

ninger og ikke-finansielle virksomheder vendt et stort opsparingsunderskud på næsten 7 pct. af BNP i 2007 til et opsparingsoverskud på lige over 3 pct. af BNP i 2010, jf. figur 19. Opsparingsoverskuddet blev sidste år holdt nede af, at provenuet fra pensionsafkastskatten var meget stort. I år bidrager en normalisering af pensionsafkastskatten til at øge den private sektors opsparingsoverskud. Konsolideringen i husholdningssektoren skal bl.a. ses i lyset af, at belåningsgraden i husholdningernes boliger steg kraftigt, da boligpriserne faldt i 2007-09.

Der er ikke tegn på, at den svage udvikling i det private forbrug ændrer sig i 2. halvår 2011. Detailsalget har været vigende hen over sommeren, forbrugertilliden er aftaget, og boligmarkedet er svagt. De kommende år forventes husholdningerne fortsat at konsolidere sig. For 2011-13 forventes det private opsparingsoverskud at være betydeligt som følge af en næsten uændret forbrugskvote og en svagt stigende investeringskvote. En stor opsparing også i finansielle virksomheder er medvirkende til, at den private sektors samlede opsparing på 8 pct. af BNP i 2010 er meget høj set i et længere perspektiv.

Erhvervsinvesteringerne har været faldende de seneste år og befinder sig nu på et meget lavt niveau målt i forhold til produktionen. De ventes at stige de kommende år og dermed bidrage positivt til efterspørgslen. Det skal ses i lyset af, at den betydelige ledige kapacitet, der opstod efter tilbageslaget, er mindsket. Det gælder ikke mindst i industrien, hvor kapacitetsudnyttelsen er tilbage på et gennemsnitligt niveau. Bo-

OPSPARING I SELSKABER OG HUSHOLDNINGER Figur 19



Anm.: Opsparingen i den private sektor er summen af opsparingen i finansielle selskaber og ikke-finansielle selskaber samt husholdninger.
Opsparingsoverskuddet forblev højt i den finansielle sektor under krisen trods dårlige regnskabsmæssige resultater i pengeinstitutterne. Det skyldes, at nedskrivninger på udlån reducerer det regnskabsmæssige resultat i den periode, hvor nedskrivningerne finder sted, mens nettofordringserhvervelsen i sektoren først påvirkes, i den udstrækning nedskrivningerne efterfølgende realiseres som tab.
Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

liginvesteringerne har løftet sig fra et lavt niveau siden midten af 2010, og i fremskrivningen ventes også en behersket fremgang.

Importkvoten faldt kraftigt i forbindelse med tilbageslaget, men har siden 2009 igen været stigende. Det afspejler givetvis genopretning af en række af de produktionskæder på tværs af lande, der blev afbrudt i forbindelse med det store fald i efterspørgslen. Men det illustrerer også, at en del af de varer, der importeres, ikke umiddelbart kan erstattes af dansk produktion, selv i en situation hvor der er ledig kapacitet.

Alt i alt vurderes dansk økonomi at være i moderat fremgang med udsigt til en vækst lidt over økonomiens potentielle vækst, om end forløbet fortsat er ujævnt. I prognoseperioden fortsætter den faktiske produktion med at løfte sig mod den potentielle produktion forstået som det produktionsniveau, der er holdbart på længere sigt. Den stigende ledighed i 2008-10 bragte ledigheden tilbage til og lidt over det niveau, der er foreneligt med en stabil prisudvikling på længere sigt.

BOLIGMARKED

Efter en behersket fremgang i 2. halvår 2009 og 2010 er boligmarkedet atter bremset op. Ifølge Danmarks Statistik faldt kontantprisen på en-

familiehuse efter sæsonkorrektion med 0,7 pct. i 1. kvartal 2011 i forhold til kvartalet før. Priserne lå dermed kun marginalt over niveauet året før. Ifølge Realkreditrådets statistik faldt priserne yderligere i 2. kvartal 2011. Mens priserne uden for hovedstadsregionen har ligget nogenlunde fladt siden 2009, er huspriserne i hovedstadsregionen steget med 11 pct. I 1. halvår 2011 faldt huspriserne dog også her, således at priserne var vigende i alle landets regioner.

Handlen med boliger har det seneste år befundet sig på et niveau væsentligt under det historiske gennemsnit. Samtidig stiger antallet af huse udbudt til salg fortsat, også i hovedstadsregionen. Med et stort udbud af boliger til salg og en beskeden omsætning er liggetiderne fortsat meget høje – typisk knap 9 måneder for huse og lidt kortere for ejerlejligheder, men der er store regionale forskelle.

Samlet set befinder boligmarkedet sig stadig i en tilpasningsperiode. Priserne er vigende, og den lave omsætning, det høje boligudbud og dermed lange liggetider må forventes at presse priserne yderligere. Der er stadig langt mellem køber og sælger. Den finansielle uro hen over sommeren, lavere vækstudsigter og på det seneste usikkerhed om mulige boligpolitiske initiativer kan have ført til øget usikkerhed hos boligkøberne. Omvendt er det betydelige fald i både de korte og lange renter med til at holde hånden under markedet. Hertil kommer, at indkomsterne i husholdningerne er stigende. I lyset af disse forhold ventes et fald i huspriserne i år på omkring 1 pct. og kun svage stigninger de kommende år.

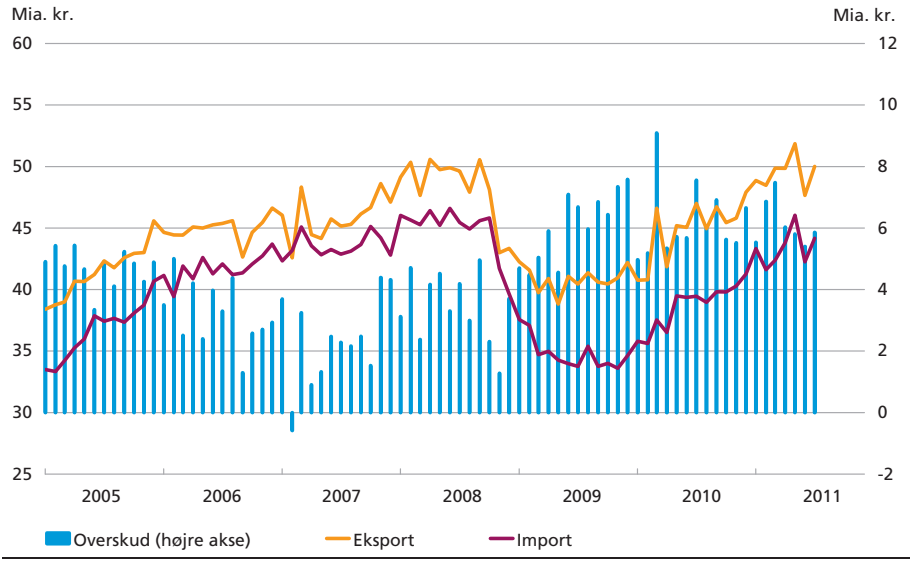
UDENRIGSHANDEL

Eksporten har været stigende fra lavpunktet i begyndelsen af 2009 og frem til foråret 2011, og vareeksporten er tilbage på niveauet fra umiddelbart forud for krisen i 2008, jf. figur 20. De sidste par måneder har der imidlertid været en opbremsning i eksporten i takt med, at også verdenshandlen er fladet ud.

Udviklingen i vareimporten har været parallel til eksporten. Stigningen i importen har det seneste halve år især været drevet af import af halvfabrikata til virksomhederne. Det stemmer med billedet af, at det i høj grad er eksporten, som har holdt den danske vækst oppe i 1. halvår 2011.

Eksportudviklingen i fremskrivningen er dårligere end vurderet i juni som følge af forværrede udsigter på mange af vore eksportmarkeder. Ved indgangen til 3. kvartal var der dog fortsat en forholdsvis positiv vurdering af eksportordresituationen blandt danske industrivirksomheder. I 2012 ventes eksporten i mængder kun at stige med 2,1 pct. Det er markant mindre end i år, hvor væksten ventes at blive 7,1 pct.

UDENRIGSHANDEL, VARER Figur 20



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

Dansk industris markedsandele har igennem en del år været faldende, når der måles i mængder. I værdi har markedsandelene derimod været uændret siden 2006. Den bedre udvikling i værdi afspejler, at danske industrivirksomheder har opnået bedre priser på eksportmarkederne samtidig med, at importpriserne er faldet, dvs. en forbedring af det danske bytteforhold.

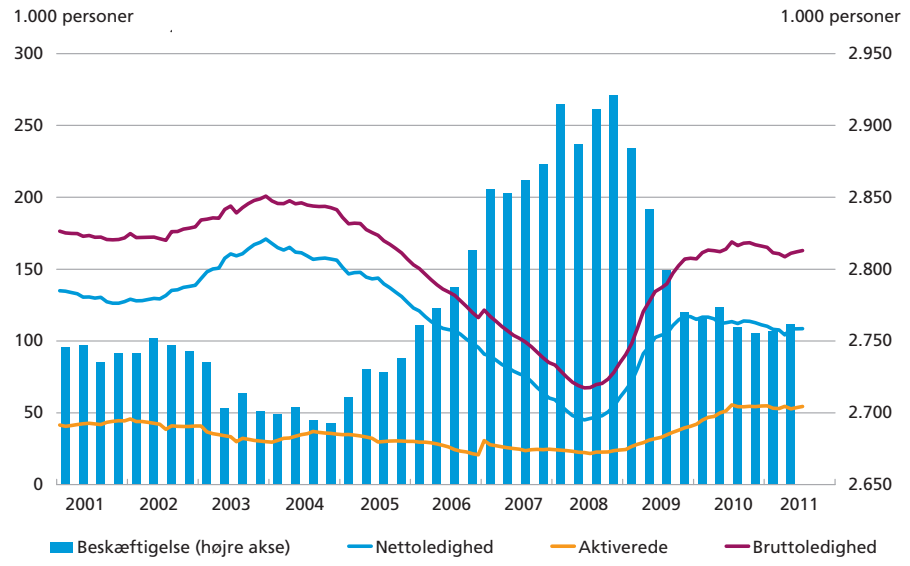
Betalingsbalancen udviste i 12 måneder frem til juli akkumuleret et overskud på 110 mia. kr. Det er en stigning sammenlignet med den forudgående 12-måneders periode, hvor overskuddet var 75 mia. kr. Stigningen skyldes især øget overskud på handel med tjenester og posten formueindkomst, mens overskuddet på varehandel har ligget fladt det seneste år. Overskuddet på betalingsbalancen ventes at falde lidt i prognoseperioden.

ARBEJDSMARKED OG KAPACITET

Beskæftigelse

Beskæftigelsen har været stort set uændret siden begyndelsen af 2010, men steg i 2. kvartal 2011, jf. figur 21. I fremskrivningen ventes et lille fald de kommende kvartaler. I takt med at væksten igen øges, løftes beskæftigelsen mod slutningen af prognoseperioden i størrelsesordenen 20-25.000 personer i forhold til bunden i slutningen af 2010.

BESKÆFTIGELSE OG LEDIGHED Figur 21



Anm.: Fra januar 2007 inkluderes aktiverede kontanthjælpsmodtagere (arbejdsmarkedsparate) i aktiverede. Seneste observation for ledighed er juli 2011, og for beskæftigelse 2. kvartal 2011.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

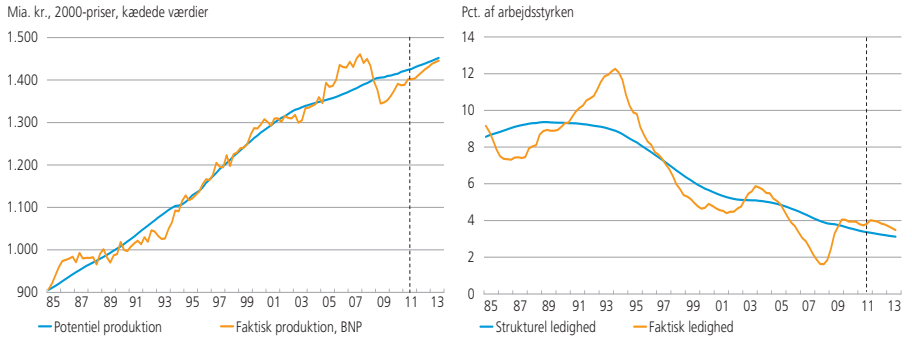
Beskæftigelsen ligger trods et fald på næsten 160.000 personer siden 2008 stadig over niveauet forud for højkonjunkturen. En stor del af den ekstraordinært høje beskæftigelse i 2007-08 var resultatet af en overophedning af økonomien og dermed ikke holdbar. Der vurderes at være plads til en holdbar forøgelse af beskæftigelsen på ca. 45.000 personer fra det nuværende niveau.

Efter et kraftigt fald under tilbageslaget har beskæftigelsen i byggeriet ligget fladt de seneste år. Det nuværende niveau for byggebeskæftigelsen på 165.000 personer er langt højere end i 1990'erne og på niveau med begyndelsen af 2000'erne forud for højkonjunkturen.

Kapacitet

I vurderingen af kapacitetspresset i økonomien anvendes ofte et mål for produktionsgabet, jf. boks 2 samt artiklen "Produktionspotentialet i dansk økonomi" i denne kvartalsoversigt. Produktionsgabet udtrykker, hvor meget den faktiske produktion afviger fra den potentielle, forstået som det produktionsniveau økonomien kan præstere, uden at der opstår et inflationært pres. Produktionsgabet var positivt og meget stort under den seneste højkonjunktur, men faldt brat og blev klart negativt under tilbageslaget. Udviklingen i produktionsgabet illustrerer et meget ujævnt konjunkturforløb i anden del af 2000'erne.

PRODUKTION OG LEDIGHED I FORHOLD TIL STRUKTURELLE NIVEAUER Figur 22



Anm.: De strukturelle niveauer for produktion og ledighed viser de niveauer, der kan præsteres, uden at der på længere sigt opstår inflationspres.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

De seneste to års fremgang har ført til en indsnævring af produktionsgabet i økonomien i forhold til bunden i 2009. Denne indsnævring ventes at fortsætte de kommende år, så gabet er næsten lukket ved udgangen af 2013, jf. figur 22, venstre.

At gabet kan indsnævres trods udsigt til en behersket økonomisk fremgang skyldes, at det underliggende produktionspotentiale i dansk økonomi kun stiger ca. 1 pct. om året. Det skal ses på baggrund af en forholdsvis lav underliggende vækst i produktiviteten, bl.a. som følge af en periode med meget lavt investeringsniveau. Trods udsigten til en stigning i investeringerne er investeringsomfanget i de kommende år så lavt, at det kun lige vil være tilstrækkeligt til at opretholde det nuværende kapitalapparat. Det reducerer vækstpotentialet i dansk økonomi i den nærmeste fremtid. Også efter prognoseperioden ventes behersket fremgang i potentiel produktion. Finansministeriet skønner en årlig stigning i økonomiens potentiale på 1,3 pct. fra 2014 til 2020, dog noget højere, hvis tilbagetrækningsreformen og dagpengereformerne gennemføres som planlagt.

Den kvartalsvise vækstrate i BNP varierer fra kvartal til kvartal og opgøres med en betydelig usikkerhed. Afdæmpningen af den potentielle vækst i forhold til 1990'erne indebærer, at der fremover – med samme størrelse af de historiske udsving i BNP-væksten – vil være mange kvartaler med negativ vækst, uden at det nødvendigvis afspejler, at økonomien er i tilbagegang.

Ledighed

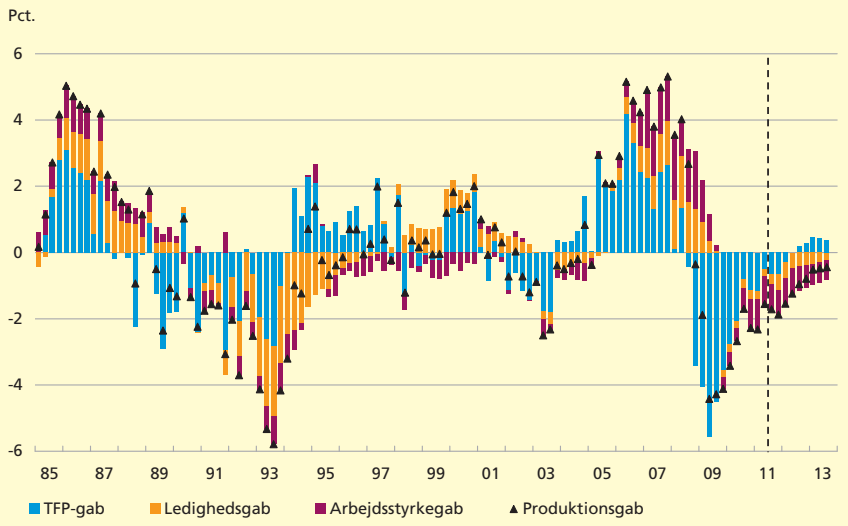
Såvel netto- som bruttoledigheden, defineret som antallet af registrerede ledige tillagt antal aktiverede, er faldet svagt siden midten af 2010. Bruttoledigheden var i juli 2011 på godt 160.000 personer, svarende til

DEKOMPONERING AF PRODUKTIONSGABET Boks 2

Produktionsgabet kan dekomponeres i bidrag fra ledighed, arbejdsstyrke og totalfaktorproduktivitet, som er et samlet udtryk for, hvor effektivt produktionsfaktorerne anvendes i produktionsprocessen.[1]

De store negative produktionsgab, som fulgte i kølvandet af den finansielle krise, kom i første omgang til udtryk via bratte fald i totalfaktorproduktiviteten, TFP, som i 2009 lå markant under det niveau, der ville have været i overensstemmelse med en normal konjunktursituation, jf. figur 23. Dette er i kontrast til de store negative produktionsgab i begyndelsen af 1990'erne, som primært kunne tilskrives en høj ledighed. En medvirkende årsag hertil kan være den pludselighed, hvormed finanskrisen i 2008 indtraf, idet der ved konjunkturvendinger typisk går noget tid, inden virksomhederne tilpasser deres efterspørgsel efter arbejdskraft. Under en pludselig konjunkturnedgang vil virksomhederne derfor i første omgang reagere ved en mindre intensiv udnyttelse af resurserne, og det får TFP til at falde, mens konjunkturvendingens effekt på arbejdsmarkedet normalt først kommer noget senere.

DEKOMPONERING AF PRODUKTIONSGABET Figur 23



Anm.: Tal efter 2. kvartal 2011 er baseret på Nationalbankens prognose.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Sammensætningen af produktionsgabet har siden krisens begyndelse da også ændret sig i den forventede retning: TFP er tæt på at være tilbage på et normalt, konjunkturneutralt niveau, og det aktuelle negative produktionsgab kommer således primært til udtryk via en beskeden ledig kapacitet på arbejdsmarkedet.

Det er dog bemærkelsesværdigt, at nettoledighedsgabet fortsat udgør et meget beskedent bidrag til produktionsgabet; arbejdsmarkedets tilpasning til konjunkturvendingen er således i høj grad sket via et markant fald i arbejdsstyrken. Det er igen i kontrast til det typiske mønster i 1990'erne, hvor konjunkturskift først og fremmest kunne aflæses som udsving i ledighedsgabet, mens arbejdsstyrkens følsomhed over for konjunkturbevægelser var begrænset. I forhold til dette mønster er der i de senere år

FORTSAT Boks 2

sket en forskydning i produktionsgabets typiske sammensætning, idet konjunkturudsving nu i højere grad end tidligere kommer til udtryk via cykliske bevægelser i arbejdsstyrkens størrelse.

En del af forklaringen på denne udvikling kan være en øget brug af aktivering: Aktiverede tælles ikke med i opgørelsen af nettoledigheden og dermed heller ikke i arbejdsstyrken, når denne opgøres som summen af beskæftigelse og nettoledighed. Hvis en person fx går fra beskæftigelse til aktivering, vil det derfor blive registreret som et fald i arbejdsstyrken, mens nettoledigheden vil være uændret. Cykliske udsving i antallet af aktiverede vil derfor give anledning til konjunkturudsving i arbejdsstyrken.

Det overordnede billede ændres dog ikke meget, hvis man i stedet anvender et alternativt ledighedsbegreb, bruttoledigheden, som netop inkluderer antallet af aktiverede. Med dette ledighedsbegreb bliver ledighedsgabet lidt større, men til gengæld bliver arbejdsstyrkegabet tilsvarende numerisk mindre, jf. del 2 af denne kvartalsoversigt. Det betyder, at det samlede produktionsgab næsten ikke ændres, hvis man anvender bruttoledigheden som ledighedsbegreb i stedet for nettoledigheden.

[2] Metoden bag dekomponeringen er beskrevet i detaljer i Danmarks Nationalbanks *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2011, Del 2.

6,1 pct. af arbejdsstyrken. Den stikprøvebaserede AKU-ledighed viste et fald på 7.000 personer i 2. kvartal 2011 til 215.000 personer sæsonkorrigeret. Heraf udgjorde jobsøgende under uddannelse knap 50.000 personer, ikke-sæsonkorrigeret. Disse indgår ikke i bruttoledigheden. Langtidsledigheden herhjemme ligger markant under niveauet i de fleste øvrige EU-lande. Det gælder, både når antallet af langtidsledige sættes i forhold til det samlede antal ledige og i forhold til arbejdsstyrken.

I den resterende del af 2011 ventes ledigheden at stige svagt. Herefter vil den økonomiske fremgang blive stærk nok til at generere et fald i ledigheden, så den kommer ned på ca. 100.000 for nettoledigheden i 2013. Det vurderes at være tæt på det strukturelle niveau, jf. figur 22, højre.

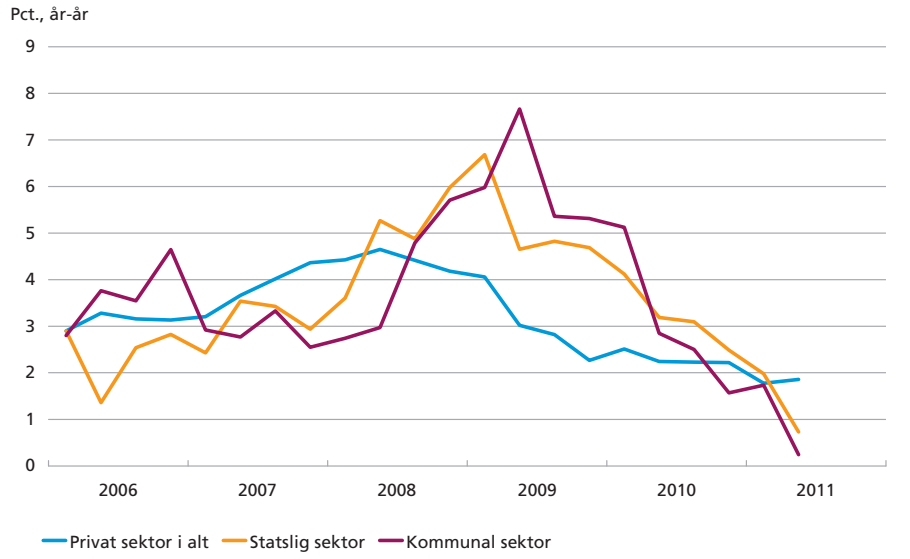
LØN OG PRISER

Lønninger

Ifølge Danmarks Statistik steg lønnen i den private sektor med 1,8 pct. i 2. kvartal 2011 i forhold til samme periode året før, jf. figur 24. Lønstigningstakten var i 2010 overvurderet i et vist omfang i statistikken som følge af indførelsen af multimedieskat. Korrigeres for dette, har lønstigningstakten ligget ret stabilt omkring 2 pct. siden begyndelsen af 2010. Det er den laveste stigningstakt siden statistikkens begyndelse i 1994.

Den afdæmpede lønudvikling genfindes hos stort set alle lønmodtagergrupper i økonomien. I industrien steg lønningerne med 2,1 pct. år til

LØNUDVIKLINGEN Figur 24



Anm.: Seneste observation er 2. kvartal 2011.
Kilde: Danmarks Statistik.

år i 2. kvartal 2011, mens lønningerne i den meget konjunkturfølsomme bygge- og anlægssektor kun lå 0,6 pct. over samme periode året før. Under højkonjunkturen steg lønningerne i byggeriet markant hurtigere end i resten af økonomien, men den lave stigningstakt de seneste år har udlignet dette.

Også på det offentlige område er lønstigningstakten lav. Lønningerne steg med 0,7 pct. i staten og 0,2 pct. i kommunerne i 2. kvartal 2011 i forhold til året før. Ifølge de offentlige overenskomster følger lønstigningstakten på det offentlige område med en vis forsinkelse lønudviklingen på det private område. Aktuelt tilsiger dette referenceforløb, at lønstigningstakten i det offentlige skulle være nul.

Den danske lønstigningstakt i den konkurrenceudsatte industrisektor er det seneste år kommet tættere på stigningstakten hos vore konkurrenter og lå i 2. kvartal 2011 lidt under. De danske lønninger er imidlertid over en lang periode steget hurtigere end i udlandet, uden at det har haft baggrund i en tilsvarende højere produktivitetsvækst. Det har svækket danske virksomheders lønkonkurrenceevne. Der er behov for at stoppe og vende denne udvikling. Det kræver en længere periode med løntilbageholdenhed.

Lønningerne i industrien ventes at stige lidt hurtigere i 2012 og 2013 end i år i takt med bedringen af arbejdsmarkedet. Der er dog ikke udsigt til en tilbagevenden til de høje stigningstakter i 2007 og 2008 i de kommende år.

Den forventede lønstigning kombineret med en forholdsvis stærk vækst i priserne indebærer en reallønsudvikling, der er svagere end væksten i produktiviteten. Profitkvoten, der faldt markant under opsvinget 2004-08, løftes derfor tilbage til sit langsigtede gennemsnit i prognosen.

Priser

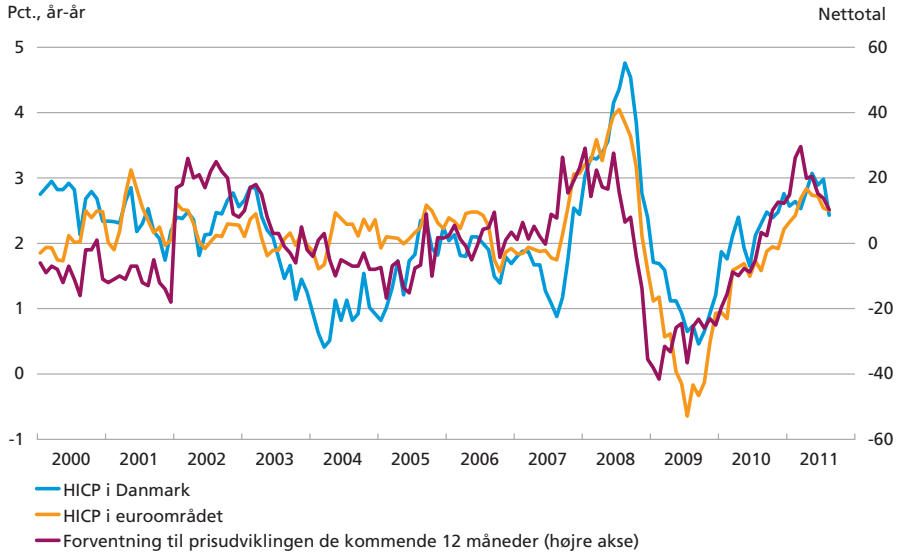
Inflationen opgjort som årsstigningstakten i det harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, har været stigende i første del af 2011 og nåede i maj op på 3,1 pct., jf. figur 25. Efterfølgende er stigningstakten faldet igen til 2,4 pct. i august. I euroområdet var stigningstakten 2,5 pct. i august 2011. Den danske forbrugerprisinflation er dermed kommet lidt under inflationen i euroområdet efter i en periode at have ligget over.

Den forholdsvis høje prisstigningstakt skyldes hovedsagelig stigninger i priserne på energi og fødevarer. Kerneinflationen, som ekskluderer fødevare- og energikomponenterne i forbrugerprisindekset, er kun steget ganske svagt de seneste måneder og var 1,2 pct. i august.

Stigende råvarepriser sidste efterår og vinter har presset engrosprisernes årsstigningstakt op. Engrospriserne steg med 6,6 pct. i august 2011 i forhold til august året før. Det seneste halve år har engrosprisindekset ligget omtrent fladt.

Midlertidige udsving i energi- og fødevarekomponenten i forbrugerprisindekset udgør ikke i sig selv noget inflationært pres på længere sigt, medmindre de har en afsmittende effekt på lønstigningstakten,

INFLATION OG INFLATIONSFORVENTNINGER — Figur 25



Anm.: HICP er det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks. Seneste observation er august 2011.
Kilde: Danmarks Statistik.

FORBRUGERPRISER Tabel 3

Pct., år-år	Vægt[1]	2010	2011	2012	2013	2011					
						2.kvt.	3.kvt.	4.kvt.	aug.	sep.	okt.
HICP		2,2	2,6	1,9	1,8	2,9	2,6	2,4	2,4	2,4	2,5
Nettoprisindeks	100	2,0	2,6	2,1	1,9	2,9	2,5	2,3	2,6	2,4	2,4
Eksogene:											
Energi	7,1	12,3	12,4	4,3	1,0	12,7	13,3	10,5	12,9	13,0	12,4
Fødevarer	13,1	-0,2	3,7	2,1	1,9	4,9	4,0	3,1	3,7	3,8	3,4
Adm. priser	4,2	3,9	2,0	2,5	3,1	2,0	1,7	0,7	1,7	1,6	0,8
Husleje	23,6	2,6	2,9	3,0	2,9	2,9	2,8	2,9	2,9	2,9	2,9
Ekskl. eksogene	52,0	0,6	0,5	1,4	1,5	0,9	0,4	0,6	0,6	0,2	0,4
Import	15,6	0,8	4,3	1,6	1,5	5,3	3,2	4,0	3,1	3,1	3,9
IMI	36,4	0,5	-0,9	1,3	1,6	-0,9	-0,7	-0,8	-0,6	-1,0	-1,0

Anm.: Seneste faktiske tal er august 2011.
[1] Vægt i nettoprisindekset, pct.

såkaldte anden-runde-effekter. Det vil være tilfældet, hvis forventninger om en fortsat og mere varig høj inflation leder til krav om kompensation i form af højere løn.

Forbrugernes forventninger til den fremtidige inflation steg frem til foråret 2011, hvor de næsten var tilbage på det høje niveau under sidste del af højkonjunkturen. Siden er inflationsforventningerne dog faldet tilbage igen og ligger nu ikke meget over det normale niveau. På den baggrund vurderes risikoen for anden-runde-effekter at være beskeden i øjeblikket.

Inflationen skønnes at have toppet. Det forventes, at væksten i forbrugerpriserne aftager yderligere mod slutningen af 2011, og at prisstigningstakten derefter vil være under 2 pct. i 2012 og 2013, jf. tabel 3. Det afspejler en vis ledig kapacitet i virksomhederne samt en antagelse om, at der fremadrettet ikke kommer væsentlige yderligere stigninger i energipriserne i forhold til det nuværende niveau på omkring 115 amerikanske dollar pr. tønde olie (Brent). Det er i overensstemmelse med oliefuturen.

DANSK ØKONOMI I ET LÆNGERE PERSPEKTIV

Den gennemsnitlige årlige stigning i BNP i mængder har i perioden 1995-2010 været 1,4 pct. i Danmark. Det er en af de svageste stigningstakter i OECD og betydeligt under niveauet i de øvrige nordiske lande. En række forhold gør det dog problematisk blot at fokusere på BNP-væksten i en international sammenligning.

Der har i perioden været stor forskel mellem landene i OECD på, hvor meget befolkningen er vokset. Antallet af danskere i den arbejdsdygtige

alder er øget med 2,9 pct. siden midten af 1990'erne. Det er betydeligt mindre end i mange andre lande. Fx har den tilsvarende stigning i Sverige været 9 pct., mens befolkningen i Tyskland og Japan er faldet. Vækst, der blot er udtryk for, at befolkningen vokser, øger ikke velstanden målt pr. hoved.

Siden midten af 1990'erne er det danske bytteforhold forbedret med ca. 10 pct. Det er en af de største forbedringer blandt OECD-landene. Bytteforholdet i bl.a. Sverige og Finland er omvendt forringet i perioden. Bytteforholdet afspejler nogle priseffekter, som BNP i mængder pr. konstruktion søger at rense ud. Men en bytteforholdsforbedring giver forbrugsmuligheder ud over, hvad udviklingen i BNP i mængder viser. Skøn for betydningen af bytteforholdsudviklingen for forbrugsmulighederne i et land kan fås ved at beregne, hvad BNP havde været, såfremt eksportpriserne havde udviklet sig parallelt med importpriserne.

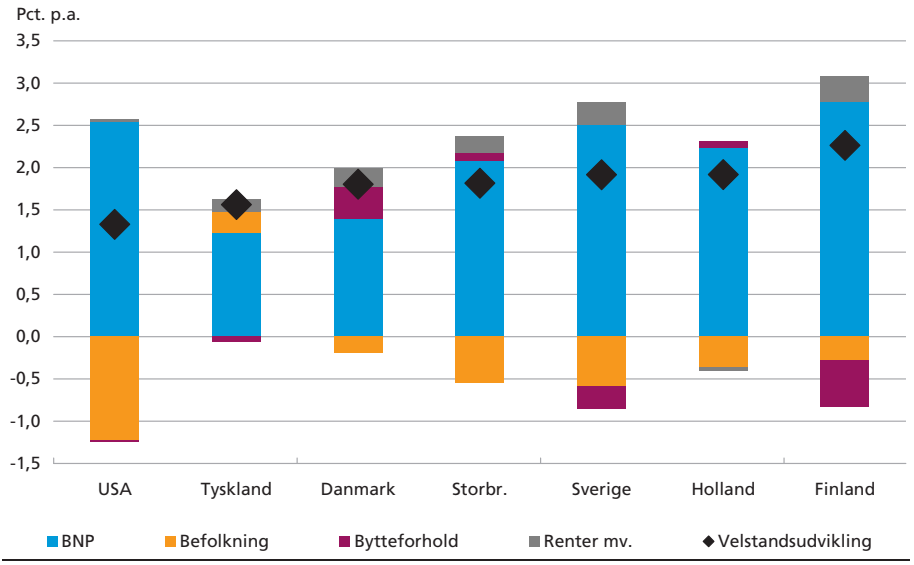
Danmark har endvidere vendt udlandsgælden til en nettoformue i udlandet. Det har medført en rente- og formueindkomst, netto, til landet, som gør bruttonationalindkomsten, BNI, højere end BNP. Vendingen i nettorentebetalingerne har været så betydelig, at den over perioden har skabt et målbart ekstra bidrag til indkomsterne. Det har yderligere øget forbrugsmulighederne i forhold til bidraget fra væksten i BNP.

Korrigeres for befolkningsvækst, bytteforhold og nettorenteudgifter, udjævnes forskellene i vækstpræstation mellem landene i perioden fra midten af 1990'erne til 2010. Danmarks position i en international sammenligning forbedres markant, og væksten har herhjemme ligget på linje med væksten i Sverige, og bedre end i fx Tyskland og USA, jf. figur 26. Korrektionen svarer til, at forbrugsmulighederne i Danmark er steget op mod 10 pct. ekstra siden 1995.

I vurderingen af dansk økonomi i et længere perspektiv hører med, at de makroøkonomiske balancer er bedre end i mange sammenlignelige lande. Danmark har et betydeligt betalingsbalanceoverskud som følge af en høj privat opsparingstilbøjelighed. Hertil kommer, at ledigheden ikke ligger meget over sit strukturelle niveau, og niveauet er i den nedre ende blandt OECD-landene og bedre end tidligere. Det gælder, uanset hvilket ledighedsmål der anvendes, og også når der ses på niveauet for antallet af langtidsledige. Den offentlige gæld i forhold til økonomiens størrelse er lavere end i mange andre lande, men hastigt stigende.

Blandt udfordringerne for dansk økonomi fremadrettet er, at konkurrenceevnen er blevet udhulet over de seneste 15 år. Lønstigningerne har været højere end i udlandet, og det danske lønniveau er blevet det næsthøjeste i OECD. Modsat har væksten i arbejdsproduktiviteten været lav. For velstanden har bytteforholdsgevinsterne delvist kompenseret for lav vækst i produktiviteten, men det kan man ikke regne med vil fort-

VELSTANDSUDVIKLING, GENNEMSNITLIG ÅRLIG STIGNING 1995-2010 Figur 26



Anm.: Velstandsudviklingen, markeret med en sort firkant, er realt BNI pr. hoved korrigeret for bytteforholdseffekter. For en nærmere redegørelse for de foretagne korrektioner se artiklen "Relevansen af BNP-vækstrater" af Christian Ølgaard, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2006.
Kilde: *OECD Economic Outlook* og egne beregninger.

sætte. Fremadrettet bør bestræbelserne på at opnå en højere produktivitetsvækst gives høj prioritet i den økonomiske politik. Det kræves for at øge økonomiens potentielle vækst. Der er imidlertid ingen hurtige og enkle måder at gøre dette på. Virkemidlerne er bl.a. at øge kvaliteten af uddannelse, forskning og udvikling, styrke konkurrencen, tæt økonomisk samarbejde og mobilitet i forhold til andre lande samt generelt skabe gode rammebetingelser for produktion i Danmark. Sådanne tiltag virker dog først på længere sigt, og det er en stor udfordring at designe og gennemføre reelle forbedringer.

ØKONOMISK POLITIK

Danmark har som den øvrige vestlige verden udsigt til en forholdsvis markant afdæmpning af mulighederne for vækst det kommende årti sammenlignet med 1990'erne. Den typiske BNP-vækst i de fleste vesteuropæiske lande vil således ikke være omkring 2-3 pct. om året, men snarere 1-2 pct. En stor del af forklaringen er den aftagende og i mange tilfælde ophørte stigning i befolkningen i de erhvervsaktive aldre.

Overgangen til lavere vækst er i store træk uundgåelig, selv om den kan mildnes med reformer til forøgelse af arbejdsudbuddet, fx gennem senere tilbagetrækning, og fremme af produktivitetsvæksten. Overgangen kan ikke lettes af en mere ekspansiv økonomisk politik.

Væksten i Danmark har de seneste to år ligget lidt over potentialet, og efter en forventet afdæmpning de kommende kvartaler er der udsigt til, at økonomien af sig selv vil finde tilbage på et normalt spor. Det indebærer ikke en tilbagevenden til det uholdbart høje niveau for beskæftigelsen, der blev nået under overophedningen i 2006-07, hvor produktionen lå betydeligt over sit potentielle niveau. En sådan tilbagevenden er ikke realistisk og bør ikke efterstræbes i konjunkturpolitikken.

Men den mærkbare reduktion i den ledige kapacitet, der har fundet sted siden sommeren 2009, ventes at fortsætte i 2012 og 2013, bl.a. understøttet af de meget lave renter. Fra et konjunkturmæssigt synspunkt er der derfor ikke behov for via finanspolitikken at øge efterspørgslen i økonomien.

Afdæmpningen i udlandet og problemerne i det internationale finansielle system kan føre til et større tilbageslag. Det taler for at bevare et råderum, så der er handlefrihed i finanspolitikken i en mere alvorlig konjunktursituation.

Mens der i 1. halvår 2011 var pæn vækst i BNP, kan der næppe ventes fremgang i 2. halvår. En sund konjunkturpolitik skal imidlertid ikke justeres efter udviklingen i enkelte kvartaler. Konjunkturpolitikken bør i stedet tilrettelægges ud fra det underliggende kapacitetspres i økonomien, de kræfter, der allerede er i gang, og de begrænsninger, der følger af hensynene til bl.a. konkurrenceevnen og de finansielle markeder.

Ud fra et forsigtighedshensyn taler den aktuelle situation derfor ikke for offentlige efterspørgselsstimulerende tiltag, men for tillidsskabende foranstaltninger. De grundlæggende udfordringer imødegås bedst med en mellemfristet og holdbar finanspolitik, understøttet af strukturreformer. Tilbagetrækningsreformen bør vedtages, og arbejdsmarkedspolitikken fortsat orienteres mod at fastholde den lave strukturelle ledighed.

APPENDIKS 1: ANTAGELSER I PROGNOSEN FOR DANSK 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 2. kvartal 2011.

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

International økonomi

Nationalregnskabstallene for 2. kvartal i euroområdet, Storbritannien og USA var svagere end ventet, og flere internationale organisationer har nedjusteret deres vækstforventninger for både 2011 og 2012. Svagere vækstudsigter hos vores samhandelspartnere har ført til en mærkbar nedjustering af eksportmarkedsvæksten i år og næste år i forhold til den seneste prognose fra juni. Afsætningsmarkedet for den danske eksport antages at vokse med omkring 5 pct. i 2011 og 2012, mens væksten antages lidt højere i 2013, jf. tabel 4.

Siden foråret er prisen på energi og andre råvarer faldet. Prisstigningerne på udenlandske varer importeret til Danmark i år er lavere end antaget i sidste prognose. Prisstigningerne antages at være højere i 2012. Den samme udvikling gælder for prisstigningerne på eksportmarkedet. Lønstigningerne i udlandet skønnes at være beskedne gennem fremskrivningsperioden som følge af svage arbejdsmarkeder i de fleste lande.

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 rentestrukturen på de finansielle markeder.

Den korte danske pengemarkedsrente antages at følge pengemarkedsrenterne i euroområdet. Den korte danske rente er faldet siden begyndelsen af juli, og i midten af september 2011 var 3-månederspengemarkedsrenten 0,7 pct. p.a., hvilket er 0,6 procentpoint lavere end antaget i juni-prognosen. Det ventes, at den korte pengemarkedsrente i 2013 vil være omkring 0,8 pct., hvilket er 1,2 procentpoint lavere end i sidste prognose.

Den gennemsnitlige obligationsrente er defineret som et gennemsnit af de effektive renter på udestående stats- og realkreditobligationer. Den gennemsnitlige obligationsrente ventes at stige gennem fremskriv-

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

OVERSIGT OVER PROGNOSENS ANTAGELSER Tabel 4

	2010	2011	2012	2013
International økonomi:				
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år	11,1	5,0	4,8	5,6
Pris på eksportmarkedet[1], pct. år-år	-0,7	1,6	1,9	1,2
Udenlandsk pris[2], pct. år-år	-0,5	1,6	1,9	1,2
Udenlandsk timeløn, pct. år-år	2,6	2,4	2,2	2,7
Finansielle forhold mv.:				
3-måneders-pengemarkedsrente, pct. p.a.	0,6	0,9	0,5	0,8
Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a.	2,7	2,7	2,8	3,1
Effektiv kronekurs, 1980 = 100	104,0	103,7	103,5	103,5
Dollarkurs, DKK pr. USD	5,6	5,3	5,3	5,3
Oliepris, Brent, USD pr. tønde	80,3	111,9	107,9	104,4
Finanspolitik:				
Offentligt forbrug, pct. år-år	0,7	0,3	0,7	0,2
Offentlige investeringer, pct. år-år	6,9	5,2	-4,8	-7,2
Offentlig beskæftigelse, 1.000 personer	840	835	838	839

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

ningsperioden. Den gennemsnitlige obligationsrente var i midten af september 2,2 pct. p.a. og ventes at stige til 3,1 pct. p.a. i 2013.

Den effektive kronekurs er lidt svagere end i juni-prognosen. I fremskrivningen antages dollarkursen og den effektive kronekurs at holde sig konstant på niveauet fra midten af september.

Prisen på olie lå ved prognosens udarbejdelse omkring 115 dollar pr. tønde. Det er lidt lavere end i juni-prognosen. I fremskrivningen antages olieprisen at følge futurepriserne, så olieprisen falder til omkring 105 dollar pr. tønde i 2013.

Finanspolitiske forudsætninger

Finanspolitikken i prognosen tager udgangspunkt i finansloven for 2011, de regionale og kommunale budgetter for 2011 samt aftaler om den kommunale og regionale økonomi for 2012. Det offentlige forbrug antages at stige med 0,3 pct. i år, 0,7 pct. i 2012 og 0,2 pct. i 2013. De offentlige investeringer ventes at stige med godt 5 pct. 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 og 2012 er nedjusteret i forhold til juniprognosen, jf. tabel 5, hvor revisionerne i BNP og forbrugerpriser er dekomponeret på vigtige baggrundsfaktorer. En nedjustering af eksportmarkedsvæksten er den vigtigste årsag til nedrevisionen af BNP-væksten i fremskrivningsperioden. Rentefaldet og svækkelsen af den effektive kronekurs siden juni bidrager omvendt til at løfte væksten i 2012 og 2013.

Forbrugerprisstigningerne er revideret lidt ned i år som følge af den allerede stedfundne udvikling. Den svagere effektive valutakurs bidrager til højere forbrugerprisstigninger i 2012 og 2013. Omvendt trækkes inflationen ned af den lavere oliepris og lavere eksportmarkedsvækst. Andre faktorer bidrager kun beskedent til revisionerne af skønnene for forbrugerpriserne.

REVISIONER I FORHOLD TIL SENESTE PROGNOSE — Tabel 5

	BNP			Forbrugerpriser, HICP		
Pct., år-år	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Prognose fra juni 2011	1,7	2,0	1,6	2,9	1,9	1,8
Bidrag til ændret skøn fra:						
Eksportmarkedsvækst	-0,2	-0,7	-0,3	0,0	0,0	-0,1
Renteudvikling	0,0	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Valutakurser	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
Oliepriser	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0
Andre faktorer	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,1
Denne prognose	1,4	1,6	1,6	2,6	1,9	1,8

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

Produktionspotentialet i dansk økonomi

Asger Lau Andersen og Morten Hedegaard Rasmussen, Økonomisk Afdeling[1]

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Begreberne *potentiel produktion* og *produktionsgabet* hører til de mest benyttede begreber i makroøkonomiske analyser. Potentiel produktion betegner det produktionsniveau, økonomien kan præstere, uden at der på længere sigt opstår inflationspres. Produktionsgabet betegner den faktiske produktions afvigelse fra dette niveau og benyttes ofte som en sammenfattende indikator for konjunktursituationen. Produktionsgabet tolkes desuden som en indikator for balancen mellem udbud og efterspørgsel i økonomien og dermed for presset på økonomiens resurser. Hvis produktionen overstiger det potentielle niveau, så produktionsgabet er positivt, er det således tegn på, at økonomien er udsat for et kapacitetspres, som på længere sigt vil resultere i øget inflation. Et negativt produktionsgab indikerer derimod, at der er ledig kapacitet i økonomien, og at aktiviteten vil kunne øges, uden at det fører til pres på lønninger og priser på længere sigt. Vurderinger af produktionsgabets størrelse spiller derfor en afgørende rolle i tilrettelæggelsen af makroøkonomisk stabiliseringspolitik. Endelig anvendes estimater for produktionsgabet i beregninger af den underliggende stilling på de offentlige finanser, og de udgør derfor et centralt element i vurderinger af de langsigtede perspektiver for den førte finanspolitik.

I del 2 af denne kvartalsoversigt præsenterer vi beregninger af det potentielle produktionsniveau og produktionsgabet i dansk økonomi i hvert kvartal siden 1985. Denne artikel giver en kort, ikke-teknisk beskrivelse af den overordnede metode samt en sammenfatning af de vigtigste resultater og konklusioner.

Beregningerne indikerer, at der i den nuværende situation er en beskeden ledig kapacitet i dansk økonomi. Produktionsgabet estimeres til -1,6 pct. i 2. kvartal 2011. Afstanden mellem den faktiske produktion og det potentielle niveau er dog blevet indsnævret betragteligt siden 2009, og trods udsigten til begrænset vækst i indeværende halvår forventer vi,

[1] Vi har i arbejdet med denne artikel nydt godt af kommentarer og forslag fra Christian Møller Dahl. Synspunkter og konklusioner samt eventuelle fejl og mangler står alene for forfatternes regning.

at den gradvise lukning af det negative produktionsgab vil fortsætte i de kommende år.

Den ledige kapacitet kommer først og fremmest til udtryk ved en erhvervsfrekvens, der ligger noget under det strukturelle niveau, mens ledigheden vurderes at være meget tæt på det niveau, der er foreneligt med en stabil løn- og prisudvikling på mellemlangt sigt. Produktiviteten i dansk økonomi, målt ved totalfaktorproduktiviteten, TFP, faldt voldsomt i kølvandet på den finansielle krise i 2008 og 2009. TFP-niveauet har rettet sig en del siden lavpunktet i 2009, men er stadig noget lavere, end da det toppede i 2006. På baggrund af beregningerne i del 2 vurderer vi dog, at produktiviteten aktuelt er tæt på sit strukturelle niveau.

Finanskrisens udbrud i 2008 medførte store negative produktionsgab i 2009 og 2010. Forud for dette var dansk økonomi i 2005-07 udsat for en kraftig overophedning med store positive produktionsgab og massivt pres på arbejdsmarkedet, som medførte, at lønningerne steg væsentligt hurtigere end produktiviteten. Beregningerne i del 2 tyder på, at afstanden mellem faktisk og potentiel produktion i disse år var større, end tidligere skøn fra andre institutioner har indikeret. Analyserne viser dog også, at den beregningsmetode, som anvendes i denne artikel, ikke ville have været tilstrækkelig til at påvise styrken af overophedningen ud fra den informationsmængde, der var til rådighed på daværende tidspunkt.

Det illustrerer en begrænsning i anvendelsen af estimater for produktionsgabet, idet sådanne estimater uundgåeligt vil være forbundet med stor usikkerhed. Det gælder særligt estimaterne for de størrelser, der har den største naturlige interesse, nemlig produktionsgabets nuværende størrelse og dets udvikling i den nærmeste fremtid. Tidlige estimater for produktionsgabet vil således ofte blive revideret, når eksisterende nationalregnskabstal revideres, og når nye tal offentliggøres. Estimater for produktionsgabet kan derfor aldrig stå alene i vurderinger af den aktuelle konjunktursituation, men bør indgå som et vigtigt element i den samlede vurdering.

ESTIMATION AF POTENTIEL PRODUKTION

Det potentielle produktionsniveau i dansk økonomi estimeres i denne artikel ved hjælp af den såkaldte produktionsfunktionsmetode. Denne tilgang er blandt de mest populære og anvendes af bl.a. OECD, Europa-Kommissionen, De Økonomiske Råd og Finansministeriet. Det centrale element i metoden er, at økonomiens samlede produktion, målt ved bruttonationalproduktet, BNP, modelleres som en konkret funktion af kapital, arbejdskraft og TFP. Sidstnævnte er et samlet udtryk for, hvor

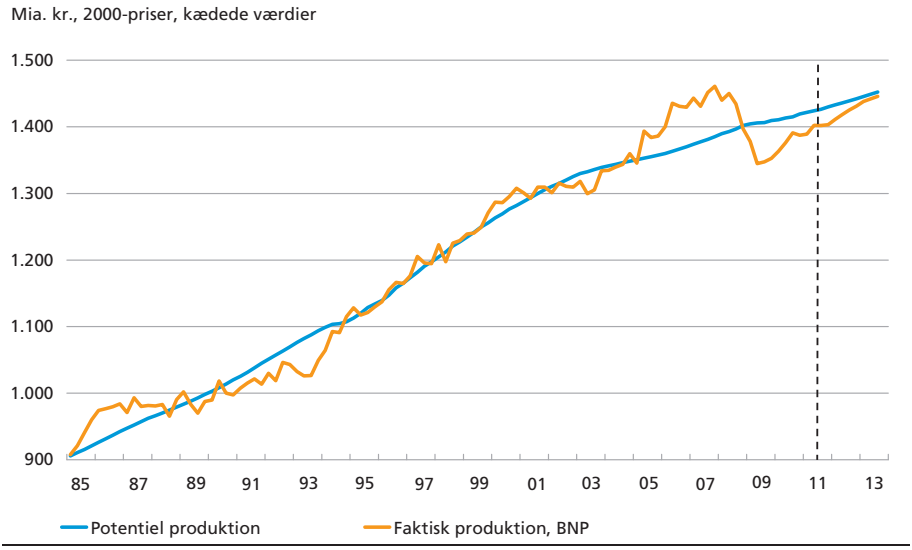
effektivt produktionsfaktorerne arbejdskraft og kapital anvendes i produktionsprocessen.

Det potentielle produktionsniveau beregnes da som det produktionsniveau, der opnås, når hver produktionsfaktor er på sit *strukturelle* niveau. Det strukturelle niveau kan beskrives som det langsigtede, underliggende niveau, der opnås under en "normal" konjunktursituation. For kapitalapparatets vedkommende er de konjunkturdrevne udsving meget små i forhold til den samlede størrelse, og det strukturelle niveau defineres i dette tilfælde derfor som værende lig det faktiske. Opgaven består dermed i at beregne strukturelle niveauer for TFP og det samlede arbejdskraftinput. Sidstnævnte beregnes ud fra beregnede estimater for den strukturelle ledighed og den strukturelle erhvervsfrekvens.

POTENTIEL PRODUKTION OG PRODUKTIONSGABET SIDEN 1985

Beregningerne af det potentielle produktionsniveau i Danmark viser, at stigningstakten i potentiel produktion i de senere år har været mindre end i de foregående årtier, jf. figur 1. Det skyldes bl.a. en svagere stigningstakt i produktiviteten og forskydninger i befolkningens aldersammensætning. Særligt ses en udfladning i kurven i begyndelsen af 2000'erne, hvor væksten i potentiel produktion aftog. Endnu et knæk indtraf i efteråret 2008 i kølvandet på den globale finanskrise.

FAKTISK OG POTENTIEL PRODUKTION Figur 1



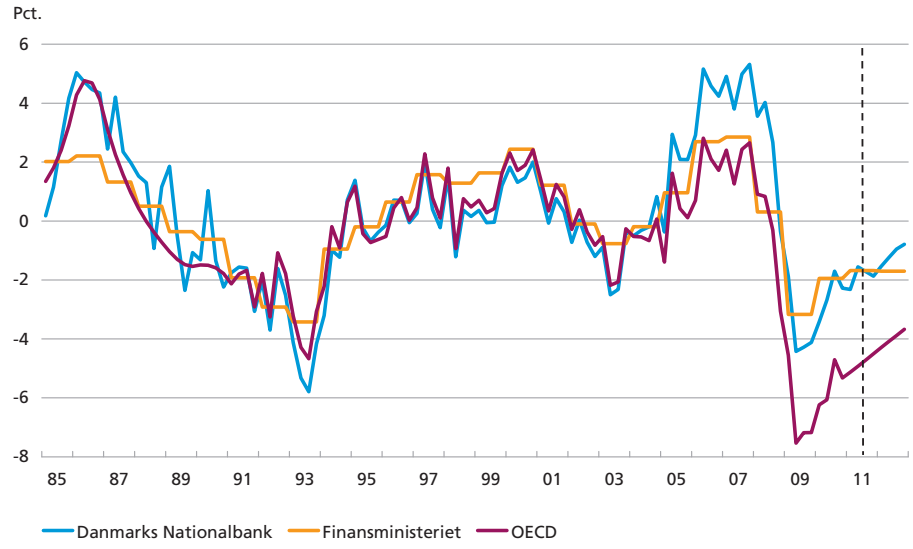
Anm.: Tallene til højre for den stiplede linje er baseret på Nationalbankens seneste prognose for dansk økonomi, jf. "Seneste økonomiske og monetære udvikling".
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Sammenholdt med udviklingen i den faktiske produktion resulterer den estimerede udvikling i potentiel produktion i en tidsserie for produktionsgabet, der langt hen ad vejen fortæller den samme overordnede historie om konjunkturudviklingen i dansk økonomi siden 1985 som tilsvarende estimater fra OECD og Finansministeriet, jf. figur 2. Produktionsgabet var stort og positivt i begyndelsen af perioden, hvorefter der fulgte en kraftig lavkonjunktur i begyndelsen af 1990'erne. Årtiet sluttede med en betydelig højkonjunktur, som så blev afløst af en kortvarig lavkonjunktur i de første år af 2000'erne.

Årene 2005-07 bød på en kraftig højkonjunktur og overophedning af dansk økonomi. Vores beregninger viser, at produktionsgabet i denne periode nåede op over 4 pct., hvilket er væsentligt mere, end hvad tilsvarende estimater fra andre institutioner har vist. Resultaterne indikerer dermed, at styrken af overophedningen i årene op til finanskrisen var større, end man hidtil har regnet med.

I slutningen af 2007 indtraf imidlertid en afmatning af dansk økonomi, og konjunkturnedgangen blev drastisk forstærket efter udbruddet af den finansielle krise i 2008 og den efterfølgende pludselige opbremsning i verdensøkonomien. Bunden af lavkonjunkturen blev nået i 2. kvartal 2009, hvor BNP ifølge vores estimater var mere end 4 pct. under sit potentielle niveau. Niveauet i BNP har dog rettet sig siden. Sammenholdt med beskedne vækstrater i det potentielle produktionsniveau har det medført en betydelig indsnævring af produktionsgabet, som estime-

PRODUKTIONSGAB ESTIMERET AF FORSKELLIGE INSTITUTIONER Figur 2



Kilde: Finansministeriet, OECD's *Economic Outlook* og egne beregninger.

res til -1,6 pct. af potentiel produktion i 2. kvartal 2011. Det er på niveau med Finansministeriets vurdering for hele 2011, mens OECD vurderer det aktuelle produktionsgab til at være endnu mere negativt.

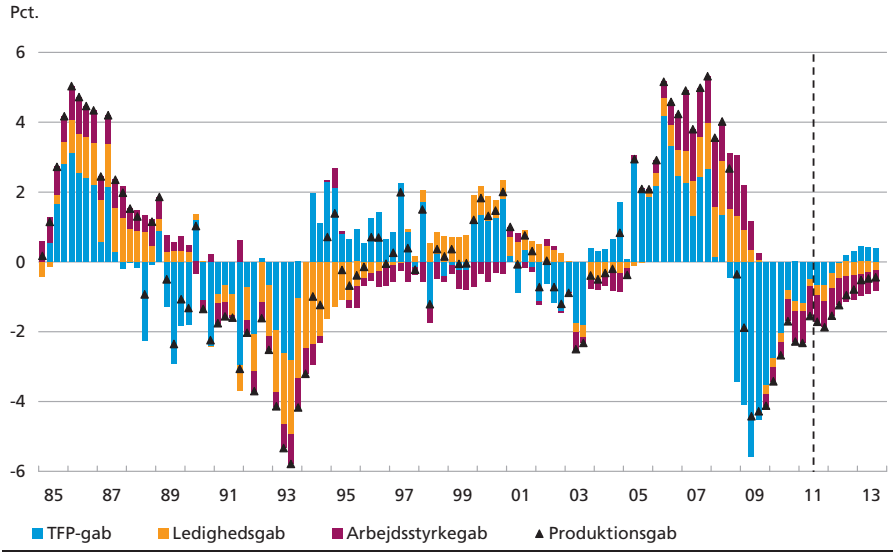
Forskellene mellem de tre vurderinger illustrerer, at estimater for produktionsgabets størrelse afhænger af det præcise valg af estimationsmetode.

DEKOMPONERING AF PRODUKTIONSGABET: LEDIGHED, ERHVERVSFREKVENS OG TOTALFAKTORPRODUKTIVITET

Produktionsgabet kan dekomponeres i bidrag fra TFP-gab, ledighedsgab og arbejdsstyrkegab, hvor hvert "gab" repræsenterer den pågældende komponents afvigelse fra sit strukturelle niveau. Et positivt arbejdsstyrkegab betyder fx, at arbejdsstyrken er over sit strukturelle niveau, hvilket isoleret set trækker i retning af et større positivt produktionsgab.

Et generelt mønster er, at konjunkturvendinger i begyndelsen er præget af store udsving i TFP-gabet, mens arbejdsmarkedet typisk først vender nogle kvartaler senere, jf. figur 3. Eksempelvis tog de store positive produktionsgab i 2006-08 i første omgang form som store positive TFP-gab. Mod slutningen af den kraftige højkonjunktur, umiddelbart inden den finansielle krises udbrud, blev produktionsgabets sammensætning dog forskubbet, idet højkonjunkturen resulterede i et betydeligt pres på arbejdsmarkedet. På samme måde kom den bratte konjunkturvending

DEKOMPONERING AF PRODUKTIONSGAB — Figur 3



Anm.: Tallene til højre for den stiplede linje er baseret på Nationalbankens seneste prognose for dansk økonomi.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

efter finanskrisens udbrud først til udtryk via store negative TFP-gab, mens det aktuelle negative produktionsgab primært kan forklares med ledig kapacitet på arbejdsmarkedet. Det er i den forbindelse værd at bemærke, at arbejdsmarkedets tilpasning til den seneste konjunkturvending først og fremmest er sket via et markant gab i arbejdsstyrken, mens ledighedsgabet fortsat kun udgør et beskedent bidrag til det samlede produktionsgab.

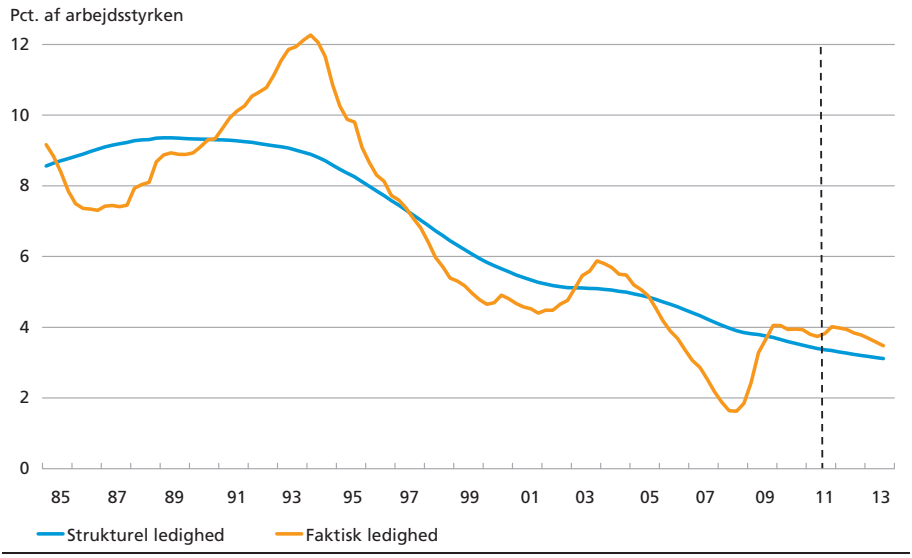
I det følgende belyses udviklingerne i ledigheden og arbejdsstyrken yderligere. Den strukturelle ledighed er det ledighedsniveau, som er foreneligt med en stabil løn- og prisudvikling på mellemlangt sigt. Dette niveau estimeres i artiklen i del 2 med udgangspunkt i en negativ sammenhæng mellem ledighedsgabet og udviklingen i lønkvoten i private byerhverv: Når ledigheden er lav, og der er pres på arbejdsmarkedet, vil lønningerne typisk stige hurtigere end produktiviteten. En sådan stigning vil lede til et opadgående pres på priserne. I en lille økonomi som den danske, der fører fastkurspolitik over for euroen, er prisudviklingen imidlertid i høj grad forankret i prisudviklingen i euroområdet. Pres på arbejdsmarkedet vil derfor resultere i, at lønkvoten, dvs. den andel af værditilvæksten, der går til aflønning af ansatte, øges. Omvendt vil lønkvoten falde, når ledigheden er høj, og der er ledig kapacitet på arbejdsmarkedet.

Det betyder, at udviklingen i lønkvoten kan anvendes til at uddrage information om det strukturelle ledighedsniveau: Hvis lønkvoten er høj og stigende, er det alt andet lige tegn på, at ledigheden er under det strukturelle niveau. Omvendt indikerer en lav og faldende lønkvote, at ledigheden er højere end det strukturelle niveau.

Beregningerne viser, at den strukturelle ledighed er faldet mærkbart i løbet af den betragtede periode, jf. figur 4. Mens den strukturelle nettoledighed ved indgangen til 1990'erne udgjorde over 9 pct. af arbejdsstyrken, svarende til over 260.000 personer, estimeres den i dag til ca. 3,4 pct. af arbejdsstyrken, svarende til knap 100.000 fuldtidspersoner. Udviklingen kan først og fremmest forklares med, at man særligt i 1990'erne gennemførte en række arbejdsmarkedsreformer, som bl.a. forkortede dagpengeperioden og samtidig introducerede en langt mere aktiv arbejdsmarkedspolitik, end man havde ført hidtil. Hvor man før reformerne lagde hovedvægten på at sikre de lediges forsørgelse, blev fokus nu flyttet til at sikre deres tilbagevenden til beskæftigelse.

Resultatet af reformindsatsen var et mærkbart og langvarigt fald i den strukturelle ledighed. Det er dog ikke sandsynligt, at den strukturelle ledighed vil fortsætte med at falde i samme tempo fremover. Der vil altid være en vis ledighed, bl.a. som følge af, at personer, der er på vej fra ét job til et andet, ofte vil tilbringe en begrænset tid som ledige i

FAKTISK OG STRUKTUREL NETTOLEDIGHED Figur 4



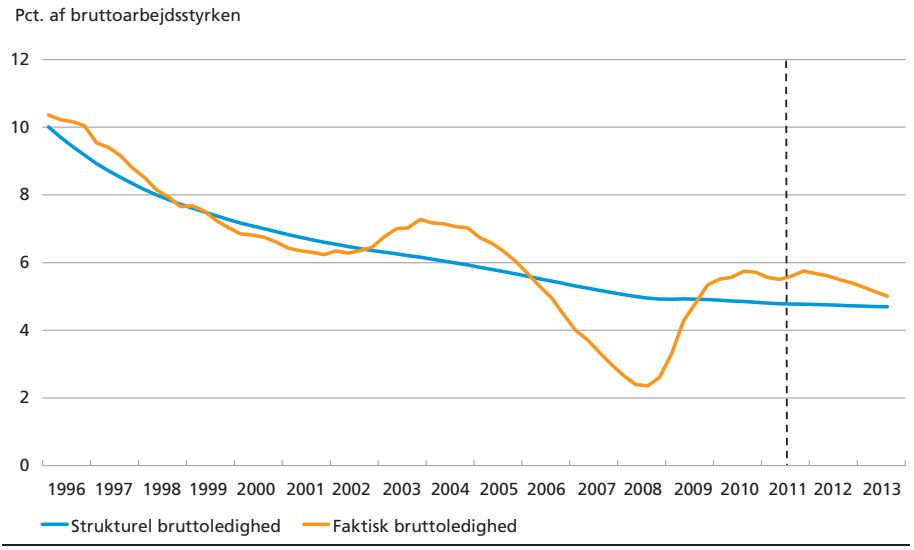
Anm.: Ledigheden er her opgjort ved den registrerede nettoledighed. Arbejdsstyrken er opgjort som antal beskæftigede plus antal nettoledige. Tallene til højre for den stiplede linje er baseret på Nationalbankens seneste prognose for dansk økonomi.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

forbindelse med jobskiftet. Denne såkaldte kortsigtsledighed udgør en nedre grænse for den strukturelle ledighed. Det meget lave ledighedsniveau, der blev opnået i 2008, ligger i vores vurdering under denne grænse, og det vil derfor ikke være holdbart, hvis ledigheden igen presses ned på dette niveau.

De ovennævnte beregninger er baseret på den registrerede *nettoledighed*. Vi har i artiklen i del 2 foretaget tilsvarende beregninger baseret på et andet begreb, *bruttoledigheden*. Til forskel fra nettoledigheden inkluderer dette ledighedsbegreb antallet af arbejdsmarkedsparate aktiverede. Bruttoledigheden er derfor højere end nettoledigheden, og estimaterne for den strukturelle ledighed vil derfor også være højere, når dette begreb benyttes. Fokuserer man på udviklingen over tid, er den overordnede historie dog den samme som for nettoledigheden. Den strukturelle bruttoledighed er således faldet fra ca. 10 pct. af arbejdsstyrken i 1996 til knap 5 pct. i 2. kvartal 2011, jf. figur 5.

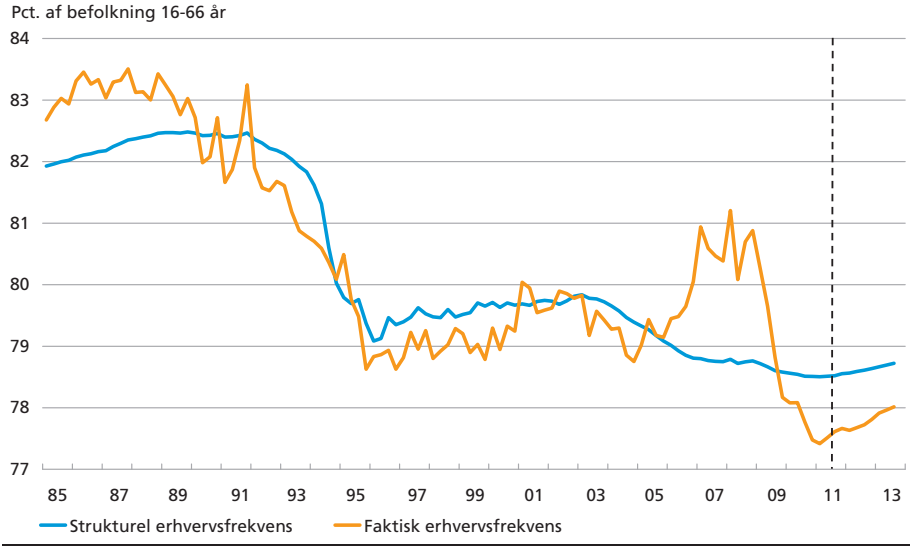
Udviklingen i den strukturelle arbejdsstyrke belyses i artiklen i del 2 ved at estimere en strukturel erhvervsfrekvens. Erhvervsfrekvensen måles her som andelen af befolkningen i alderen 16-66 år, som deltager i arbejdsstyrken. Den strukturelle erhvervsfrekvens faldt markant i perioden 1992-96, jf. figur 6. Det kan direkte tilskrives en pludselig vækst i antallet af personer på orlovsordninger og overgangsydelse, som trak et

FAKTISK OG STRUKTUREL BRUTTOLEDIGHED Figur 5



Anm.: Ledigheden er her opgjort ved den registrerede bruttoledighed. Bruttoarbejdsstyrken er defineret som antal beskæftigede plus antal bruttoledige. Tallene til højre for den stiplede linje er baseret på Nationalbankens seneste prognose for dansk økonomi.
Kilde: Danmarks Statistik, Beskæftigelsesministeriets forløbsdatabase og egne beregninger.

FAKTISK OG STRUKTUREL ERHVERVSFREKVENS Figur 6



Anm.: Erhvervsfrekvensen er udregnet som antal personer i arbejdsstyrken delt med antal personer i befolkningen i aldersgruppen 16-66 år. Tallene til højre for den stiplede linje er baseret på Nationalbankens seneste prognose for dansk økonomi.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

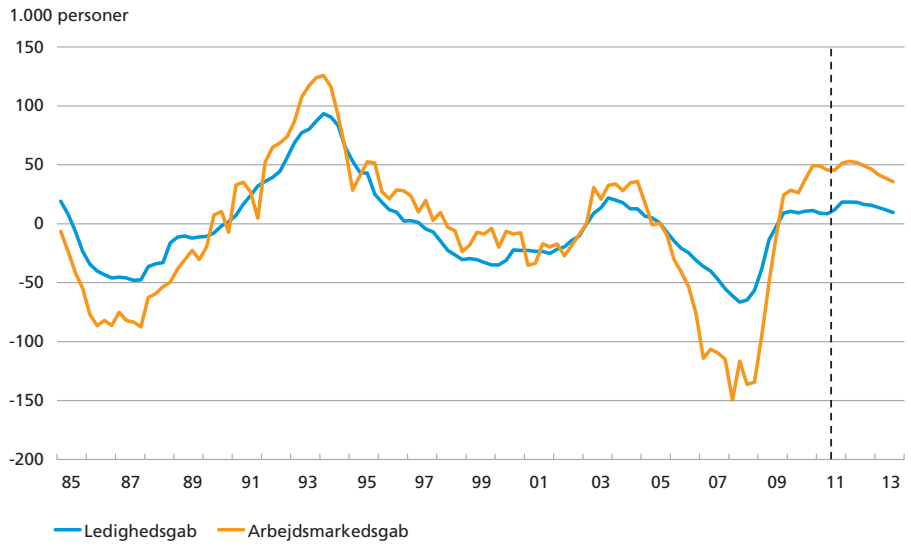
stort antal personer ud af arbejdsstyrken i disse år. Den gradvise afvikling af orlovsordningerne medførte en stigende strukturel erhvervsfrekvens i de efterfølgende år.

Fra 2003 og frem til i dag er den strukturelle erhvervsfrekvens gradvis faldet med i alt godt 1 procentpoint, så den estimeres til 78,5 pct. i 2. kvartal 2011. Faldet kan forklares af den demografiske udvikling, som har medført en stigende andel af 60-66-årige blandt den samlede befolkning i den arbejdsdygtige alder. Eftersom denne aldersgruppe generelt har en lavere erhvervsfrekvens end den øvrige befolkning i den arbejdsdygtige alder, bl.a. som følge af muligheden for efterløn, trækker det i retning af en lavere strukturel erhvervsfrekvens.

I figur 7 fokuserer vi på ledighedsgabet og arbejdsstyrkegabet, altså ledighedens og arbejdsstyrkens afvigelser fra deres respektive strukturelle niveauer, udtrykt i antal personer. De to gabs samlede størrelse kan udtrykkes ved *arbejdsmarkedsgabet*, som angiver forskellen mellem det strukturelle og det faktiske input af arbejdskraft. Et positivt arbejdsmarkedsgab indikerer, at der er ledig kapacitet på arbejdsmarkedet, mens et negativt gab er tegn på et presset arbejdsmarked.

Overophedningen i årene op til finanskrisen resulterede i, at ledigheden blev presset langt under sit strukturelle niveau, samtidig med at arbejdsstyrken blev kraftigt udvidet. Arbejdsmarkedsgabet blev dermed

LEDIGHEDS- OG ARBEJDSMARKEDSGAB Figur 7



Anm.: Arbejdsmarkedsgabet er defineret som ledighedsgabet minus arbejdsstyrkegabet, hvor sidstnævnte udregnes som erhvervsfrekvensgabet gange antallet af personer i befolkningen i alderen 16-66 år. Et positivt arbejdsmarkedsgab angiver, at det samlede input af arbejdskraft er under det strukturelle niveau. Det kan skyldes, at ledigheden er større end den strukturelle ledighed, eller at arbejdsstyrken er under sit strukturelle niveau. Tallene til højre for den stiplede linje er baseret på Nationalbankens seneste prognose for dansk økonomi.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

negativt og nåede i begyndelsen af 2008 op på næsten 150.000 personer. Denne udvikling fik imidlertid en brat afslutning efter finanskrisens udbrud, som resulterede i en mærkbar stigning i ledigheden og en kraftig formindskelse af arbejdsstyrken. I betragtning af det ekstraordinært store fald i efterspørgslen i 2009 er det dog bemærkelsesværdigt, at ledigheden ikke steg mere, end den gjorde, og vores analyser indikerer, at den i 2. kvartal 2011 kun lå en anelse over sit strukturelle niveau. Hvor udsving i arbejdsmarkedsgabet tidligere først og fremmest skyldtes udsving i ledighedsgabet, er de i de senere år i højere grad kommet til udtryk via udsving i arbejdsstyrken, jf. figur 7.

En del af forklaringen på denne udvikling er et øget omfang af aktivering, idet aktiverede ikke tælles med i opgørelsen af nettoledigheden – og dermed heller i arbejdsstyrken, når denne opgøres som summen af beskæftigede og nettoledige. Når en person går fra beskæftigelse til aktivering, vil det derfor blive registreret som et fald i arbejdsstyrken, og større variation i antallet af aktiverede giver derfor større cykliske udsving i arbejdsstyrken.

Det overordnede billede ændres dog ikke meget, hvis man i stedet anvender bruttoledigheden som ledighedsbegreb. De seneste års udsving i arbejdsmarkedsgabet kan således i højere grad end tidligere tilskrives variationer i arbejdsstyrkens størrelse, selv når de aktiverede tælles med i arbejdsstyrken. En medvirkende årsag til denne udvikling kan være en øget brug af udenlandsk arbejdskraft. Udlændinge ansat i danske virksomheder tælles således med i beskæftigelsen, og derfor i arbejdsstyrken, men ikke i befolkningstallet. Øget brug af udenlandsk arbejdskraft i opgangstider vil derfor bidrage til større konjunkturudsving i arbejdsstyrken. Det bør ses som en påmindelse om, at det ikke er tilstrækkeligt alene at fokusere på udviklingen i ledighedsgabet, når presset på arbejdsmarkedet skal vurderes.

POTENTIEL PRODUKTION FØR OG EFTER FINANSKRISEN

Finanskrisens udbrud i 2008 medførte et voldsomt fald i den økonomiske aktivitet i Danmark. En konsekvens heraf var et brat fald i investeringsniveauet, og den deraf følgende opbremsning i opbygningen af kapitalapparatet har ifølge vores beregninger medført, at det potentielle produktionsniveau i dag er godt 1 pct. lavere, end det ville have været, hvis opbygningen af kapitalapparatet var fortsat i samme tempo som i perioden 2000-08.

I modsætning hertil vurderer vi, at finanskrisen har haft en begrænset eller ingen effekt på den strukturelle ledighed og den strukturelle erhvervsfrekvens. Den bratte stigning i ledigheden i 2009 kan dermed

bedst karakteriseres som en lukning af et stort negativt ledighedsgab. Faldet i erhvervsfrekvensen i samme år skal ifølge vores vurdering på samme måde ses som et konjunkturdrevet fænomen. Det er i den forbindelse værd at bemærke, at erhvervsfrekvensen var usædvanligt høj i årene op til finanskrisen. Faldet i erhvervsfrekvensen kan desuden i højere grad end under tidligere recessioner tilskrives, at antallet af studerende steg. Det er sandsynligt, at en del af denne gruppe vil være villig til at vende tilbage til arbejdsmarkedet, når konjunkturerne normaliseres, hvilket taler for en begrænset negativ effekt på den strukturelle erhvervsfrekvens.

Det skal dog understreges, at dette ikke betyder, at ledigheden og erhvervsfrekvensen vil vende tilbage til niveauerne fra 2007. Overophedningen af dansk økonomi resulterede i, at ledigheden i det år var langt under sit strukturelle niveau, mens erhvervsfrekvensen lå væsentligt *over* det strukturelle niveau. En tilbagevenden til en sådan situation vil således ikke være holdbar.

Samfundsøkonomiske omkostninger ved finanskriser

Kim Abildgren, Økonomisk Afdeling, Birgitte Vølund Buchholst og Atef Qureshi, Kapitalmarkedsafdelingen og Jonas Staghøj, Statistisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Dansk økonomi har været præget af markante udsving de senere år. Årene forud for Finanskrisen bød på en kraftig overophedning af økonomien og stærkt stigende priser på såvel erhvervs- som boligejendomme. De markante stigninger i boligpriserne gennem den første del af 2000'erne var i høj grad drevet af indførelsen af nye låneformer (rentetilpasningslån og afdragsfrihed), og fra midten af årtiet blev udviklingen på boligmarkedet så hektisk, så det er berettiget at tale om en decideret boligprisboble med urealistiske forventninger til de fremtidige boligpriser, jf. Dam mfl. (2011).

Nedturen på boligmarkedet og en afmatning af økonomien satte ind i den sidste del af 2007. I 4. kvartal 2007 var der et fald i såvel boligpriser som det sæsonkorrigerede kvartalsvise reale bruttonationalprodukt, BNP. Dansk økonomi var dermed inde i en afmatningsfase, allerede inden den globale finanskrise og tilbageslaget i verdensøkonomien for alvor tog til. Den globale finanskrise udsprang i USA, der ligeledes havde oplevet en markant stigning i boligpriserne og opbygning af ubalancer i økonomien i årene forud for krisen. Det samme gjorde sig gældende i flere andre lande.

Nedgangen på det danske boligmarked forstærkede de kontraktive virkninger af den globale finanskrise. En del af pengeinstitutternes udlån sker mod sikkerhed i fast ejendom, og en række pengeinstitutter har måttet foretage betydelige nedskrivninger på ejendomsrelaterede engagementer i takt med vendingen i ejendomspriserne. Mange banker havde endvidere forud for krisen øget udlånene langt over indlånene og dermed fået opbygget betydelige indlånsunderskud. Det gjorde de danske banker afhængige af finansiering på de finansielle markeder og dermed særligt sårbare, da den internationale likviditetskrise brød ud og spredte sig verden over. Under de senere års finanskrise er 4 af landets 15 største pengeinstitutter ophørt som selvstændige virksomheder, og der har været omfattende offentlige indgreb til støtte for den finansielle stabilitet.

De historiske erfaringer fra mange andre lande viser, at konjunkturnedgange, som er sammenfaldende med finanskriser, er længere og dybere end andre konjunkturnedgange, og at konjunkturopsving efter en bankkrise er svagere end normalt. I del 2 af denne kvartalsoversigt er der foretaget en empirisk belysning af, i hvilket omfang finanskriser påvirker den danske samfundsøkonomi negativt sammenlignet med konjunkturforløb uden finanskrise, jf. Abildgren mfl. (2011). I denne oversigtsartikel gives et ikke-teknisk sammendrag af analysernes vigtigste resultater og konklusioner.

Sammenfattende viser analyserne i denne artikel, at en finanskrise har mærkbare negative konsekvenser for realøkonomien på kort og mellemlangt sigt. Det understreger vigtigheden af, at der i den økonomiske politik sigtes efter en stabil udvikling i samfundsøkonomien, så man undgår perioder med massiv opbygning af ubalancer, som efterfølges af krise, når "boblen" brister, og ubalancerne redresseres. Omkostningerne ved finanskriser bør ligeledes holdes for øje i forbindelse med vurderingen af de forslag til den fremtidige regulering af banksektoren, som aktuelt er under forberedelse i internationale fora. Indfasningen af nye kapital- og likviditetskrav kan – afhængig af hastigheden – overgangsvis være forbundet med nogle mindre, samfundsmæssige omkostninger, jf. Christensen (2011). Men som analyserne i denne artikel viser, vil der være væsentlige samfundsmæssige gevinster at hente, såfremt den fremtidige regulering bidrager til færre og mindre alvorlige finanskriser i fremtiden.

KONJUNKTURNEDGANGE MED BANKKRISER ER LÆNGERE ELLER DYBERE END ANDRE KONJUNKTURNEDGANGE

I tabel 1 er vist en oversigt over de danske konjunkturperioders længde og amplitude for de seneste knap 200 år. Konjunkturperioder, som har været præget af bankkriser, er fremhævet med fed skrift i tabellen.

Der er en klar tendens til, at konjunkturnedgange med bankkriser er dybere eller længere end konjunkturnedgange uden bankkriser:

- Konjunkturnedgangen 2007-09, som var præget af Finanskrisen, har været den dybeste konjunkturnedgang siden 2. Verdenskrig.
- Konjunkturnedgangen 1855-58, som omfattede Pengekrisen, var den dybeste konjunkturnedgang i perioden 1821-1915.
- Konjunkturnedgangen 1876-77, som var præget af Sparekassekrisen, var den dybeste konjunkturnedgang under Guldstandarden.
- Konjunkturnedgangen 1986-93, hvor en række banker ligeledes kom i krise, skiller sig ud ved at være den længste konjunkturnedgang (7 år) siden 1821. Den var til gengæld ikke meget dybere end den gennemsnitlige dybde af konjunkturnedgangene siden 1975.

KRONOLOGI OVER DANSKE KONJUNKTURCYKLER 1821-2009 Tabel 1

Vendepunkter			Længde (år)			Amplitude (pct. af BNP)	
Bund	Top	Bund	Opgang	Nedgang	Cykel	Styrke af opgang	Dybde af nedgang
...	1821	1823	...	2	...	...	2,4
1823	1824	1825	1	1	2	1,7	1,3
1825	1828	1833	3	5	8	2,7	3,7
1833	1834	1836	1	2	3	3,7	3,3
1836	1840	1842	4	2	6	2,1	3,5
1842	1845	1847	3	2	5	4,0	4,3
1847	1850	1854	3	4	7	7,3	7,2
1854	**1855**	**1858**	1	**3**	4	8,8	**8,8**
1858	1859	1861	1	2	3	4,9	3,5
1861	1863	1864	2	1	3	4,1	3,3
1864	1865	1868	1	3	4	1,9	3,6
1868	1870	1871	2	1	3	3,6	2,1
1871	1872	1873	1	1	2	2,5	2,4
1873	**1876**	**1877**	3	**1**	4	2,0	**4,3**
1877	1879	1881	2	2	4	3,3	1,6
1881	1883	1885	2	2	4	2,6	3,1
1885	**1887**	1889	**2**	2	4	**2,6**	2,8
1889	1890	1894	1	4	5	3,0	2,9
1894	1896	1898	2	2	4	2,7	2,2
1898	1903	1906	5	3	8	2,6	2,1
1906	**1911**	1912	**5**	1	6	**2,3**	2,4
1912	1914	1915	2	1	3	6,0	7,0
1915	1916	1918	1	2	3	4,8	10,5
1918	1920	1921	2	1	3	10,3	8,0
1921	**1923**	**1925**	**2**	**2**	4	**10,9**	**8,7**
1925	**1930**	**1932**	**5**	**2**	7	**6,5**	**5,8**
1932	1939	1941	7	2	9	12,4	20,1
1941	1944	1945	3	1	4	15,4	12,8
1945	1950	1952	5	2	7	10,2	4,5
1952	1954	1958	2	4	6	2,9	3,1
1958	1961	1963	3	2	5	2,9	2,9
1963	1965	1966	2	1	3	3,0	2,3
1966	1973	1975	7	2	9	3,8	5,8
1975	1979	1981	4	2	6	5,3	4,5
1981	**1986**	**1993**	**5**	**7**	12	**5,0**	**5,1**
1993	2000	2003	7	3	10	3,9	2,8
2003	**2007**	**2009**	4	**2**	6	3,9	**6,1**
Gennemsnit over monetære regimer:							
1823-1842 ("Pariføring af rigsdaleren") .			2,3	2,5	4,8	2,6	3,0
1842-1873 ("Sølvstandard")			1,8	2,1	3,9	4,6	4,4
1873-1912 ("Guldstandard")			2,8	2,1	4,9	2,6	2,7
1912-1945 ("Krige og mellemkrigstid") ..			3,1	1,6	4,7	9,5	10,4
1945-1975 ("Bretton Woods")			3,8	2,2	6,0	4,6	3,7
1975-2009 ("Post Bretton Woods")			5,0	3,5	8,5	4,6	4,6
I alt 1823-2009			2,9	2,2	5,2	4,9	4,9

Anm.: Dybden af en konjunkturnedgang er målt fra top til bund. Styrken af en konjunkturopgang er målt fra bund til top. De monetære regimer er anført i anførselstegn, da de anførte periodeinddelinger er baseret på hele konjunkturcykler og derfor ikke nødvendigvis er fuldt sammenfaldende med de monetære regimer. Med fed skrift er fremhævet de konjunkturperioder, som har været præget af bankkriser.

Kilde: Abildgren mfl. (2011).

Endelig kan det bemærkes, at bankkrisen i 1920'erne og begyndelsen af 1930'erne strakte sig over en meget lang periode, og at konjunkturerne i denne periode var karakteriseret ved såvel stærke opgange som dybe nedgange.

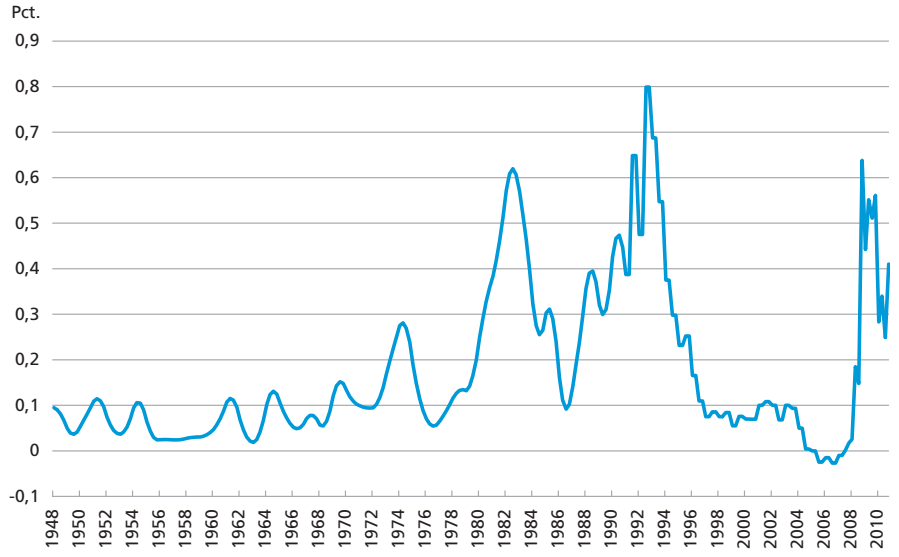
Når konjunkturnedgange med bankkriser er dybere eller længere end konjunkturnedgange uden bankkriser, kan det skyldes, at bankkriser forstærker en konjunkturnedgang. Men det er også muligt, at det blot afspejler, at bankkriser opstår i dybe konjunkturnedgange. I hvilket omfang førstnævnte type af effekter gør sig gældende, vil blive nærmere belyst i de følgende afsnit.

MÆRKBARE OG LANGVARIGE NEGATIVE EFFEKTER PÅ SAMFUNDSØKONOMIEN AF EN FINANSKRISE

Det er vanskeligt at opgøre, i hvilket omfang en finanskrise forværrer et konjunkturforløb sammenlignet med et konjunkturforløb uden finanskrise. Det skyldes, at den reale og finansielle del af økonomien gensidigt påvirker hinanden i et kompliceret samspil.

Det kan illustreres med udgangspunkt i figur 1, som viser bankernes nedskrivningsprocenter siden 1948. Bankernes nedskrivninger stiger normalt i forbindelse med et konjunkturtilbageslag – uanset om der er bankkrise eller ej. Nedskrivningerne steg således i forbindelse med den

BANKERNES KVARTALSVISE NEDSKRIVNINGSPROCENTER 1948-2010 Figur 1



Anm.: Nedskrivninger i procent af udlån og garantier.
Den kvartalsvise nedskrivningsprocent er ikke annualiseret og er delvis interpoleret ud fra halv- og helårsdata.
Negative tal for nedskrivninger er udtryk for, at tidligere foretagne nedskrivninger tilbageføres som indtægter.
Kilde: Abildgren mfl. (2011).

1. oliekrise i den midterste del af 1970'erne, i forbindelse med konjunkturtilbageslaget ved den 2. oliekrise i slutningen af 1970'erne og begyndelsen af 1980'erne, under den syv år lange lavkonjunktur i slutningen af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne og endelig i årene fra og med 2008.

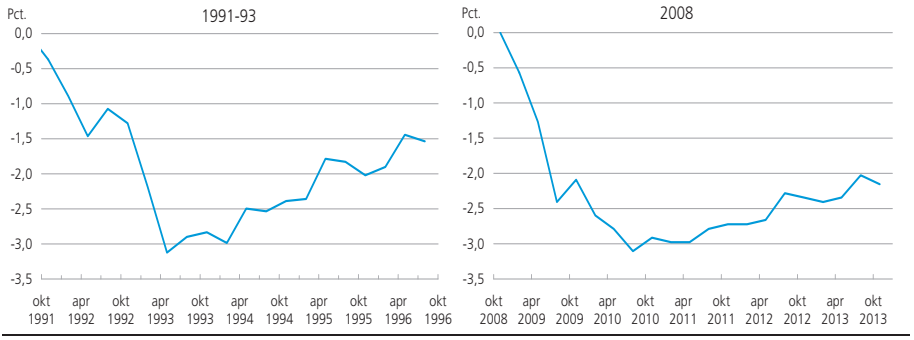
Når nedskrivningerne stiger i forbindelse med et konjunkturtilbageslag, skyldes det, at dårlige afsætningsmuligheder og stigende arbejdsløshed forringer indtjeningsgrundlaget for virksomheder og husholdninger og dermed deres evne til at overholde rente- og afdragsforpligtelser på banklån. Endvidere kan konjunkturtilbageslag være ledsaget af fald i aktiekurser og boligpriser, der forringer værdien af de sikkerheder, som ligger til grund for banklån. Det kan ligeledes øge nedskrivningsniveauet i banksektoren. Endelig kan nedskrivningerne blive forøget i en lavkonjunktur, såfremt bankerne bliver mere forsigtige i deres vurdering af boniteten af deres udlånsportefølje.

Et konjunkturtilbageslag vil ligeledes normalt være ledsaget af fald eller lav vækst i kreditefterspørgslen som følge af en svag udvikling i forbrug og investeringer (en "efterspørgselseffekt"). For at imødegå risikoen for tab på udlån vil der ligeledes ofte forekomme en stigning i bankernes rentemarginal og en opstramning af kreditstandarderne i forbindelse med en lavkonjunktur. Det reducerer ligeledes isoleret set bankernes udlån (en "udbudseffekt").

En lavkonjunktur vil dermed typisk indebære stigende nedskrivninger i banksektoren og lavere udlån – uanset om der er finanskrise eller ej. Under en finanskrise kan man imidlertid forestille sig, at bankernes nedskrivninger stiger mere, end den generelle konjunkturudvikling normalt ville tilsige. Nedskrivningerne er således en indikator for finanskrisens påvirkning af økonomien. Man kan eksempelvis forestille sig, at nedskrivningerne stiger mere, end den generelle konjunkturudvikling tilsiger, fordi en finanskrise giver anledning til ekstraordinært stor usikkerhed omkring den fremtidige samfundsøkonomi og dermed bankkundernes fremtidige økonomiske situation. Der kan ligeledes være tale om, at nedskrivningerne stiger mere end normalt, fordi bankerne bliver ekstra forsigtige i deres vurdering af boniteten af deres udlånsportefølje. En beregning af de realøkonomiske effekter, som svarer til sådanne "ekstraordinære" stigninger i bankernes nedskrivninger under en finanskrise, kan tolkes som et udtryk for, hvor meget finanskrisen isoleret set har påvirket konjunkturudviklingen negativt.

I Abildgren mfl. (2011) er der foretaget en sådan beregning på basis af en summarisk model for den danske nationaløkonomi siden 1948, som indeholder en række udvalgte realøkonomiske samt monetære og finansielle variable. Beregningerne omfatter de ekstraordinære negative ef-

FORLØB AF REALT BNP SVARENDE TIL DE EKSTRAORDINÆRE STIGNINGER I BANKERNES NEDSKRIVNINGSPROCENTER I 1991-93 OG 2008 Figur 2



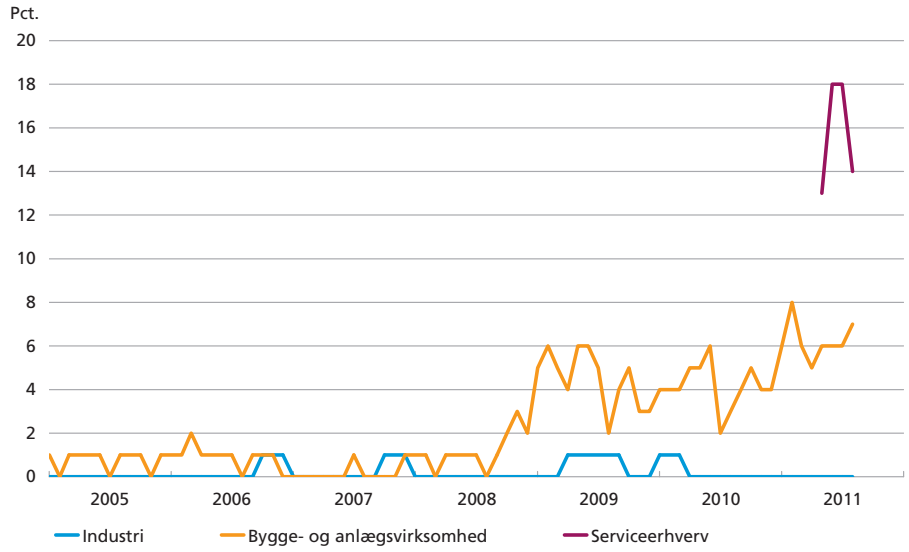
Anm.: Figurerne viser afvigelserne fra grundforløbet i procent. Figuren til venstre vedrører effekterne svarende til de ekstraordinære stigninger i bankernes nedskrivningsprocenter i perioden 3. kvartal 1991 til 3. kvartal 1993, mens figuren til højre vedrører effekten svarende til den ekstraordinære stigning i bankernes nedskrivningsprocenter i 4. kvartal 2008. De viste effekter vedrører ikke-sæsonkorrigerede variable.
Kilde: Abildgren mfl. (2011).

fekter på realøkonomien, som en finanskrise isoleret set giver anledning til, når der renses for udviklingen i produktion, renter, aktiekurser, boligpriser mv. under krisen. Beregningerne indikerer, at det reale BNP i årene 2009-13 i gennemsnit ligger 2,25-2,5 pct. under det niveau, som det ville have været på i fravær af Finanskrisen, jf. figur 2. Det svarer til et samlet akkumuleret produktionstab på omkring 12 pct. af BNP over årene 2009-13.

I forbindelse med tolkningen af beregningsresultaterne er et vigtigt spørgsmål, hvorvidt der i perioder har været tegn på en generel "kreditklemme" under Finanskrisen. En kreditklemme kan opstå, såfremt bankerne reducerer kreditgivningen med væsentligt mere, end der kan begrundes med den svage konjunktursituation, således at kreditværdige låntagere ikke kan opnå finansiering, jf. Danmarks Nationalbank (2009).

Dette spørgsmål kan ikke besvares ud fra ovenstående modelberegning. Det skyldes for det første, at det ikke er muligt at dekomponere beregningsresultaterne i de effekter, der skyldes ændringer i henholdsvis kreditudbud og kreditefterspørgsel. For det andet indgår kundernes kreditværdighed ikke som en del af beregningsgrundlaget. En vurdering af spørgsmålet om kreditklemme kræver derfor inddragelse af supplerende information. Bedømt ud fra Danmarks Statistiks konjunkturbarometre er det kun en begrænset del af virksomhederne, der de senere år har angivet finansielle begrænsninger som årsag til produktionsbegrænsninger, især inden for industri samt bygge- og anlægsvirksomhed, jf. figur 3. Det taler for, at Finanskrisen ikke har været ledsaget af en generel kreditklemme. Det produktionstab, som Finanskrisen ifølge beregningerne i figur 2 har givet anledning til, må derfor i al væsentlighed

ANDEL AF VIRKSOMHEDER MED PRODUKTIONSBEGRÆNSNINGER SOM FØLGE AF FINANSIELLE BEGRÆNSNINGER Figur 3



Kilde: Danmarks Statistik.

tilskrives Finanskrisens mere generelle negative indvirkning på samfundsøkonomien. Som eksempel kan nævnes den ekstraordinære effekt, som krisen har haft på husholdningernes og virksomhedernes opsparingsadfærd som følge af knæk i tilliden til banksystemet.

Dette er ikke ensbetydende med, at enkelte virksomheder eller virksomhedssegmenter ikke kan have fundet det vanskeligere at opnå banklån under de senere års finanskrise. Ifølge en undersøgelse fra Danmarks Statistik steg andelen af mindre og mellemstore virksomheder, der fik afslag på en låneansøgning, fra 4 pct. i 2007 til 23 pct. i 2010, mens andelen af mindre og mellemstore virksomheder, der kun delvis opnåede den søgte lånefinansiering, steg fra 6 til 24 pct. i samme periode, jf. Danmarks Statistik (2010). Økonomi- og Erhvervsministeriet (2011) har foretaget en nærmere analyse af disse tal ved at koble dem med virksomhedernes regnskabsresultater. Det fremgår heraf, at de virksomheder, der fuldt ud fik imødekommet deres kreditansøgning, var karakteriseret ved en højere overskudsgrad, en højere forrentning af egenkapitalen og en lavere gearing end de virksomheder, der kun delvis eller slet ikke opnåede de søgte kreditter. Danmarks Statistiks undersøgelse af mindre og mellemstore virksomheders adgang til finansiering synes således heller ikke at indikere eksistensen af en generel kreditklemme, hvor kreditværdige låntagere ikke har kunnet opnå lånefinansiering. Den afspejler snarere, at bankerne strammede kreditstandarderne under

Finanskrisen i lyset af den forringelse af kundernes betalingsevne, som den svage konjunkturudvikling forårsagede.

Den danske realøkonomi har såvel før som efter den seneste finanskrise været i en bedre tilstand end i begyndelsen af 1990'erne. Ifølge beregningerne i figur 2 har de senere års finanskrise givet anledning til et produktionstab i samme størrelsesorden som det, der var resultatet af bank- og valutakriserne i begyndelsen af 1990'erne. Det dækker over to modsatrettede effekter. Den finansielle krise i årene 2007-08 og frem var af en helt anden og mere alvorlig karakter end krisen i begyndelsen af 1990'erne. Det opvejes imidlertid af, at de økonomisk-politiske indgreb (herunder bankpakkerne) under den seneste finanskrise var langt mere omfattende end kriseinterventionen i begyndelsen af 1990'erne.

Det fremgår ligeledes af beregningerne, at produktionstabet fandt sted i begyndelsen af krisen, dvs. i slutningen af 2008 og i 1. halvår 2009, hvorefter udviklingen blev stabiliseret. Det er nærliggende at tilskrive denne stabilisering til en effekt af Bankpakke 1 (generel statsgaranti for indskydere og simple kreditorer i pengeinstitutter) og Bankpakke 2 (offentlige kapitalindskud i kreditinstitutter) i henholdsvis oktober 2008 og februar 2009.

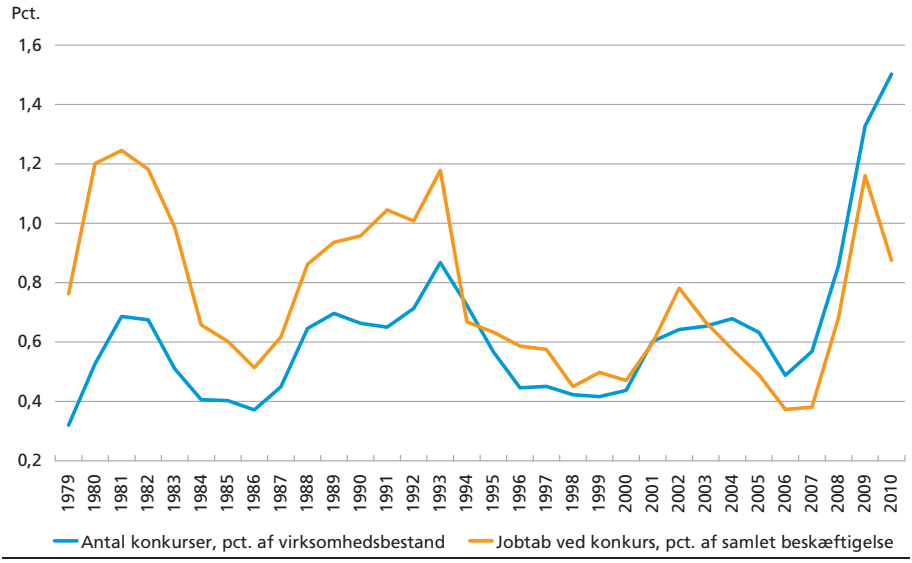
FINANSKRISENS PÅVIRKNING AF VIRKSOMHEDERNES KONKURSSANDSYNLIGHED OG AFKASTNINGSGRAD

De seneste års finanskrise har i høj grad ramt det danske erhvervsliv, som har oplevet de højeste konkursniveauer gennem en længere årrække. Det gælder, både når der ses på antal konkurser i forhold til den samlede virksomhedsbestand (konkursraten) og på antallet af job tabt som følge af virksomhedskonkurser opgjort i forhold til den samlede beskæftigelse (jobtabsandelen), jf. figur 4.

Nationalbankens udlånsundersøgelser indikerer, at pengeinstitutterne under den seneste finanskrise havde behov for at stramme deres kreditpolitik over for især erhvervskunder som tilpasning til konjunkturvendingen, jf. Nielsen (2010). Spørgsmålet er så, om det høje niveau af konkurser i de seneste par år alene skyldes konjunkturudviklingen, eller om en del af stigningen i konkurserne mere direkte kan henføres til en opstramning af kreditpolitikken og en lavere udlånstilbøjelighed i banker, som har været under økonomisk pres.

I Abildgren mfl. (2011) undersøges med udgangspunkt i en konkursmodel, om danske virksomheder med en "svag" bankforbindelse har haft en højere konkurstilbøjelighed under de seneste års finanskrise end tilsvarende virksomheder med en "sund" bankforbindelse. En "svag" bankforbindelse kan tænkes at have dårligere muligheder for at imøde-

KONKURSRATE OG JOBTABSANDEL VED KONKURS 1979-2010 Figur 4



Anm.: Jobtab ved konkurs er målt ved antal lønmodtageranmeldelser til Lønmodtagernes Garantifond.
Kilde: Danmarks Statistik og Lønmodtagernes Garantifond.

komme erhvervskundernes kredit- og likviditetsbehov end en bankforbindelse med en "sund" økonomi, og for den enkelte virksomhed kan det være såvel vanskeligt som omkostningsfuldt at skifte bankforbindelse med kort varsel. Det skyldes, at kendskab til den enkelte virksomhed er vigtig for en bank i forbindelse med kreditgivning. Et sådant kendskab har virksomhedens eksisterende bankforbindelse, men ikke virksomhedens potentielt nye bankforbindelse.

Analysen er baseret på årsregnskaber for perioden 1995-2009 for omkring 37.000 danske aktie- og anpartsselskaber.

En særskilt problemstilling er, hvordan begrebet "svag" bankforbindelse operationaliseres. Det kan gøres på flere forskellige måder.

Én mulighed er at tage udgangspunkt i den såkaldte "tilsynsdiamant", som Finanstilsynet har udarbejdet på baggrund af erfaringerne med de fællestræk, som karakteriserede pengeinstitutter i vanskeligheder under den seneste og tidligere bankkriser, jf. Finanstilsynet (2010). Tilsynsdiamanten indeholder en række pejlemærker for, hvad der som udgangspunkt må anses som værende pengeinstitutvirksomhed med forhøjet risiko. Tilsynsdiamantens pejlemærker vedrører udlånsvækst, ejendomseksponering, store engagementer, likviditetsoverdækning og funding ratio. På baggrund heraf kunne man vælge at definere en bank som værende "svag", såfremt banken vurderet på baggrund af data fra umiddelbart før den seneste finanskrise (dvs. medio 2007) overskred Finanstilsynets tærskelværdier for fire ud af de fem variable i tilsynsdia-

manten. Af de omkring 100 danske banker, som virksomhederne har angivet som bankforbindelse, vil 14 banker blive defineret som "svage" ifølge denne definition, heraf 3 mellemstore og 11 mindre banker.

En anden mulighed er at opfatte en bank som "svag", såfremt banken er blandt de 10 pct. af bankerne, der medio 2007 havde den laveste overskydende solvensprocent (opgjort i forhold til det individuelle kapitalbehov). Af de lidt mere end 100 danske banker, som virksomhederne har angivet som bankforbindelse, vil 11 banker herved blive defineret som "svage" banker, heraf 3 mellemstore. 2 af de 11 banker er de samme som dem, der bliver udpeget som "svage" banker ifølge tilsynsdiamanten.

Sammenfattende indikerer analysen, at virksomheder med en "svag" bankforbindelse har haft en højere konkursrisiko i årene 2008-09 end tilsvarende virksomheder med en "sund" bankforbindelse. Spørgsmålet er så, hvorledes disse resultater nærmere skal fortolkes. For det første er beregningerne baseret på en antagelse om, at de forklarende variable i konkursmodellen (afkastningsgrad, gældskvote, revisoranmærkning etc.) er i stand til at tage fuld højde for, at virksomheder med en "dårlig" økonomi har en højere konkurssandsynlighed end virksomheder med en "sund" økonomi. I det omfang det ikke er tilfældet, vil effekten på konkurssandsynligheden af at have en "svag" bankforbindelse blive overvurderet. Det skyldes, at der er en tendens til, at de "svage" banker har en overvægt af "dårlige" kunder, jf. tabel 2. Det kan i så fald ikke udelukkes, at beregningsresultaterne blot afspejler, at urentable virksomheder er gået konkurs under Finanskrisen, og at disse virksomheder i overvejende grad var kunder hos "svage" banker.

For det andet er det i beregningerne antaget, at der er samme effekt på alle virksomheders konkurssandsynlighed af at have en "svag" bankforbindelse. I lyset af, at det som nævnt kun er en lille andel af virksomhederne, der de senere år har angivet finansielle begrænsninger som årsag til produktionsbegrænsninger, forekommer det nærliggende at tolke denne effekt som et udtryk for, at afhængighed af en "svag" bankforbindelse kan have haft betydning for konkurssandsynligheden for en mindre andel af virksomhederne, mens bankforbindelsen ikke har haft nogen betydning for konkurssandsynligheden hos det store flertal af virksomheder.

For at belyse denne problemstilling nærmere er der i Abildgren mfl. (2011) ligeledes set på, om der kan spores en negativ effekt af at have en "svag" bankforbindelse på afkastningsgraden for det store flertal af virksomhederne, der ikke er gået konkurs under Finanskrisen. Der findes her ikke tegn på, at ikke-konkursramte virksomheders afkastningsgrad under Finanskrisen har været påvirket af "sundhedstilstanden" hos deres bankforbindelse. Det stemmer overens med de nævnte konjunktur-

SAMMENLIGNING AF NØGLETAL FOR VIRKSOMHEDER MED "SUND" OG "SVAG" BANKFORBINDELSE

Tabel 2

	Gennemsnit 1995-2006				Gennemsnit 2007-09			
	"Svag" bank defineret ud fra tilsynsdiamant		"Svag" bank defineret ud fra solvensover-dækning		"Svag" bank defineret ud fra tilsynsdiamant		"Svag" bank defineret ud fra solvensover-dækning	
	Sund bank	Svag bank	Sund bank	Svag bank	Sund bank	Svag bank	Sund bank	Svag bank
Konkursrate (pct.)	2,5	3,8	2,6	2,8	2,9	4,5	2,9	5,3
Afkastningsgrad (pct.)	5,6	3,8	5,4	6,2	4,8	3,6	4,7	4,8
Primært resultat (mio. kr.)	2,1	0,5	2,1	0,8	3,1	0,5	2,9	1,0
Aktiver (mio. kr.)	36,2	12,0	35,3	11,9	67,0	19,4	65,1	16,6
Egenkapital (mio. kr.)	15,4	3,6	15,0	4,1	27,5	6,4	26,7	6,2
Kort gæld i forhold til aktiver (pct.)	54,0	60,2	54,4	52,9	59,8	65,4	60,1	60,1
Lang gæld i forhold til aktiver (pct.)	12,2	12,5	12,2	15,2	10,5	10,7	10,4	13,5
Antal ansatte	25,6	11,2	25,0	12,6	34,0	14,5	33,1	15,8
Virksomhedens alder (år)	17,5	15,3	17,4	16,1	21,2	18,3	21,0	19,5
Reduktion af kapitalgrundlag (andel af virksomheder, pct.)	14,3	18,8	14,5	15,0	16,3	21,3	16,5	18,2
Kritisk revisionsanmærkning (andel af virksomheder, pct.)	7,8	10,1	7,9	9,6	11,0	14,8	11,1	13,5
Geografisk placering af virksomheder (pct.)								
København og Frederiksberg	13,4	28,3	14,5	5,2	12,2	28,4	13,5	4,6
Københavns amt	11,6	23,1	12,5	2,8	10,5	23,0	11,7	1,7
Frederiksborg og Roskilde amter	12,7	24,4	13,7	2,7	11,8	23,2	12,9	3,1
Øvrige bykommuner	19,8	5,3	18,8	21,7	20,8	7,1	19,8	19,6
Landkommuner	42,6	18,9	40,5	67,7	44,7	18,2	42,1	71,1
I alt	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Brancheforddeling af virksomheder (pct.)								
Handel mv.	32,3	31,0	32,3	29,8	34,9	32,0	34,9	30,5
Bygge og anlæg	12,4	14,4	12,5	15,3	14,0	15,7	14,1	16,9
Ejendom	23,0	25,8	23,2	21,1	20,5	25,5	20,9	19,0
Fremstilling	18,1	14,7	17,9	19,9	17,6	13,6	17,3	20,3
Transport mv.	5,3	4,2	5,2	4,9	8,9	8,5	8,9	8,0
Øvrige	8,9	9,9	8,9	9,0	4,1	4,5	4,0	5,4
I alt	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Antal observationer	430.843	27.662	446.627	11.878	89,435	6.485	93.293	2.627

Kilde: Beregnet på baggrund af data fra Experian A/S, jf. Abildgren mfl. (2011).

barometre fra Danmarks Statistik, som indikerer, at det kun er en begrænset del af virksomhederne, der under Finanskrisen har oplevet produktionsbegrænsning som følge af finansielle begrænsninger.

LITTERATUR

Abildgren, Kim, Birgitte Vølund Buchholst, Atef Qureshi og Jonas Staghøj (2011), Realøkonomiske konsekvenser af bankkriser, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal, Del 2.

Dam, Niels Arne, Tina Saaby Hvolbøl, Erik Haller Pedersen, Peter Birch Sørensen og Susanne Hougaard Thamsborg (2011), Boligboblen der bristede: Kan boligpriserne forklares? Og kan deres udsving dæmpes?, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal, Del 1.

Danmarks Nationalbank (2009), Seneste økonomiske og monetære udvikling, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

Danmarks Statistik (2010), Små og mellemstore virksomheders adgang til finansiering, *TemaPubl*, nr. 1, december.

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

Nielsen, Torben (2010), Nationalbankens udlånsundersøgelse – de første resultater, *Finans/Invest*, nr. 2.

Økonomi- og Erhvervsministeriet (2011), Investeringer og virksomhedernes kreditvilkår, *Økonomisk analyse*, nr. 2, 30. marts.

Udsving i de internationale kapitalbevægelser: udfordringer og politiksvar

Katrine Graabæk Mogensen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Hurtig og markant tilbagestrømning af privat kapital til en række vækstøkonomier i kølvandet på den finansielle krise har sat internationalt fokus på, hvordan landene håndterer kapitalbevægelserne. Både G20-gruppen og Den Internationale Valutafond, IMF, behandler aktuelt problemstillingen og har sat sig som mål at nå til konklusioner om passende økonomisk-politiske tiltag.

Kapitalindstrømning øger et lands finansieringsmuligheder. Det skaber grundlag for velstandsforbedringer, idet de bedre finansieringsmuligheder muliggør rentable investeringer til fordel for øget vækst og beskæftigelse. Den økonomiske politik bør indrettes med henblik på at sikre, at velstandsforbedringerne får en stabil og varig karakter. Det skal ses i lyset af, at det øgede finansieringsudbud kan bidrage til overophedning af økonomien og indebære finansielle risici i forbindelse med prisbobler eller tilfælde af pludselig vending i kapitalstrømmene. På den baggrund har nogle af de modtagende vækstøkonomier forsøgt at imødegå den private kapitalindstrømning og dens følger, herunder indført kapitalrestriktioner.

I denne artikel belyses størrelsen og karakteren af de seneste års kapitalbevægelser, hvilke politikudfordringer indstrømningen skaber, mulige og anvendte politiksvar, samt de foreløbige overvejelser og diskussioner herom i internationale fora. Hovedkonklusionen er, at mens en række makroprudentielle tiltag og til dels også kapitalrestriktioner er taget i brug, så er mulighederne for tilpasning via makroøkonomisk politik ikke udtømte. I et oplæg fra IMF til retningslinjer for, hvordan modtagende økonomier bør forholde sig til kapitalstrømmene, lægges vægt på, at den økonomiske politik målrettes de fundamentale problemstillinger i landet. Det vil sige, at risiko for overophedning bør imødegås med makroøkonomisk opstramning eventuelt suppleret med makroprudentielle tiltag for at mindske finansielle risici. Det er imidlertid vanskeligt at nå til international enighed om retningslinjerne. Det af-

spejler bl.a., at nogle lande frygter at blive begrænset i de politiske manøvremuligheder og i mindre grad uenighed om relevante økonomiskpolitiske tiltag. Samtidig mener nogle lande, som modtager private kapitalbevægelser, at der ikke er tilstrækkeligt fokus på betydningen for de internationale kapitalbevægelser af en lempelig pengepolitik i avancerede økonomier.

Danmark støtter sammen med de øvrige nordiske og baltiske lande grundlæggende frie kapitalbevægelser. Med henblik på at imødegå bekymringerne i nogle vækstøkonomier finder Nationalbanken det fornuftigt at formulere globalt støttede retningslinjer. Det primære sigte bør være at gøre økonomierne bedre i stand til at absorbere kapitalstrømme.

UDVIKLING I DE PRIVATE KAPITALBEVÆGELSER

Vækstøkonomierne har oplevet en mærkbar tilbagevenden af private kapitalstrømme efter det pludselige stop i forbindelse med den finansielle krise.[1] På blot tre kvartaler blev nettoindstrømningen øget med ca. 3,5 pct. af bruttonationalproduktet, BNP, i gennemsnit for vækstøkonomierne, jf. IMF (2011a).

I den aktuelle debat om håndtering af kapitalstrømme har der især været fokus på asiatiske og latinamerikanske vækstøkonomier.[2] Til sammenligning oplever europæiske vækstøkonomier dog fortsat en højere kapitalindstrømning på omkring 5 pct. af BNP, om end nu på et mere moderat niveau end op til den finansielle krise, jf. figur 1. Selv om bruttokapitalstrømmene er langt større til de avancerede økonomier, er nettostrømmene betydeligt mindre set i forhold til produktionen. I boks 1 gennemgås sammenhængen mellem kapitalbevægelserne og betalingsbalancens løbende poster.

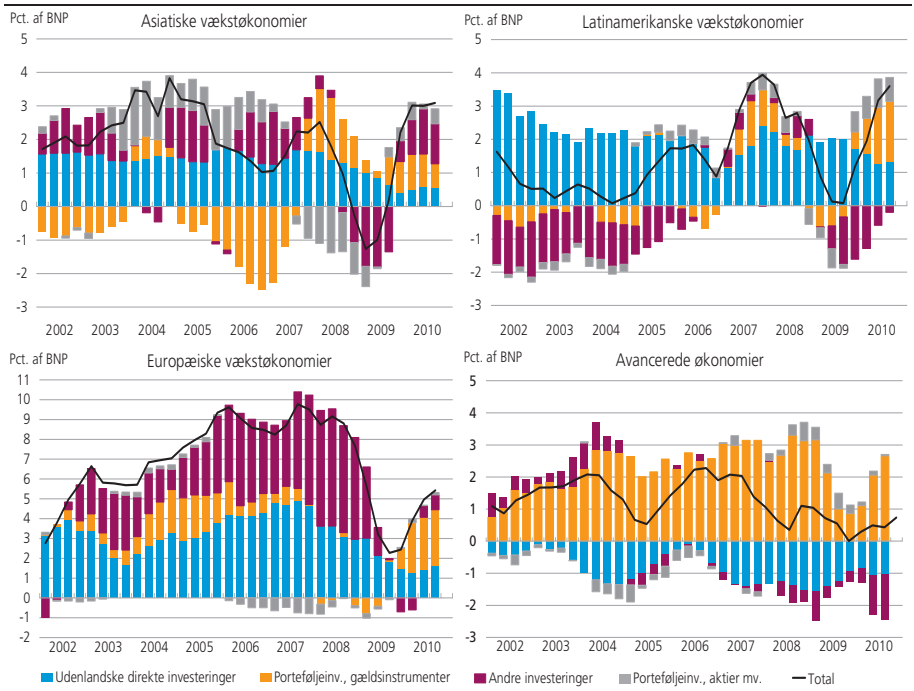
Det er i lige så høj grad sammensætningen af kapitalindstrømningen som den hastighed, hvormed den er øget, der har givet anledning til ekstra årvågenhed. Stigningen i kapitalstrømmene kan især henføres til porteføljeinvesteringer, og for de asiatiske vækstøkonomier også andre investeringer, herunder lån og indskud, mens udenlandske direkte investeringer ikke er øget væsentligt i kølvandet på den finansielle krise. Porteføljeinvesteringer samt bankindskud og lignende private kapitalbevægelser opfattes typisk som de mest omskiftelige kapitalstrømme.

---

1 I denne artikel er valutareserveændringer (samt fejl og udeladelser) fraregnet de viste nettokapitalstrømme.

2 Fokus i artiklen er holdt på vækstøkonomier, som har oplevet betydelig kapitalindstrømning og været optaget af problemstillingen med at finde passende politiksvar. Udvalget er baseret på IMF (2011b).

NETTOKAPITALBEVÆGELSER FORDELT PÅ REGIONER Figur 1



Anm.: Andre investeringer omfatter bl.a. handelskreditter, lån og indskud, herunder en banks lån fra en udenlandsk moderbank. Den viste total er positiv i alle regioner. Det skyldes dels, at valutareserveændringer ikke er inkluderet, jf. fodnote 1 side 2, dels at fx en række råvareproducerende lande ikke er omfattet af ovenstående grupper. I appendiks A er en liste over lande inkluderet i de regionale grupperinger.
Kilde: IMF (2011a).

Kapitalbevægelserne vil følge investorernes forventninger til det størst forventede risikojusterede afkast, dvs. væk fra de lave rente- og vækstudsigter i avancerede økonomier hen mod bedre udsigter i vækstøkonomierne. IMF (2011b) venter desuden en strukturel stigning i investeringerne i vækstøkonomierne som følge af en stigende andel af disse økonomier i institutionelle investorers porteføljer. Det afspejler bl.a., at vækstøkonomierne har vist sig modstandsdygtige under krisen.

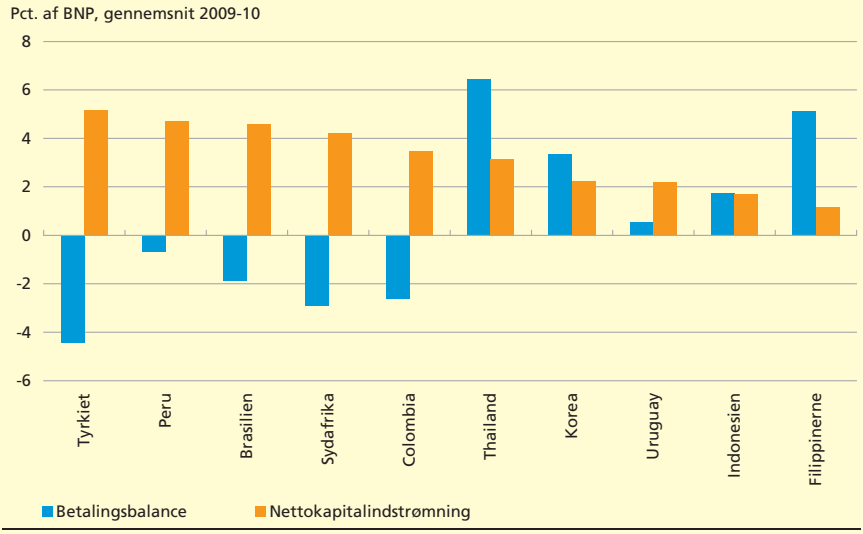
Analysen i IMF (2011a) viser, at landespecifikke faktorer har størst betydning for variationen i kapitalbevægelserne. De globale faktorer (lavere renter og vækstudsigter i de avancerede økonomier samt global risikoaversion) forklarer stadig kun omkring 15 pct. af de samlede kapitalbevægelser trods stigende betydning under den seneste bølge af kapitalstrømme. Det peger på, at fx den lave pengepolitiske rente i USA har haft begrænset betydning for kapitalbevægelserne, mens forventningen om et højere risikojusteret afkast i de enkelte lande er mere afgørende.

KAPITALBEVÆGELSERS SAMMENHÆNG MED BETALINGSBALANCENS LØBENDE POSTER — Boks 1

Kapitalbevægelserne ind og ud af et land aflæses af "de finansielle poster" på den samlede betalingsbalanceopgørelse. Posterne modsvarer saldoen på de løbende poster og kapitaloverførsler. Posterne inkluderer private og offentlige finansielle transaktioner såsom direkte investeringer, porteføljeinvesteringer, bankindskud osv. foruden valutareservebevægelser.[1]

I spørgsmålet om håndteringen af kapitalbevægelser tænkes der på kapitalindstrømning fraregnet valutareserveændringer, som ofte vil være baseret på andet end markedsdrevne faktorer. Ofte vil man associere kapitalindstrømning med et betalingsbalanceunderskud, altså opsparingsunderskud. Hvis et land opbygger valutareserver, kan det imidlertid godt have overskud på betalingsbalancen samtidig med positiv kapitalindstrømning i øvrigt. Blandt de vækstøkonomier, som aktuelt er optagede af problematikken omkring kapitalindstrømning, har de asiatiske generelt overskud på betalingsbalancen, mens de latinamerikanske såvel som Tyrkiet og Sydafrika har underskud, jf. figur 2.

NETTOOPSPARING OG KAPITALINDSTRØMNING I UDVALGTE VÆKSTØKONOMIER — Figur 2



Anm.: Kapitalindstrømning ekskl. valutareserveændringer.
Kilde: IMF (2011a), Balance of Payments Statistics og egne beregninger.

Det er således ikke nødvendigvis et opsparingsunderskud, der giver anledning til bekymring i forbindelse med perioder med kraftig kapitalindstrømning, men lige så meget risikoen for overophedning og opbygning af finansiel ustabilitet som følge af kapitalstrømmenes størrelse, sammensætning mv.

Kilde: Danmarks Nationalbank (2007).

[1] Danmark offentliggør alle Nationalbankens mellemværender over for udlandet samlet (både likvide valutareserveaktiver og andre mellemværender). I denne artikel følges IMF's anvisning, hvor valutareserven er et særskilt instrument.

EFFEKTER OG POLITIKSVAR VED KRAFTIG KAPITALINDSTRØMNING

Kapitalindstrømning øger finansieringsmulighederne og kan dermed give adgang til billigere finansiering og muliggøre rentable investeringer til fordel for vækst og beskæftigelse. Stor og vedvarende kapitalindstrømning kan også medvirke til at udvikle kapitalmarkederne i form af mere avancerede finansielle produkter, som ellers ikke ville eksistere på markedet. Men også i gode tider må den økonomiske politik indrettes hensigtsmæssigt for at mindske de risici, der er forbundet med kapitalindstrømning. Det drejer sig bl.a. om forebyggelse af overophedning af økonomien, konkurrenceevnetab ved kraftig appreciering af valutakursen, samt finansielle risici ved en pludselig vending i kapitalstrømmene. Relevante politiksvar vil afhænge af, hvilke udfordringer kapitalstrømmene bringer.

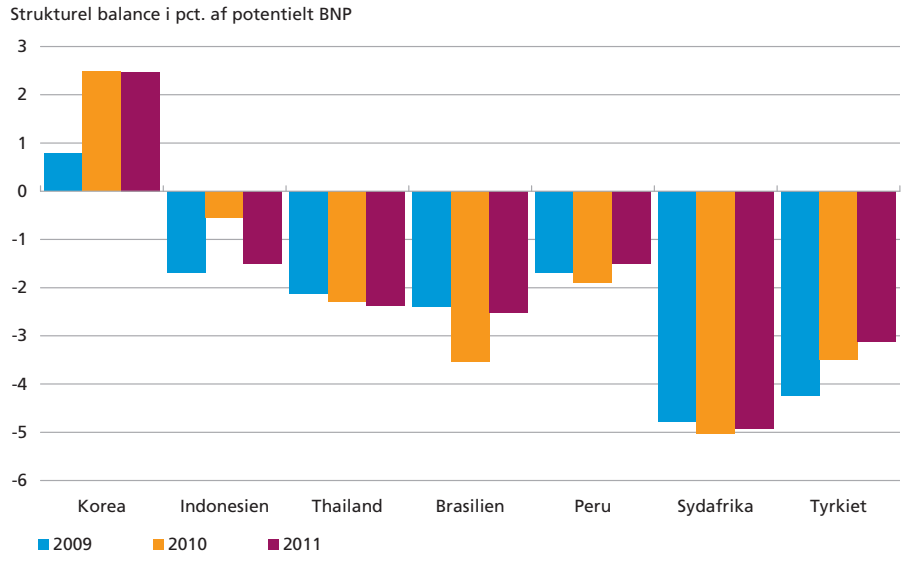
Med den nemmere adgang til at finansiere forbrug og investeringer i fx aktier eller fast ejendom kan inflationspres og prisbobler blive opbygget. Der har været stigende tegn på overophedning særligt i Latinamerika, men også i Asien, i form af tiltagende inflation og kreditvækst. I Latinamerika er der også tale om stigende betalingsbalanceunderskud, om end endnu ikke på alarmerende niveau, jf. IMF (2011c og 2011d).

En strammere finanspolitik kan modvirke tendenser til overophedning og kraftig kreditvækst samt give større manøvremuligheder for pengepolitikken. Det er oplagt at reducere forvridende incitamenter til låntagning, såsom reduktion af rentefradrag, i en situation med kraftig kreditvækst finansieret helt eller delvis ved kapitalindstrømning. Imidlertid har finanspolitikken i de relevante vækstøkonomier kun sent eller i begrænset omfang bidraget til at dæmpe efterspørgselspresset, jf. figur 3.

Består kapitalindstrømningen af investeringer i gældsinstrumenter, kan den øgede efterspørgsel efter obligationer presse de lange markedsrenter ned. Disse effekter bliver særligt udtalte, hvis kapitalstrømmene er store i forhold til størrelsen af de lokale obligationsmarkeder. Lavere markedsrenter kan svække den pengepolitiske transmissionsmekanisme og samtidig reducere incitamentet til finanspolitisk disciplin. Beregninger i IMF (2011c) viser, at de lange renter i gennemsnit er faldet omkring 5 basispoint for hvert procentpoint, den udenlandske ejerandel er steget. Pengepolitikken vurderes dog stadig at være effektiv.

Pengepolitikken kan være et vigtigt redskab til at dæmpe et inflationspres. Ikke desto mindre synes vækstøkonomierne at have tøvet med at sætte renten op. På trods af tiltagende indenlandsk inflationspres har de pengepolitiske renter været holdt lavere end de historiske niveauer ved tilsvarende inflationsrater, jf. IMF (2011b), og realrenten er negativ i Korea og Thailand. Med henvisning til frygt for at tiltrække yderligere

UDVIKLING I DEN OFFENTLIGE STRUKTURELLE BALANCE Figur 3

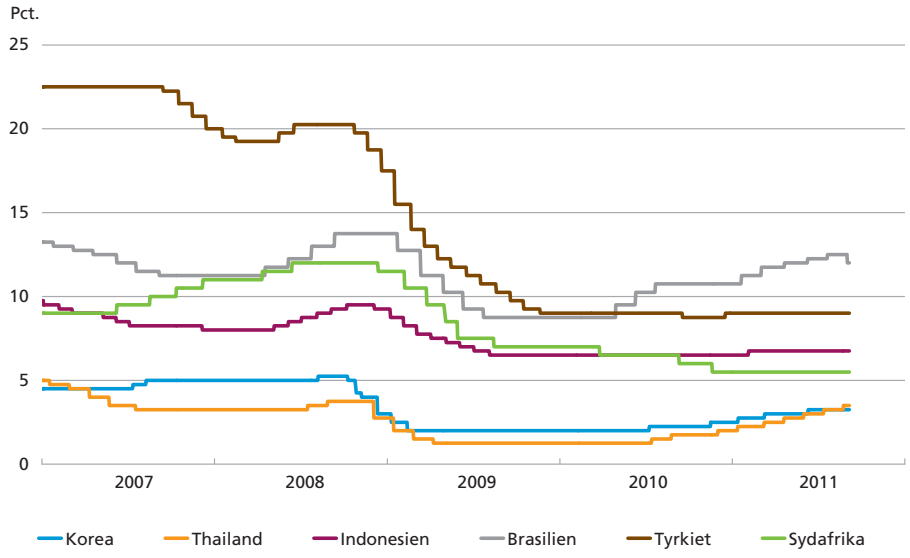


Anm.: En positiv ændring svarer til en strammere finanspolitik.
Kilde: IMF (2011a).

kapital har Tyrkiet ligefrem nedsat renten i 2010, jf. figur 4, selv om inflationsraten lå over målsætningen.

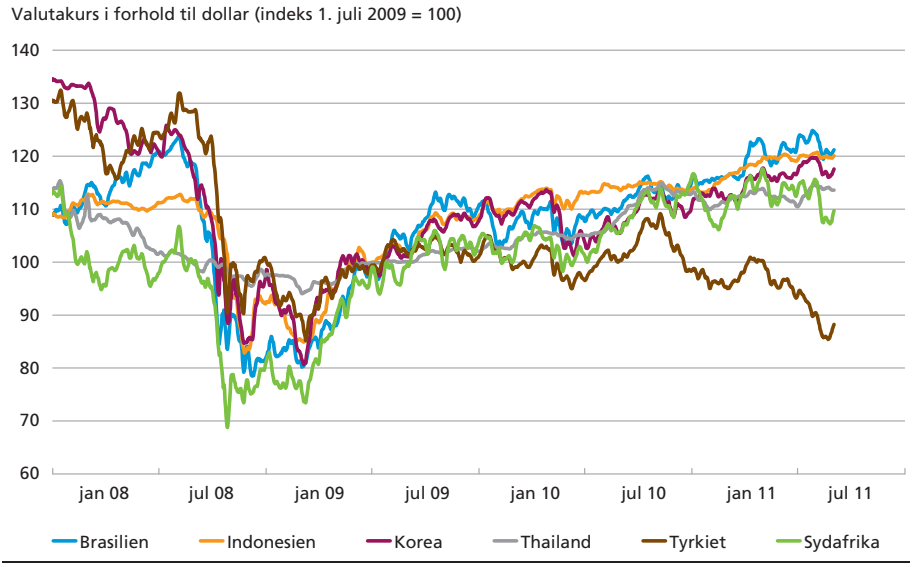
Kapitalindstrømning kan endvidere medføre et opadrettet pres på valutaen. Det kan være godt til at tage presset af økonomien, herunder

PENGEPOLITISKE RENTER I UDVALGTE VÆKSTØKONOMIER Figur 4



Kilde: Reuters EcoWin.

UDVIKLING I VALUTAKURSER Figur 5



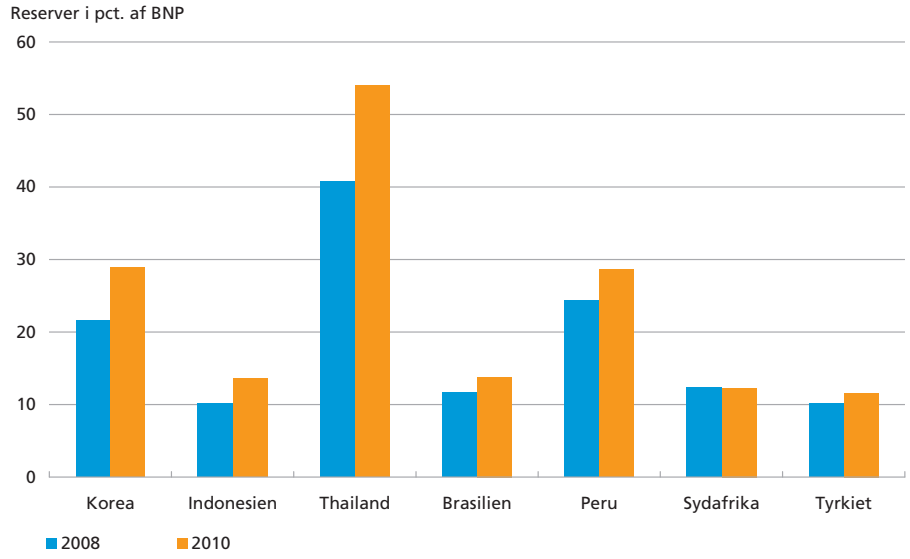
Anm.: 5 dages glidende gennemsnit.
Kilde: Bloomberg.

inflationspres, men kan skade konkurrenceevnen, hvis kursen bliver overvurderet i forhold til det langsigtede ligevægtsniveau. Siden de private kapitalstrømme vendte i midten af 2009, har nogle større vækstøkonomier oplevet valutakursstigninger på mellem 10 og 25 pct. i forhold til dollar, jf. figur 5. I flere tilfælde er det imidlertid sket efter betydelige deprecieringer i forbindelse med kapitaludstrømningen under den finansielle krise. IMF (2011a) vurderer, at valutakursen i bl.a. Korea stadig er under dets langsigtede ligevægtsniveau, mens Brasiliens og Sydafrikas valutaer er til den overvurderede side.

Mange lande har sideløbende interveneret og dermed forøget deres valutareserver, jf. figur 6. Det kan være fornuftigt i tilfælde, hvor reservens størrelse vurderes at være for lille i beredskabsøjemed. Det kan dog være forbundet med betydelige omkostninger at intervenere. Omkostningerne består i at betale renter på de værdipapirer, der udstedes eller sælges for at modvirke ("sterilisere") likviditetsvirkningen af interventionen. Renten vil typisk være højere end det afkast, der kan opnås ved at placere valutareserven. I IMF (2011b) opgøres omkostningerne ved at "sterilisere" likviditetsvirkningen af interventionen til 0,1-0,3 pct. af BNP i 2010 for nogle af de lande, der har oplevet særligt kraftige stigninger i kapitalstrømmene (Brasilien, Peru, Thailand, Indonesien og Sydafrika).

Endelig bliver økonomien sårbar over for et pludseligt stop eller en vending i kapitalbevægelserne, særligt når indstrømningen har mere kortsigtet karakter. Det er ikke blot en risiko for lande med betalingsba-

UDVIKLING I VALUTARESERVER Figur 6



Kilde: IMF.

lanceunderskud. Det kan også være et problem i relation til bankernes finansiering og/eller valutakurseksponering. Endvidere kan virksomheder få sværere ved at modstå fald i indtægterne, hvis finansieringen i højere grad er baseret på gæld frem for aktiekapital. Risikoen for et pludseligt stop for kapitalindstrømningen og for en bank- eller valutakrise er belyst i OECD (2011). Af historiske perioder med stor kapitalindstrømning er 60 pct. afsluttet med et pludseligt stop, og 10 pct. er endt i en bank- eller valutakrise. Risikoen mere end fordobles, når der er tale om gældsstrømme sammenlignet med direkte udenlandske investeringer.

Makroprudentiel regulering kan spille en afgørende rolle i at adressere de finansielle risici af indstrømningen, både i forhold til kraftig udlånsvækst og høj vækst i aktie- og huspriser såvel som sårbarhed over for stød. Det kan omfatte højere reservekrav for bankerne, reducerede belåningsprocenter for fast ejendom, løbetids- eller valutadifferentierede skatter og reservekrav samt restriktioner på valutakurseksponering mv. Flere af sådanne tiltag har været anvendt for nylig.

Endelig kan en vækstfremmende strukturpolitik, såsom konkurrencefremmende deregulering af produktmarkeder og reduktion af omfattende jobbeskyttelsesordninger, bidrage til at ændre sammensætningen af kapitalbevægelserne i retning af mere produktive og stabile strømme, herunder flere udenlandske direkte investeringer, jf. OECD (2011). Den samlede effekt på bevægelserne er dog vanskelig at vurdere, da forbedrede vilkår i sig selv vil gøre det mere attraktivt at investere i landet.

Kapitalrestriktioner

Kapitalrestriktioner defineres typisk som indgreb, der diskriminerer udenlandske investorer. Restriktionerne kan overordnet inddeles i markedskonforme tiltag (fx pålagte skatter) og administrative indgreb (fx øvre grænser for eller deciderede forbud mod kapitalbevægelser). Begge typer af indgreb er anvendt i forbindelse med den seneste indstrømning af kapital til vækstøkonomierne i både Latinamerika og Asien, jf. boks 2.[1]

I IMF (2011b) konstateres i et studie af udvalgte landes nylige brug af kapitalrestriktioner, at restriktioner og andre mere specifikke tiltag generelt har været rettet mod specifikke risici, såsom kortfristet kapitalindstrømning af mere spekulativ eller volatil art, og altså ikke mod at undgå indstrømning af mere "produktiv" kapital. Der er et vist empirisk belæg for, at kapitalrestriktioner i nogle tilfælde kan være effektive med henblik på at adressere netop sådanne specifikke risici. I en oversigt over en række studier konkluderer Magud mfl. (2011), at indførelsen af kapitalrestriktioner medfører en ændret sammensætning af kapitalindstrømningen i retning af længere løbetider.[2] I IMF (2011e) påpeges dog, at litteraturen endnu ikke har identificeret årsager til, hvorfor de virker i nogle, men ikke andre tilfælde.

Restriktionernes tvivlsomme effektivitet skyldes, at kapitalen vil søge at omgå dem, så længe der er udsigt til et højt afkast. I IMF (2011b) konstateres, at effekterne af de nylige konkrete tiltag har været blandede. Eksempelvis ventes effekten af de indførte skatter på udenlandske investorers køb af visse obligationer i Korea og Thailand at være begrænset, fordi dobbeltbeskatningsaftaler indebærer, at en del af obligationskøbene vil være fritaget. Indonesien har indført minimumsperioder for at investere i centralbankobligationer for at modvirke spekulation (ikke en kapitalrestriktion i snæver forstand, da kravet i princippet gælder alle investorer). Det førte kun til et kortvarigt fald i udlandets beholdning, som efterfølgende blev mere end reverseret. Alt i alt har det været vanskeligt at påvise en varig effekt af de mere specifikke tiltag på de tiltænkte kapitalstrømme.

Omvendt er der heller ikke konstateret en generelt negativ stemning på kapitalmarkederne som følge af, at der er indført kapitalrestriktioner. Ifølge markedsdeltagere har fraværet af mere generelle restriktioner på mobiliteten såvel som klarhed omkring målet med indgrebene

---

1 EU-landene har forpligtet sig til frie kapitalbevægelser.

2 Magud mfl. (2011) sammenholder resultaterne af en række studier i forhold til 4 hensigter med restriktionerne: 1. afdæmpe appreciering, 2. afdæmpe spekulativ indstrømning, 3. afdæmpe selve størrelsesordenen af kapitalstrømmene, og 4. genvinde pengepolitisk autonomi. De finder også en øget grad af pengepolitisk autonomi, mens resultaterne er blandede, hvad angår appreciering og den samlede størrelse af kapitalindstrømningen.

EKSEMPLER PÅ NYLIG ANVENDELSE AF KAPITALRESTRIKTIONER Boks 2

Skatter

- Brasilien: Genindførelse og øget skat på porteføljeinvesteringer på mellem 2 og 6 pct. (lavest for investeringer i aktier, højest for fastforrentede obligationer).
- Korea: Genindførelse af 14 pct. skat på udlændinges køb af fx statspapirer.
- Thailand: Genindførelse af 15 pct. skat på udenlandske investorers renteindtægter og kapitalgevinster på nyerhvervede statsobligationer.

Reservekrav

- Taiwan: Højere og uforrentede reservekrav på udenlandske investorers bankindeståender i national valuta.

Kvantitative restriktioner

- Indonesien: Kortfristede centralbankpapirer udfaset til fordel for 6-månedederspapirer, der kun er tilgængelige for indenlandske banker.
- Taiwan: Forbud mod indskudskonti for udenlandske investorer.

Kilde: IMF (2011b) og Pradhan mfl. (2011).

været vigtige elementer i, at investorer ikke generelt er blevet afskrækket fra at investere i lande, der har indført restriktioner.

INTERNATIONAL DEBAT OM KAPITALBEVÆGELSER

Spørgsmålet om håndteringen af de internationale kapitalbevægelser drøftes i flere fora, især i IMF og G20-gruppen. IMF-staben fremlagde i foråret mulige retningslinjer for IMF's rådgivning om håndtering af internationale kapitalstrømme. De er udviklet i erkendelse af, at der er et stigende behov for at rådgive medlemslandene på området, og de sigter mod at minimere de forvridende effekter af eventuelle tiltag.

Retningslinjerne skitserer, under hvilke omstændigheder det kan være passende at anvende makroprudentielle tiltag og eventuelt kapitalrestriktioner, jf. boks 3. IMF har tidligere afvist brugen af kapitalrestriktioner og lægger da også vægt på, at medlemslandene udtømmer mulighederne for tiltag via penge- og finanspolitikken samt strukturtiltag, før direkte indgreb over for kapitalbevægelserne tages i brug.

Retningslinjerne har imidlertid ikke fået bred opbakning i IMF's medlemskreds. I brede træk blev substansen støttet af hovedparten af medlemslandene, men nogle af dem beklagede, at analysen ikke forholdt sig til den politik, der føres i de lande, som kapitalen strømmer ud fra, som fx den lempelige pengepolitik i USA. Derudover havde medlemslandene gerne set, at grundlaget for udviklingen af retningslinjerne var baseret på mere dybdegående studier af tiltag og deres effektivitet i et større udvalg af lande. Endelig frygtede nogle lande, at retningslinjerne ville

HOVEDELEMENTER I IMF-STABENS FORSLAG TIL RETNINGSLINJER FOR HÅNDTERING AF KAPITALINDSTRØMNING Boks 3

Makropolitiske instrumenter gives forrang:

- Lad valutakursen appreciere, når den er undervurderet.
- Opbyg valutareserver, hvis de ikke overstiger et niveau, der måtte være hensigtsmæssigt for beredskab. Neutraliser likviditetsvirkningen ved sterilisering, hvis inflation er en bekymring.
- Sænk den pengepolitiske rente, eller stram finanspolitikken for at øge det pengepolitiske manøvrerum, så længe det er konsistent med inflationsmålsætningen, og der ikke er risiko for overophedning.

Dernæst kommer kapitalhåndteringstiltag, herunder makroprudentielle tiltag og kapitalrestriktioner:

- Kapitalhåndteringstiltag kan benyttes, hvis ovenstående betingelser ikke er opfyldt, eller hvis fx steriliseringsomkostningerne er for høje eller finanspolitiske stramninger ikke er mulige. Tiltagene må ikke erstatte den nødvendige makropolitiske tilpasning, men kan understøtte den i lyset af den tidsmæssige forskydning, der kan være ved finanspolitiske stramninger.
- Makroprudentielle tiltag skal gå forud for kapitalrestriktioner.[1]
- Tiltagene skal svare til den konkrete udfordring og ophæves, når risici aftager. Landespecifikke omstændigheder skal tages i betragtning ved den konkrete udformning af tiltag. Det omfatter bl.a. landets administrative kapacitet, og hvorvidt kapitalindstrømningen formidles videre gennem finansielle institutioner under regulering eller ad andre kanaler.

De institutionelle rammer kan løbende styrkes:

- Makroprudentielle og strukturelle tiltag med henblik på at øge den finansielle sektors evne til at håndtere finansielle stabilitetsrisici og økonomiens evne til at absorbere kapitalindstrømning kan anvendes når som helst.

Kilde: IMF (2011b).

[1] Makroprudentielle tiltag kan være højere kapital- og likviditetskrav, reducerede belåningsprocenter mv.

begrænse de politiske manøvremuligheder. IMF har ikke i sit nuværende vedtægtsgrundlag eksplicit mandat til at overvåge kapitalstrømme.

IMF's rådgivende organ, Den Internationale Monetære og Finansielle Komite, IMFC, betragter således kun retningslinjerne som et første skridt i retning af at udvikle en mere omfattende og balanceret tilgang til håndtering af kapitalbevægelser. Det skal også inkludere anbefalinger vedrørende politikker, der giver anledning til kapitaludstrømning.[1] Det videre arbejde vil foregå parallelt med et lignende arbejde i G20.[2]

[1] IMFC's kommunike fra 16. april 2011 står: "The IMF's recent work on managing capital inflows is a step that should lead toward a comprehensive and balanced approach for the management of capital flows drawing on country experiences. Giving due regard to country-specific circumstances and the benefits of financial integration, such an approach should encompass recommendations for both policies that give rise to outward capital flows and the management of inflows …"

[2] I kommunikeet fra mødet mellem finansministrene og centralbankcheferne i G20-gruppen den 14.-15. april 2011 hed det således: "To strengthen the international monetary system, we agreed to focus our work, in the short term, on […] coherent conclusions for the management of capital flows drawing on country experiences."

Danmark støtter sammen med de øvrige nordiske og baltiske lande grundlæggende frie kapitalbevægelser. Politiktiltag foranlediget af kapitalindstrømning skal rette sig mod at gøre økonomien bedre i stand til at absorbere strømmene ved brug af makroøkonomisk politik, strukturpolitik og makroprudentielle tiltag på linje med tilgangen som foreslået i IMF's retningslinjer. Kapitalrestriktioner bør kun anvendes midlertidigt i tilfælde, hvor andre handlemuligheder er udtømte.

Der er ingen global international institution, der overvåger og rådgiver medlemslandene om håndteringen af kapitalbevægelser, og der kan være betydelige følgevirkninger, særligt for de kapitalmodtagende økonomier selv, hvis ikke bevægelsernes effekter håndteres fornuftigt. De nordiske og baltiske lande anser det for at være fornuftigt, at IMF indtager en rådgivende rolle. Den nordisk-baltiske valgkreds i IMF støtter således udviklingen af retningslinjer for håndteringen af kapitalstrømme, som IMF kan anvende i dets rådgivning af medlemslandene.

APPENDIKS A: LANDE INKLUDERET I SAMMENVEJNINGER

Landevalg følger IMF (2011a). De regionale grupperinger omfatter:

- Asiatiske vækstøkonomier: Filippinerne, Hongkong, Indien, Indonesien, Kina, Korea, Malaysia, Singapore, Taiwan og Thailand.
- Latinamerikanske vækstøkonomier: Argentina, Brasilien, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Mexico, Peru og Uruguay.
- Europæiske vækstøkonomier: Bulgarien, Cypern, Estland, Kroatien, Letland, Litauen, Malta, Polen, Rumænien, Slovakiet, Slovenien, Tjekkiet, Tyrkiet og Ungarn.
- Avancerede økonomier: Australien, Belgien, Canada, Danmark, Finland, Frankrig, Grækenland, Holland, Irland, Island, Italien, Japan, Luxembourg, New Zealand, Norge, Portugal, Schweiz, Spanien, Storbritannien, Sverige, Tyskland, USA og Østrig.

LITTERATUR

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

IMF (2011b), Recent Experiences in Managing Capital Inflows – Cross-Cutting Themes and Possible Guidelines.

IMF (2011c), *Regional Economic Outlook – Asia and Pacific,* april.

IMF (2011d), *Regional Economic Outlook – Western Hemisphere,* april.

IMF (2011e), The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Inflows, *IMF Staff Discussion Note,* SDN/11/14.

Magud, Nicolas E., Carmen M. Reinhart og Kenneth S. Rogoff (2011), Capital Controls: Myth and Reality – A Portfolio Balance Approach, *NBER Working Paper Series*, nr. 16805.

Danmarks Nationalbank (2007), *Danmarks betalings- og kapitalbalance*, januar.

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

Pradhan, Mahmood, Ravi Balakrishnan, Reza Baqir, Geoffrey Heenan, Sylwia Nowak, Ceyda Oner og Sanjaya Panth (2011), Policy Responses to Capital Flows In Emerging Markets, *IMF Staff Discussion Note*, SDN/11/10.

Håndtering af nødlidende pengeinstitutter i Danmark

Ulrik Løgtholdt Poulsen og Brian Liltoft Andreasen, Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Den danske afviklingsordning til håndtering af nødlidende pengeinstitutter har fået stor opmærksomhed, både herhjemme og internationalt. Ordningen trådte i kraft 1. oktober 2010, hvor den generelle statsgaranti udløb. Ordningen har været anvendt i to tilfælde. I begge var der tale om institutter, som forud for den finansielle krise havde ydet en lang række risikable kreditter, som var årsag til, at de ikke længere kunne opfylde kapitalkravene.

Med afviklingsordningen vil almindelige kunder ikke opleve nogen umiddelbar forskel i den praktiske del af deres daglige bankforretninger, selv om deres pengeinstitut bliver nødlidende. Ordningen indebærer, at der sker en kontrolleret afvikling af et nødlidende pengeinstitut, hvor der er tid og ro til at afvikle aktiviteterne med så få økonomiske tab for dets kreditorer som muligt. Det er ikke hensigtsmæssigt at afvikle et pengeinstitut ved konkurs, da det vil betyde, at indskydere vil få lukket deres betalingskort, og at låntagere vil få opsagt deres lån. Desuden vil en konkursbehandling strække sig over mange år, hvor kreditorerne ikke vil have adgang til deres midler.

Afviklingsordningen udgør et alternativ til konkurs, som imødegår en række af de praktiske udfordringer herved. Kreditorer har dog fortsat risiko for at lide tab, hvis et institut bliver nødlidende. Det betyder, at de må tage højde for det enkelte instituts risikoprofil, når de overvejer placering af større indskud og køb af bankobligationer mv. Institutterne har således et incitament til at begrænse deres risici for at få adgang til billigere finansiering. Ordningen vil på sigt medvirke til en sundere og stærkere banksektor, som kan stå på egne ben.

En overdragelse af et nødlidende institut til et andet pengeinstitut vil normalt være at foretrække, men usikkerheden om kvaliteten af de ydede kreditter kan være så stor, at det ikke er muligt at finde en køber. Afviklingsordningen kommer derfor først i spil, hvis der ikke kan findes en markedsmæssig løsning.

Med afviklingsordningen vil et nødlidende pengeinstitut blive afviklet uden økonomisk risiko for den danske stat. For de institutter, som har tilkøbt individuelle statsgarantier under Bankpakke 2, vil staten dog kunne lide tab på lige fod med andre ikke-efterstillede kreditorer.

Alle danske pengeinstitutter kan i princippet vælge at anvende ordningen, hvis de skulle blive nødlidende. Der er dog institutter, som er så vigtige for samfundsøkonomien, at hverken afviklingsordningen eller en konkurs i praksis må anses for hensigtsmæssig.

Et bredt flertal i Folketinget har i august 2011 indgået aftale om at nedsætte et udvalg, der skal forberede kommende regler om systemisk vigtige institutter i Danmark. Udvalget skal bl.a. se på, hvilke kriterier der skal være opfyldt, for at et institut kan siges at være systemisk i Danmark, og hvilke instrumenter der kan anvendes i forhold til systemisk vigtige institutter, som måtte komme i vanskeligheder.

BAGGRUND

Den internationale finansielle krise tog sin begyndelse i sommeren 2007, hvor den udsprang af tab på det amerikanske marked for såkaldte subprime-boliglån. Krisen eskalerede i efteråret 2008, hvor Lehman Brothers måtte indgive konkursbegæring. Konkursen i Lehman Brothers rystede de finansielle markeder. Markederne havde forventet, at de amerikanske myndigheder ville redde investeringsbanken, som det havde været tilfældet med Bear Stearns tidligere på året. Resultatet blev en forstærket uvilje blandt pengeinstitutter til at låne til hinanden, og de globale pengemarkeder frøs fuldstændig til. I mange lande iværksatte regeringer og centralbanker derfor forskellige krisetiltag.

Manglen på tillid pengeinstitutterne imellem ramte også Danmark, og det blev vanskeligt for dem at finansiere sig i udlandet. I årene op til den finansielle krise, hvor renterne var lave og likviditeten rigelig, havde en stor del af de danske pengeinstitutter samtidig øget deres udlån langt mere end deres indlån. Disse institutter var blevet afhængige af finansiering på de finansielle markeder og var dermed blevet sårbare.

Generel statsgaranti (Bankpakke 1)

I efteråret 2008 var situationen så alvorlig, at selv sunde pengeinstitutter havde vanskeligt ved at skaffe likviditet. På den baggrund indgik et bredt politisk flertal i oktober 2008 aftale med den finansielle sektor om en 2-årig statsgaranti. Garantien dækkede alle indskydere og øvrige simple kreditorer i danske pengeinstitutter samt indskydere i udenlandske pengeinstitutters filialer i Danmark frem til 30. september 2010. Hvis et pengeinstitut ikke kunne opfylde kapitalkravene, skulle det overdra-

ge samtlige aktiver og ikke-efterstillede forpligtelser til et statsligt afviklingsselskab, Finansiel Stabilitet. Ejerkapital og efterstillet kapital, herunder hybrid kernekapital, skulle ikke overdrages, men forblive tilbage i det nødlidende institut. Som betaling for garantien skulle den finansielle sektor bidrage med op til 35 mia. kr. Et eventuelt overskud i Finansiel Stabilitet skulle tilfalde staten.[1] I alt otte danske pengeinstitutter blev overtaget af Finansiel Stabilitet i løbet af garantiperioden.[2]

Statslige kapitalindskud og individuelle garantier (Bankpakke 2)

I februar 2009 vedtog Folketinget en ny bankpakke, hvor danske kreditinstitutter fik mulighed for at opnå statsligt kapitalindskud i form af hybrid kernekapital. Baggrunden var en forværring af konjunkturbilledet, som medførte et stigende pres på institutternes solvens. Den finansielle krise betød, at det var svært at rejse yderligere kapital på de internationale kapitalmarkeder, og institutterne kunne derfor blive tvunget til at nedbringe deres udlån med risiko for en kreditklemme til følge. Ved ordningens udløb var der ydet kapitalindskud for ca. 46 mia. kr. fordelt på 43 institutter.

Samtidig blev der etableret en ordning, hvor danske kreditinstitutter frem til 31. december 2010 kunne ansøge om individuelle statsgarantier for specifikke udstedelser med en løbetid op til tre år. Hensigten var at sikre de danske kreditinstitutters muligheder for at skaffe likviditet også efter udløbet af den generelle garanti. Ordningen skulle lette overgangen til finansiering på normale markedsvilkår. Pr. 31. december 2010 havde 50 institutter udstedt gæld for i alt 193 mia. kr. med individuel statsgaranti. Pr. 30. juni 2011 var de udestående garantier blevet nedbragt til 172 mia. kr., primært som følge af førtidsindfrielser.

Afviklingsordningen (Bankpakke 3)

Udløbet af den generelle statsgaranti pr. 30. september 2010 skabte behov for at finde en ny model for afvikling af nødlidende pengeinstitutter. Der var på den ene side politisk enighed om ikke at forlænge den generelle garanti, og at institutterne igen skulle stå på egne ben. Statsgarantien var uundgåelig under den finansielle krise, men ville give anledning til en forkert incitamentsstruktur i sektoren på længere sigt. På den anden side ville det ikke være hensigtsmæssigt at afvikle et nødlidende institut efter konkurslovens regler.

---

[1] Finansiel Stabilitet aflagde i februar 2011 regnskab for Bankpakke 1 samt Roskilde Bank, som Finansiel Stabilitet overtog fra Nationalbanken i august 2009. Statens samlede resultat ved afvikling af nødlidende pengeinstitutter gennem Finansiel Stabilitet er ifølge regnskabet skønsmæssigt opgjort til et overskud på 2,5 mia. kr. pr. 30. september 2010.

[2] Capinordic Bank, EBH Bank, EIK Bank Danmark, EIK Banki Føroya P/F, Fionia Bank, Gudme Raaschou Bank, Løkken Sparekasse og Straumur Burdaras Investment Bank hf.

I juni 2010 vedtog Folketinget derfor en ny ordning til håndtering af nødlidende pengeinstitutter i form af en fast ramme for ordnet afvikling. Ordningen tilbyder et klart alternativ til konkurs i form af en kontrolleret afvikling gennem statens afviklingsselskab, Finansiel Stabilitet.

FORDELE VED AFVIKLINGSORDNINGEN

Det er ikke hensigtsmæssigt at afvikle et pengeinstitut ved konkurs, da det vil betyde, at indskydere vil få lukket deres betalingskort, og at låntagere vil få opsagt deres lån. Desuden vil en konkursbehandling strække sig over mange år, hvor kreditorerne ikke vil have adgang til deres midler.

For at undgå konkursbehandling er nødlidende pengeinstitutter tidligere blevet håndteret ved ad hoc-baserede løsninger med staten og Nationalbanken som aktive deltagere. For at sikre tid og ro til en ordnet afvikling har det været nødvendigt – modsat hvad der gælder for andre private virksomheder – at friholde ikke-efterstillede kreditorer for tab. I stedet har staten og dermed skatteyderne dækket tabene. Det seneste eksempel var i 2008, hvor Nationalbanken sammen med den finansielle sektor måtte overtage samtlige aktiver og forpligtelser i Roskilde Bank, bortset fra hybrid kernekapital og ansvarlig lånekapital.

Dertil hører, at der er en risiko for, at der i markedet opstår en opfattelse af, at staten altid vil træde til, hvis et institut bliver nødlidende. Det mindsker kreditorernes tilskyndelse til at være opmærksomme på den risiko, som det enkelte institut påtager sig. Risikovillige pengeinstitutter vil derfor kunne finansiere sig på stort set samme vilkår som mere forsigtige institutter.

Fraværet af markedsdisciplin kan betyde, at det enkelte pengeinstitut og sektoren som helhed påtager sig uhensigtsmæssigt store risici. I gode tider vil der være en tendens til, at de mest risikovillige institutter opnår et højt afkast. Det sætter mindre risikovillige institutter under pres for at opnå samme kortsigtede forrentning, hvorved de presses til også at påtage sig en høj risiko. Som konsekvens kan risikovilligheden i sektoren generelt blive for høj.

Afviklingsordningen indebærer, at et nødlidende institut afvikles på kontrolleret og forudsigelig vis uden statslig medvirken. Staten kan således kun lide tab, hvis den har påtaget sig en kreditrisiko over for et nødlidende institut, fx i form af en individuel statsgaranti. Risikoen for tab hviler som udgangspunkt på aktionærerne og kreditorerne. Dette giver det enkelte institut et incitament til at begrænse dets risici og have en tilstrækkelig kapitalstødpude for at få adgang til billigere finansiering.

Det har været fremført som en udfordring, at Danmark tidligere end andre europæiske lande har indført en ordning, som indebærer risiko for tab for ikke-efterstillede kreditorer. Det skal bemærkes, at der for alle EU-lande gælder en ensartet grænse for indskydergarantifondenes dækning, således at det kun er beløb op til 100.000 euro, der dækkes.

Nationalbanken lægger stor vægt på Europa-Kommissionens arbejde med at skabe fælles rammer for krisehåndtering. Den kommende regulering forventes overordnet set at bære hen imod et system, hvor anvendelse af offentlige midler til redning af nødlidende pengeinstitutter reduceres. Det kan indebære, at usikrede kreditorer fremover skal være med til at bære tab, når et institut bliver nødlidende, ligesom tilfældet er i Danmark i dag.

AFVIKLINGSORDNINGEN I HOVEDTRÆK

Afviklingsordningen vil først komme i anvendelse, hvis det ikke er muligt at finde en markedsmæssig løsning, jf. boks 1. Markedsmæssige løsninger og private overdragelser går i princippet forud for at anvende ordningen, men usikkerheden om de ydede kreditter kan være så stor, at det ikke er muligt at finde en køber.

En afvikling efter afviklingsordningen forudsætter, at instituttet ikke længere opfylder lovens kapitalkrav, og at Finanstilsynet har fastsat en frist for instituttets reetablering af kapitalen. Afviklingsordningen kan således først anvendelses, når et institut er kommet "ud over kanten".

Afviklingsordningen sikrer, at det nødlidende institut kan overdrage sine aktiviteter til Finansiel Stabilitet i løbet af en weekend. I praksis vil Finanstilsynet så vidt muligt meddele en frist til et nødlidende institut en fredag eftermiddag med udløb den førstkommende søndag, jf. boks 2. Ved en hurtig overdragelse af aktiverne mindskes risikoen for, at der opstår et "run" på instituttet.

Senest 6 timer efter, at instituttet er blevet bekendt med fristen, skal bestyrelsen beslutte, om instituttet skal afvikles efter afviklingsordningen, hvis ikke kapitalen kan reetableres inden for den fastsatte frist. Alternativt skal instituttet afvikles efter konkurslovens regler.[1] I det følgende forudsættes, at instituttet vælger at lade sig afvikle efter afviklingsordningen.

I løbet af de næste 24 timer skal det nødlidende institut tilvejebringe en række oplysninger til Finansiel Stabilitet. De skal danne grundlag for en foreløbig værdiansættelse af instituttets aktiver. Instituttet skal des-

[1] Pengeinstituttets generalforsamling kan på forhånd have truffet beslutning om, hvorvidt afviklingsordningen skal anvendes i en sådan situation. I så fald skal bestyrelsen respektere generalforsamlingens beslutning.

MARKEDSMÆSSIGE LØSNINGER Boks 1

I de fleste tilfælde vil det være at foretrække, at et nødlidende pengeinstitut overdrages til et andet pengeinstitut frem for at afvikle det efter afviklingsordningen. Afviklingsordningen lægger derfor op til, at mulighederne for markedsmæssige løsninger og private overdragelser afsøges, inden afviklingsordningen tages i brug. Hvis et pengeinstitut er i en situation, hvor det er insolvent eller må påregne at blive insolvent, kan bestyrelsen overdrage instituttets virksomhed helt eller delvis til et andet pengeinstitut uden først at indkalde til en ekstraordinær generalforsamling.[1] Denne mulighed foreligger helt frem til det tidspunkt, hvor bestyrelsen i et nødlidende institut indgår en overdragelsesaftale med Finansiel Stabilitet.

Indskydergarantifonden har med en lovændring fra juni 2011 fået mulighed for at yde en medgift eller stille en garanti til dækning af et nødlidende instituts ikke-efterstillede kreditorer, hvis det nødlidende institut overdrages til et andet institut. En sådan medgift forudsætter en fuldstændig overdragelse af det nødlidende instituts ikke-efterstillede forpligtelser til et andet institut, som er i stand til at drive de samlede aktiviteter videre i en holdbar forretningsmodel. De ikke-efterstillede kreditorer, herunder indskydere, vil således ikke lide noget tab. Aktionærer og ejere af efterstillet kapital vil derimod have tabt deres investering. Indskydergarantifonden kan kun yde en medgift, hvis det er en økonomisk mere fordelagtig løsning for fonden end at foretage udbetaling af dækning til indskyderne.

Et flertal i Folketinget er i august 2011 blevet enige om en række initiativer til at styrke sektorens muligheder for konsolidering. Finansiel Stabilitet vil fremover få mulighed for at yde en supplerende medgift – ud over en medgift fra Indskydergarantifonden – hvis det er nødvendigt for at få en privat overtagelse af et nødlidende institut på plads. Finansiel Stabilitet kan bidrage med et beløb svarende til statens forventede tab på individuelle statsgarantier, hvis instituttet skulle afvikles efter afviklingsordningen.

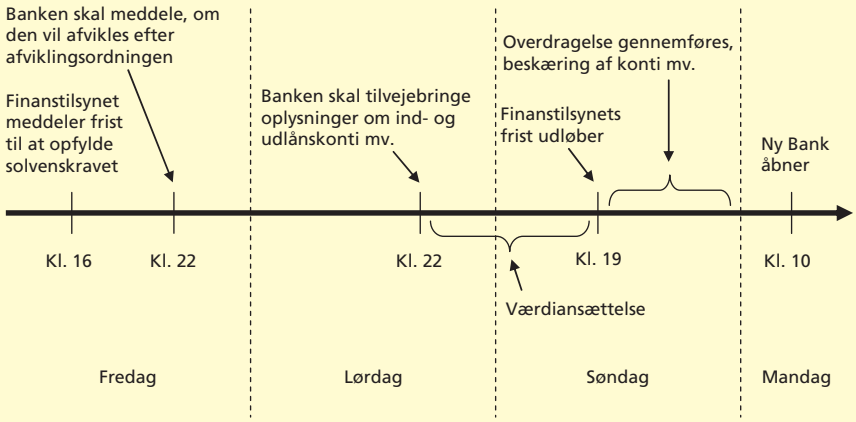
[1] Jf. lov om finansiel virksomhed § 247.

uden udarbejde en oversigt over indskud, der dækkes af Indskydergarantifonden. Det er for alle pengeinstitutter et krav, at de har effektive forretningsgange og systemer, som gør det muligt at tilvejebringe disse oplysninger i løbet af et døgn. Det skal sikre, at der altid kan ske en hurtig og effektiv overdragelse af instituttets aktiviteter.[2]

Hvis ikke det nødlidende pengeinstitut kan skaffe den foreskrevne kapital inden fristens udløb, er det forpligtet til at indgå en aftale med Finansiel Stabilitet om at overdrage instituttets aktiver til et datterselskab til Finansiel Stabilitet (Ny Bank). Overdragelsen vil som udgangspunkt omfatte alle instituttets aktiver. Ny Bank skal desuden overtage

[1] Jf. lov om finansiel virksomhed § 247.
[2] Finanstilsynets bekendtgørelse om afviklingsberedskab fastsætter nærmere krav til de nødvendige forretningsgange og systemer.

EKSEMPEL – TIDSMÆSSIGT FORLØB FOR OVERDRAGELSEN Boks 2



alle medarbejdere, medarbejderforpligtelser og om muligt andre gensidigt bebyrdende aftaler. Overtagelse af sådanne aftaler, herunder nettingaftaler vedrørende handel med valuta og derivatkontrakter, kan kun ske i overensstemmelse med aftalernes egne bestemmelser.

Finansiel Stabilitet og det nødlidende pengeinstituts bestyrelse skal aftale en foreløbig overdragelsessum for aktiverne. Ny Bank betaler overdragelsessummen ved at overtage en forholdsmæssig andel af det nødlidende instituts ikke-efterstillede forpligtelser. Viser aktiverne sig senere at være mere værd, vil Ny Bank overtage yderligere forpligtelser.

Der sker ikke fuld betaling af den foreløbige overdragelsessum på overdragelsestidspunktet. En del af overdragelsessummen tilbageholdes i form af en mellemregning, som skal imødegå en situation, hvor den endelige værdiansættelse viser sig at blive lavere end den foreløbige. Eksemplet i boks 3 illustrerer sammenhængen mellem overdragelsessummen, mellemregningen og den forholdsmæssige andel af ikke-efterstillede forpligtelser, der overtages af Ny Bank.

For at Ny Bank kan videreføre driften af det nødlidende instituts aktiviteter, tilfører Finansiel Stabilitet i løbet af søndagen kapital og likviditet til Ny Bank, så den opfylder lovens kapital- og likviditetskrav. Finansiel Stabilitet kan skaffe den nødvendige finansiering ved at optage et genudlån hos den danske stat. Søndag aften offentliggør Finansiel Stabilitet en pressemeddelelse om overdragelsen, og mandag morgen åbner Ny Bank til sædvanlig tid i det nødlidende instituts hidtidige lokaler.

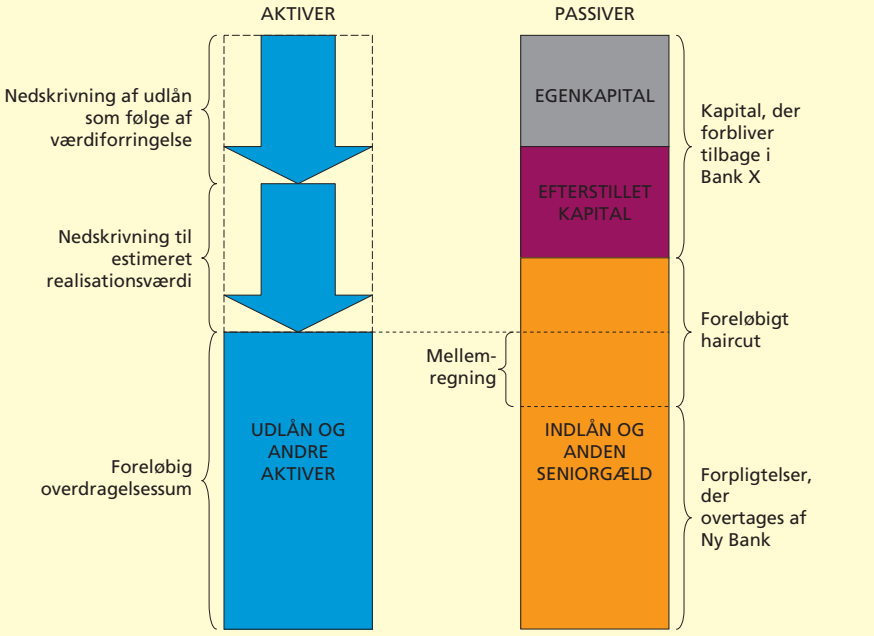
SAMMENHÆNG MELLEM OVERDRAGELSESSUM, MELLEMREGNING OG FORPLIGTELSER, DER OVERTAGES AF NY BANK Boks 3

Ved en gennemgang af Bank X's engagementer konstateres det, at en stor del af dens udlån er værdiforringet. Udlånet skal derfor nedskrives, hvilket bevirker, at egenkapitalen i Bank X er tabt.

Bank X kan ikke opfylde kapitalkravet og vælger at anvende afviklingsordningen. Bankens aktiver nedskrives til estimerede realisationsværdier ved en umiddelbar overdragelse til en uafhængig part. Summen af de estimerede realisationsværdier udgør den foreløbige overdragelsessum.

Ny Bank betaler ved at overtage en forholdsmæssig andel af de ikke-efterstillede forpligtelser i Bank X. En del af overdragelsessummen tilbageholdes i form af en mellemregning (dvs. Bank X får et tilgodehavende hos Ny Bank). Mellemregningen udlignes, når revisorernes værdiansættelse foreligger.

AKTIVER OG PASSIVER I BANK X



Nationalbankens opgaver i forbindelse med overdragelsen af et nødlidende pengeinstitut fremgår af boks 4.

Indlån dækket af Indskydergarantifonden

Almindelige indlån er dækket af Indskydergarantifonden op til et beløb svarende til 100.000 euro. Det er indskydernes nettokrav, som er dækket. Det vil sige, at der ved opgørelsen af den enkelte indskyders krav skal ske fradrag af eventuelle forpligtelser, som indskyderen har over for

NATIONALBANKENS OPERATIONELLE OPGAVER Boks 4

Nationalbanken har primært to operationelle opgaver, når et nødlidende pengeinstitut afvikles efter afviklingsordningen. Opgaverne udspringer af Nationalbankens rolle vedrørende betalingsformidling i Danmark og som bank for Finansiel Stabilitet.

Pengeinstitutterne i Danmark fører konti i Nationalbanken. Deres hovedkonto er foliokontoen, men de har også konti, der anvendes til forskellige betalings- og afviklingssystemer. Disse konti er afgørende for, at instituttet bl.a. kan foretage værdipapirhandler og få afviklet detailbetalinger, fx dankortbetalinger.

Kunderne i et nødlidende institut, der videreføres i et datterselskab under Finansiel Stabilitet (Ny Bank), skal fortsat kunne udføre deres almindelige bankforretninger, herunder foretage netbankoverførsler, betale med dankort og handle værdipapirer gennem instituttet. For at sikre dette har Nationalbanken, Finansiel Stabilitet samt betalingsafviklingsselskaberne VP Securities og Nets aftalt en køreplan. Som led heri overtager Ny Bank det nødlidende instituts kontoforhold i og engagement med Nationalbanken. Ny Bank overtager også det nødlidende instituts deltagelse i betalingssystemerne Kronos og Target2.

Nationalbanken har endvidere en operationel rolle, da Finansiel Stabilitet fører konto i Nationalbanken. Når Finansiel Stabilitet etablerer Ny Bank, kan Finansiel Stabilitet få behov for kapital og likviditet for at overholde lovens krav og opfylde Ny Banks forpligtelser. Finansiel Stabilitet kan fremskaffe den nødvendige finansiering ved at optage lån via statens genudlånsordning. Et sådant genudlån vil blive udbetalt fra statens konto i Nationalbanken.

det pågældende pengeinstitut, fx lån. Visse særlige indlån er fuldt dækket af Indskydergarantifonden uanset beløbets størrelse. Det drejer sig bl.a. om visse pensionskonti, børneopsparingskonti, advokaters klientkonti og visse konti hidrørende fra handel med og belåning af fast ejendom.

Ny Bank skal på tidspunktet for overdragelsen af aktiverne fra det nødlidende pengeinstitut opgøre de enkelte indskyderes krav mod Indskydergarantifonden. Som udgangspunkt overtager Ny Bank en forholdsmæssig andel af de dækkede indlån, svarende til hvad der sker for øvrige ikke-efterstillede forpligtelser. Skal Ny Bank i henhold til overdragelsesaftalen overtage 75 pct. af de ikke-efterstillede forpligtelser, vil dette således også omfatte 75 pct. af de dækkede (netto-)indlån.

Ny Bank er samtidig forpligtet til at indbetale et a conto beløb på indskydernes konti svarende til den forventede dækning fra Indskydergarantifonden. Det sikrer, at indskyderne allerede om mandagen vil kunne disponere over hele deres tilgodehavende, forudsat at det fulde beløb er omfattet af Indskydergarantifondens dækning. Indskydere med almindelige indlån, der overstiger fondens dækning, vil kunne disponere over et beløb svarende til 100.000 euro samt en forholdsmæssig andel af det resterende beløb, jf. boks 5.

EKSEMPEL – INDLÅN OVER 750.000 KR. Boks 5

Ny Bank skal i henhold til overdragelsesaftalen overtage 75 pct. af Bank X's ikke-efterstillede forpligtelser. En indskyder har et indlån på 2.000.000 kr. og et udlån på 750.000 kr. Indskyderens indestående i Ny Bank ved åbningen mandag morgen kan opgøres på følgende måde:

- Indskyderens nettokrav udgør 1.250.000 kr., da udlånet modregnes i indlånet.
- Ca. 750.000 kr. (svarende til 100.000 euro) er dækket af Indskydergarantifonden. Dette beløb overføres fuldt ud, da Ny Bank skal stille et beløb svarende den forventede dækning fra fonden til rådighed på kundens konto.
- Af den del af nettokravet, der overstiger Indskydergarantifondens dækning, dvs. ca. 500.000 kr., overføres 75 pct. Indskyderen vil således få stillet yderligere ca. 375.000 kr. til rådighed. I alt overføres et indestående på kr. 1.125.000 kr.
- Indskyderen har et restkrav på ca. 125.000 kr. mod Bank X. Dette beløb er et simpelt krav mod Bank X, som risikeres helt eller delvis at være tabt.

De indbetalte acontobeløb kan senere efterreguleres. I forbindelse med indbetalingen indtræder Ny Bank i indskyderens krav mod Indskydergarantifonden. Indtil Ny Bank modtager betaling fra Indskydergarantifonden, kan den finansiere de indbetalte acontobeløb med likviditet fra Finansiel Stabilitet, jf. boks 4.

Værdiansættelse og efterregulering

Værdiansættelsen af det nødlidende pengeinstituts aktiver foregår i flere trin. I forbindelse med overdragelsen til Ny Bank foretages en foreløbig værdiansættelse, som senere kan forhøjes, når to uafhængige revisorer har udarbejdet en værdiansættelsesrapport. Hvis der viser sig at være et nettooverskud i Ny Bank, når alle aktiviteter enten er videreoverdraget eller likvideret, skal overdragelsessummen reguleres med dette nettooverskud.

Forud for indgåelsen af overdragelsesaftalen foretager Finansiel Stabilitet en foreløbig værdiansættelse af det nødlidende pengeinstituts aktiver. Denne værdiansættelse er bestemmende for størrelsen af den foreløbige acontodividende. Dividenden kan senere forhøjes, men ikke formindskes.

Aktiverne værdiansættes til estimerede realisationsværdier, dvs. den værdi, som aktiverne forventeligt kan afhændes til på overtagelsestidspunktet ved en øjeblikkelig overdragelse mellem uafhængige parter med fradrag af forventede omkostninger ved en afhændelse. Værdiansættelsen skal ikke tage hensyn til goodwill og andre immaterielle aktiver.

En del af overdragelsessummen tilbageholdes i form af en mellemregning. Mellemregningen fungerer som en buffer, der skal imødegå den situation, at revisorernes værdiansættelse bliver lavere end den foreløbige. Mellemregningens størrelse fastsættes af Indskydergarantifondens

EKSEMPEL – EFTERREGULERING AF OVERDRAGELSESSUM Boks 6

Bank X kan ikke opfylde kapitalkravet og overdrager derfor sine aktiver til Ny Bank. Bank X og Finansiel Stabilitet bliver enige om en foreløbig overdragelsessum på 1 mia. kr. Indskydergarantifondens værdiansættelsesråd fastsætter mellemregningen til 150 mio. kr. Ny Bank skal derfor i første omgang overtage en forholdsmæssig andel af ikke-efterstillede forpligtelser for 850 mio. kr. Den efterfølgende værdiansættelse, som foretages af to uafhængige revisorer, har følgende konsekvenser:

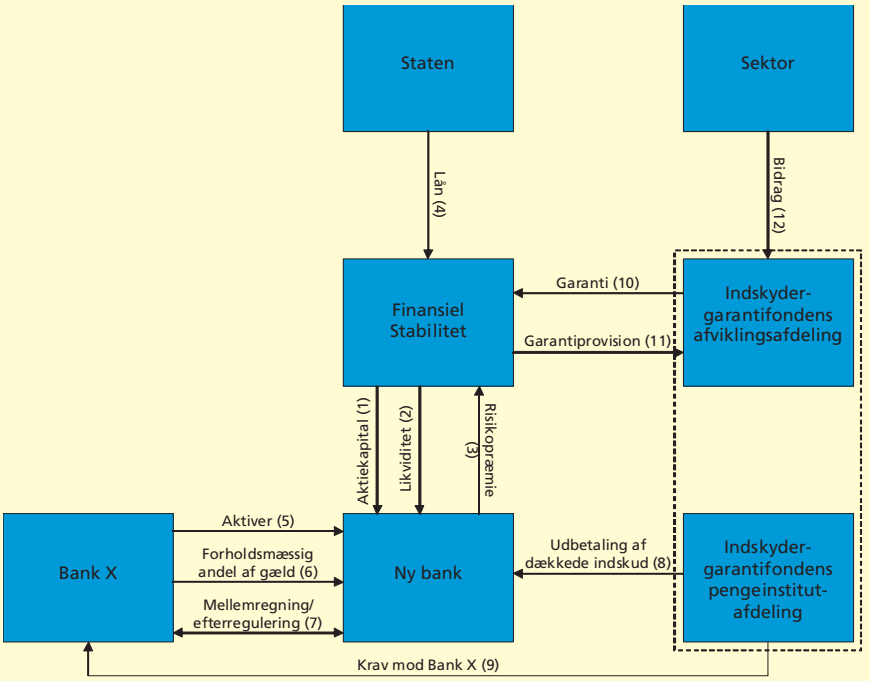
- Hvis revisorerne vurderer, at aktiverne har en værdi på 900 mio. kr., skal Ny Bank overtage en yderligere forholdsmæssig andel af forpligtelserne svarende til 50 mio. kr. Dette betyder, at acontodividenden til ikke-efterstillede kreditorer forhøjes. Mellemregningen nedskrives til kr. 0.
- Hvis revisorerne vurderer, at aktiverne har en værdi på 700 mio. kr., har Ny Bank i realiteten overtaget forpligtelser for 150 mio. kr. for meget. Mellemregningen kan ikke blive negativ, men nedskrives til kr. 0. Tabet i Ny Bank på 150 mio. kr. dækkes af en garanti stillet af Indskydergarantifonden.
- Hvis revisorerne vurderer, at aktiverne har en værdi på 1.200 mio. kr., skal Ny Bank overtage en yderligere forholdsmæssig andel af forpligtelserne svarende til 350 mio. kr. Dette betyder, at acontodividenden til ikke-efterstillede kreditorer forhøjes. Mellemregningen nedskrives til kr. 0. Hvis Ny Bank har overtaget alle ikke-efterstillede forpligtelser, skal et eventuelt resterende beløb betales kontant til konkursboet efter det nødlidende institut.

værdiansættelsesråd under hensyntagen til usikkerhed om forpligtelsernes størrelse, omfang og værdi. Mellemregningen opføres i det nødlidende instituts balance som et tilgodehavende hos Ny Bank.

Finansiel Stabilitet skal straks efter overdragelsen anmelde et præklusivt proklama med opfordring om at anmelde eventuelle krav mod det nødlidende institut til Ny Bank inden for tre måneder. To revisorer udpeget af Foreningen af Statsautoriserede Revisorer skal hurtigst muligt efter udløbet af fristen udarbejde en værdiansættelsesrapport med en uafhængig vurdering af aktivernes estimerede realisationsværdi på overdragelsestidspunktet.

Vurderer revisorerne, at den foreløbige overdragelsessum er fastsat for højt, skal værdiansættelsen af aktiverne reguleres over mellemregningen. Vurderer revisorerne i stedet, at den foreløbige overdragelsessum er fastsat for lavt, skal Ny Bank overtage en yderligere forholdsmæssig andel af det nødlidende instituts forpligtelser. Det vil være ensbetydende med, at acontodividenden til ikke-efterstillede kreditorer forhøjes. Dividenden kan derimod aldrig blive reduceret, heller ikke selv om mellemregningen mod forventning måtte vise sig at være utilstrækkelig. I så fald vil Indskydergarantifonden skulle dække et eventuelt tab, jf. boks 6. Der er således ingen risiko for, at kreditorerne vil få yderligere tab som følge af en ændret værdiansættelse.

TRANSAKTIONER VED AFVIKLING AF BANK X Boks 7



1 Finansiel Stabilitet tilfører Ny Bank kapital, så Ny Bank opfylder lovens kapitalkrav
2 Finansiel Stabilitet tildeler Ny Bank en likviditetsramme
3 Ny Bank forrenter den tilførte kapital med EU's basisrente + 1.000 basispoint og den tilførte likviditet med EU's basisrente + 100 basispoint
4 Finansiel Stabilitet kan finansiere sig gennem statsligt genudlån eller på det private marked
5 Bank X overdrager alle aktiver til Ny Bank. Der aftales en foreløbig overdragelsessum. Overdragelsessummen efterreguleres, når revisorernes endelige værdiansættelse foreligger
6 Ny Bank overtager en forholdsmæssig andel af de ikke-efterstillede forpligtelser svarende til den foreløbige overdragelsessum (med fradrag af mellemregningen)
7 En del af den foreløbige overdragelsessum tilbageholdes i form af en mellemregning
8 Ny Bank indtræder i indskydernes krav mod Indskydergarantifonden og modtager udbetaling af dækkede indskud
9 Indskydergarantifonden indtræder i den dækkede del af indskydernes krav mod Bank X
10 Indskydergarantifondens afviklingsafdeling stiller en garanti over for Finansiel Stabilitet for afviklingen af Ny Bank
11 Finansiel Stabilitet betaler en præmie for garantien svarende til forskellen mellem den modtagne risikopræmie fra Ny Bank (jf. punkt 3) og Finansiel Stabilitets faktiske omkostninger til finansiering af Ny Bank
12 Sektoren indbetaler bidrag til Indskydergarantifondens afviklingsafdeling i tilfælde af et underskud ved afviklingen af Ny Bank

For at sikre, at det nødlidende institut (og dets kreditorer) opnår betaling for aktivernes fulde værdi, skal overdragelsesaftalen indeholde en bestemmelse om, at overdragelsessummen efterreguleres med et eventuelt nettooverskud hos Ny Bank efter videreoverdragelse eller likvidation af Ny Bank. Ved et nettooverskud forstås et overskud efter markedsforrentning af den egenkapital, som Finansiel Stabilitet har stillet til rådighed. Det er således muligt, at det nødlidende instituts kreditorer kan opnå yderligere betaling, også efter revisorernes værdiansættelse.

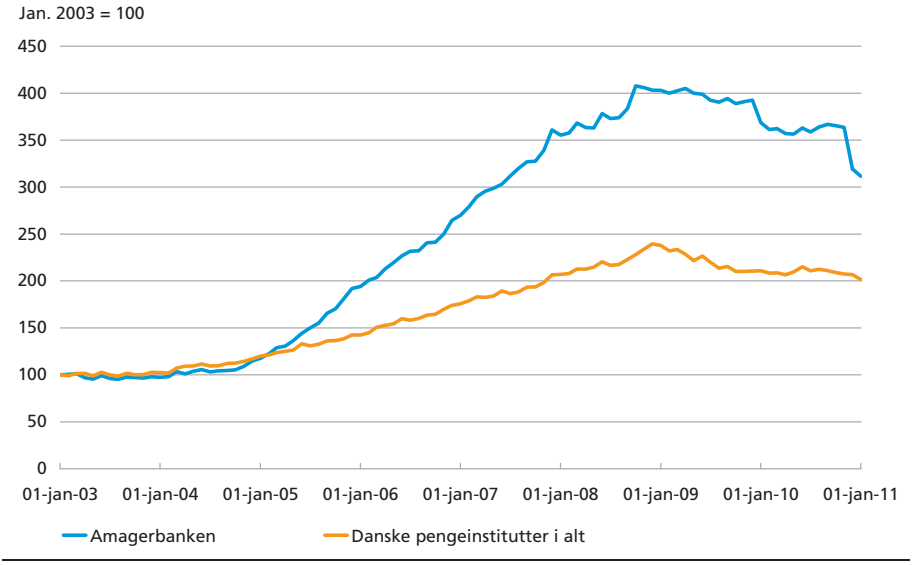
Boks 7 illustrerer betalingstransaktionerne ved afvikling af et nødlidende institut.

CASE STUDY: AMAGERBANKEN

Amagerbanken var den første bank, der blev afviklet efter afviklingsordningen. Den havde i årene op til den finansielle krise en kraftig udlånsvækst, jf. figur 1, især inden for ejendomsfinansiering. Amagerbanken havde ved udgangen af 2010 en markedsandel på 1,6 pct. af det samlede bankudlån i Danmark, hvilket gjorde den til landets niendestørste pengeinstitut målt på udlån.

Forløbet op til Amagerbankens afvikling i februar 2011 er beskrevet i økonomi- og erhvervsministerens talepapir fra det åbne samråd i Erhvervsudvalget den 22. marts 2011. Talepapiret ligger til grund for artiklens beskrivelse af hændelsesforløbet i banken.

UDLÅNSVÆKST I PERIODEN 2003-11 Figur 1



Anm.: Udlån fra danske pengeinstitutter i alt omfatter kun udlån fra danske filialer.
Kilde: Nationalbanken.

Allerede da den finansielle krise brød ud i efteråret 2008, var der fokus på Amagerbanken. Kort før vedtagelsen af Bankpakke 1 havde banken indgået en aftale med Nationalbanken om at kunne trække likviditet hos Nationalbanken over en begrænset periode. Da Amagerbanken blev omfattet af den generelle statsgaranti under Bankpakke 1, tilbagebetalte banken likviditeten til Nationalbanken.

Amagerbanken var blandt de banker, der gjorde brug af Bankpakke 2 og ansøgte om et statsligt kapitalindskud. Finanstilsynet gennemførte i den forbindelse en undersøgelse af banken, som viste, at der var behov for solvensreservationer og nedskrivninger i et omfang, der nødvendiggjorde, at banken måtte rejse ny kapital. Amagerbanken rejste kapital for knap 1 mia. kr. og opfyldte herefter igen solvenskravet. Den fik på den baggrund i december 2009 en aftale om et statsligt kapitalindskud på 1,1 mia. kr.

Amagerbanken valgte også at gøre brug af muligheden for at søge om individuel statsgaranti. Den ansøgte Finansiel Stabilitet om individuel statsgaranti på i alt 13,5 mia. kr. Finansiel Stabilitet iværksatte forhandlinger med Amagerbanken om vilkårene for at udstede en individuel statsgaranti. Finansiel Stabilitet vurderede, at der var en ikke ubetydelig risiko ved at tildele den en individuel statsgaranti. Derfor fandt Finansiel Stabilitet, at der måtte stilles nogle særlige krav til banken, så garantien kunne siges at være forsvarlig.

I juni 2010 indgik Amagerbanken en aftale med Finansiel Stabilitet om en individuel statsgaranti på i alt 13,5 mia. kr. Ifølge aftalen skulle banken senest den 15. september 2010 registrere en forhøjelse af basiskapitalen med 750 mio. kr. Desuden skulle den indvælge to bestyrelsesmedlemmer med særlige beføjelser udpeget af Finansiel Stabilitet.

De af Finansiel Stabilitet fastsatte vilkår blev opfyldt med Amagerbankens kapitalrejsning i september 2010, hvor banken meddelte, at der var tegnet kapital for næsten 900 mio. kr. På en ekstraordinær generalforsamling i november 2010 valgte bankens aktionærer en ny bestyrelse. Den fik samme måned en ny direktør.

Den nye ledelse iværksatte umiddelbart efter tiltrædelsen en nøje gennemgang af bankens engagementer. Gennemgangen viste et behov for yderligere nedskrivninger, som bevirkede, at Amagerbanken ikke længere opfyldte solvenskravet. Som følge heraf indgik banken den 6. februar 2011 en aftale med Finansiel Stabilitet om overdragelse af sine aktiviteter til en ny bank oprettet af Finansiel Stabilitet (Amagerbanken af 2011).

Der var inden overdragelsen til Amagerbanken af 2011 blevet drøftet mulige private løsninger med forskellige banker, så Amagerbankens aktiviteter kunne videreføres i privat regi. Ingen ville dog købe banken i

sin helhed. Selv ikke i en konstruktion, hvor staten via Finansiel Stabilitet deltog.

Den praktiske gennemførelse

Købesummen for Amagerbankens aktiver blev foreløbig fastsat til 18,5 mia. kr. Amagerbanken af 2011 betalte for aktiverne ved at overtage forpligtelser i Amagerbanken for 15,2 mia. kr. Der blev samtidig etableret en mellemregning på 3,3 mia. kr. Overdragelsen blev effektueret mellem kl. 20 og 24 søndag den 6. februar 2011, hvor der på grund af tekniske omlægninger ikke kunne foretages posteringer i netbanken.

Amagerbanken af 2011 overtog forpligtelser svarende til 58,8 pct. af de ikke-efterstillede krav i Amagerbanken. Det betød, at de ikke-efterstillede kreditorer fik reduceret deres tilgodehavender med 41,2 pct. i det omfang, de ikke var dækket af Indskydergarantifonden. Mere end 99 pct. af alle indskyderne fik dækket deres indlån i banken. Aktionærerne og ejerne af efterstillet kapital måtte anse hele deres investering som tabt.

Amagerbanken af 2011 åbnede mandag den 7. februar 2011. Langt hovedparten af kunderne blev ikke påvirket af overdragelsen og kunne fortsat anvende deres betalingskort og netbank som sædvanligt. Både indenlandske og udenlandske modparter kunne foretage betalinger til Amagerbanken af 2011 uden risiko for, at pengene ville ende i Amagerbankens konkursbo. Det var første gang, at ordningen blev anvendt, og der var derfor usikkerhed blandt enkelte af Amagerbankens udenlandske modparter, som ikke turde gennemføre betalinger til Amagerbanken af 2011. Det betød, at Amagerbanken af 2011 i en kort periode var afskåret fra at gennemføre andet end rent indenlandske betalinger.

Status for afvikling af Amagerbanken

Amagerbanken af 2011 solgte i maj 2011 alle privatkunder og mindre erhvervskunder til den færøske bank P/F BankNordik for i alt 235 mio. kr. Herefter var der et samlet bruttoudlån på 13 mia. kr. tilbage i Amagerbanken af 2011 fordelt på ca. 200 store engagementer. Afviklingen af disse engagementer vil fortsætte i den kommende tid.

Finansiel Stabilitet orienterede i juni 2011 om revisorernes vurdering af værdiansættelsen af Amagerbanken. Deres værdiansættelse gav umiddelbart grundlag for at forhøje den foreløbige dividendesats fra 58,8 til 84,4 pct. Indskydergarantifonden har valgt at indbringe revisorernes værdiansættelse for retten med krav om, at den nedsættes med maksimalt 4,5 mia. kr. Det skal ses i sammenhæng med, at Indskydergarantifonden hæfter for et eventuelt tab i Amagerbanken af 2011, hvis aktiverne senere viser sig at være mindre værd end forudsat af revisorerne.

UNDERSØGELSER VEDRØRENDE AMAGERBANKEN Boks 8

Finanstilsynet har i august 2011 offentliggjort en redegørelse om tilsynet med Amagerbanken. Det fremgår heraf, at det var nye og betydelige forværringer i en række af bankens store engagementer, der var den afgørende årsag til, at den ikke længere kunne leve op til lovens solvenskrav og måtte lade sig afvikle via Finansiel Stabilitet. Det fremgår endvidere, at Finanstilsynet forbereder politianmeldelse af den tidligere daglige ledelse i Amagerbanken for i en række tilfælde at have givet vildledende oplysninger til Finanstilsynet eller ikke at have overholdt Finanstilsynets instrukser.

Ud over Finanstilsynets redegørelse vil der blive gennemført en uafhængig advokatundersøgelse af Amagerbanken. Undersøgelsen skal se nærmere på de forhold, der vurderes at være årsag til bankens økonomiske sammenbrud. Samtidig vil det blive belyst, hvorvidt der er grundlag for at gøre et erstatningsretligt krav og/eller strafferetligt ansvar gældende over for medlemmer af bankens ledelse. Finansiel Stabilitets involvering i ledelsen vil være en del af undersøgelsen.

Rigsrevisionen har også igangsat en uafhængig undersøgelse af Amagerbankens individuelle statsgaranti og de relevante myndigheders rolle i den forbindelse.

Resultaterne af de uafhængige undersøgelser foreligger endnu ikke.

Da Indskydergarantifonden har angivet et loft for, hvor meget værdiansættelsen kræves nedsat med, har Finansiel Stabilitet haft mulighed for at beregne en forhøjet acontodividende til kreditorerne i Amagerbanken. Den foreløbige forhøjede dividende blev fastsat til 66,1 pct. svarende til en forhøjelse af dividendesatsen med 7,3 procentpoint.

Boks 8 beskriver de undersøgelser, der er igangsat efter Amagerbankens afvikling i februar 2011.

Udviklingstendenser på det danske pengemarked

Palle Bach Mindested, Handelsafdelingen, og Lars Risbjerg, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Et velfungerende pengemarked sikrer et klart gennemslag af Nationalbankens pengepolitiske renter til renterne på pengemarkedet og til det øvrige finansielle system. Renterne på pengemarkedet danner basis for pengeinstitutternes ind- og udlånsrenter til husholdninger og virksomheder.

Nationalbanken følger løbende udviklingen på pengemarkedet og foretog i april 2011 en undersøgelse af pengemarkedet. Undersøgelsen viser, at det sikrede marked for ud- og indlån (repoforretninger og FX swaps) vinder frem i forhold til usikrede lån (deposits). For løbetider over en uge er omsætningen af usikrede lån fortsat yderst beskeden. Den højere andel af sikrede lån afspejler en generel tendens til at begrænse kreditrisikoen i lyset af finanskrisen.

Pengemarkedet omfatter også korte rentederivater, herunder korte renteswaps, Cita-swaps, der anvendes til at styre renterisici. Cita-swaprenten indeholder kun et begrænset element af kredit- og likviditetsrisiko og er derfor tæt på at være en sikret pengemarkedsrente. Omsætningen i Cita-swaps er steget betydeligt i forhold til sidste år. I de længere løbetider på pengemarkedet, der er særligt relevant for fastsættelsen af renten på udlån til husholdninger og virksomheder, er Cita-swaps samtidig det pengemarkedsprodukt, der har den højeste omsætning. En arbejdsgruppe med deltagelse af Finansrådet, Realkreditrådet, Realkreditforeningen og Nationalbanken har i en rapport fra juli 2011 anbefalet, at der oprettes en referencerente på pengemarkedet, der baserer sig på Cita-swaps som et supplement til de usikrede referencerenter.

Pengeinstitutterne anvender hovedsageligt pengemarkedet til deres indbyrdes likviditetsudveksling. Efter udløbet af Bankpakke 1 og siden Amagerbankens konkurs i februar 2011 er der indtil videre for danske pengeinstitutter under ét kun sket en beskeden stigning i renter på udestående indlån fra andre monetære finansielle institutioner, MFI'er. Mellemstore pengeinstitutters renter på udestående indlån fra andre MFI'er

er heller ikke steget i forhold til store institutters. Der er også kun sket en beskeden stigning i pengeinstitutternes renter på udestående indlån uden for pengemarkedet, herunder fra husholdninger og erhverv. Indlånsrenterne har generelt fulgt udviklingen i Nationalbankens pengepolitiske renter.

I det følgende indledes med en beskrivelse af udviklingen i omsætningen på det danske pengemarked. I lyset af det større fokus på sikrede produkter ses der efterfølgende nærmere på Cita-swaps og det danske repomarked. Afslutningsvis beskrives renteudviklingen på pengemarkedet.

OMSÆTNINGEN I PENGEMARKEDET

Pengemarkedet for kroner er markedet mellem pengeinstitutterne for kasseprodukter og rentederivater i kroner op til 1 år, jf. boks 1. Kasseprodukterne anvendes til at skaffe eller placere likviditet og omfatter usikrede lån (deposits) og lån med sikkerhed i henholdsvis obligationer (repoer) og valuta (FX swaps). Rentederivater anvendes til at styre renterisici. De vigtigste rentederivater på det danske pengemarked er Cita-swaps og Forward Rate Agreement, FRA.

Nationalbanken har undersøgt omsætningen på pengemarkedet i april 2011. Samtlige 11 Tomorrow/Next-stillere, T/N-stillere, har ligesom i 2010 deltaget i undersøgelsen. De 11 T/N-stillere omfatter de største danske og udenlandske aktører på pengemarkedet. T/N-stillerne har indberettet deres omsætning for både ind- og udlån med pengeinstitutter.[1]

Handel på det danske pengemarked foregår hovedsageligt direkte mellem modparterne, dels via telefon, dels via elektroniske handelsunderstøttende faciliteter. En mindre del formidles gennem pengemarkedsmæglere (brokere), der ikke selv tager positioner, men alene etablerer kontakten mellem udbydere og efterspørgere af pengemarkedsprodukter. Mæglerne videregiver i anonymiseret form løbende de bedste købs- og salgspriser i de enkelte produkter.

Den gennemsnitlige daglige omsætning i ind- og udlån i kasseprodukterne faldt 10 pct. i forhold til året før og udgjorde i april 2011 132 mia. kr. T/N-stillernes samlede udestående i ind- og udlån er estimeret til godt 1.000 mia. kr.[2] På udlånssiden er den samlede omsætning steget,

[1] Resultaterne for undersøgelsen for 2010 er beskrevet i Jørgensen og Risbjerg (2010).

[2] Udestående er skønnet ved at antage, at der hver handelsdag indgås handler fordelt på løbetider svarende til omsætningsfordelingen i pengemarkedsundersøgelsen, og at den gennemsnitlige løbetid for handlerne svarer til midtpunktet i de enkelte løbetidssegmenter. Det samlede usikrede udlån og repoudlån er estimeret til omkring 190 mia. kr. Danske store og mellemstore pengeinstitutters samlede usikrede udlån og repoudlån til andre MFI'er er ifølge MFI-statistikken 246 mia. kr. Forskellen skyldes bl.a., at kredsen af T/N-stillere omfatter udenlandske banker, der er vigtige aktører på det danske pengemarked, men ikke alle danske store og mellemstore pengeinstitutter.

PRODUKTER I PENGEMARKEDSUNDERSØGELSEN FOR KRONER[1] Boks 1

Kasseprodukter

Kasseprodukter anvendes til at fremskaffe eller placere likviditet og giver anledning til udveksling af kronelikviditet ved aftalens indgåelse.

Deposits er usikrede kronelån med standardiserede løbetider fra 1 dag til 12 måneder. Under normale forhold er renten højere end renten for tilsvarende lån mod sikkerhed.

Repoforretninger (repoer eller genkøbsforretninger) er kronelån mod sikkerhed med standardiserede løbetider fra 1 dag til 12 måneder. Sikkerhedsstillelse består af værdipapirer, typisk obligationer. Betegnelsen genkøbsforretninger dækker over, at sælger af obligationen (modtager af likviditeten) ved aftalens indgåelse samtidig forpligter sig til at købe værdipapirerne tilbage på et senere fremtidigt tidspunkt til en kurs, som allerede aftales ved forretningens indgåelse. Reporenten er afspejlet i forskellen mellem de aftalte salgs- og købskurser (spot- og terminskurser).

FX swaps er sikrede kronelån med standardiserede løbetider fra 1 dag til 12 måneder. Sikkerheden foreligger her som valuta. Valutaswaps kan betragtes som samtidig indgåelse af en spot- og en terminsforretning i valuta. Ved afvikling af spothandlen udveksles kroner mod valuta, mens modsatrettede betalinger finder sted ved afviklingen af terminsforretningen.

Rentederivater

Rentederivater anvendes til at styre renterisici. Der er ingen initial udveksling af likviditet. Likviditetsudvekslingen begrænser sig til afregning af renteforskellen på et bestemt fastsat tidspunkt.

Cita-swaps (Copenhagen Interest T/N Average), jf. boks 2.

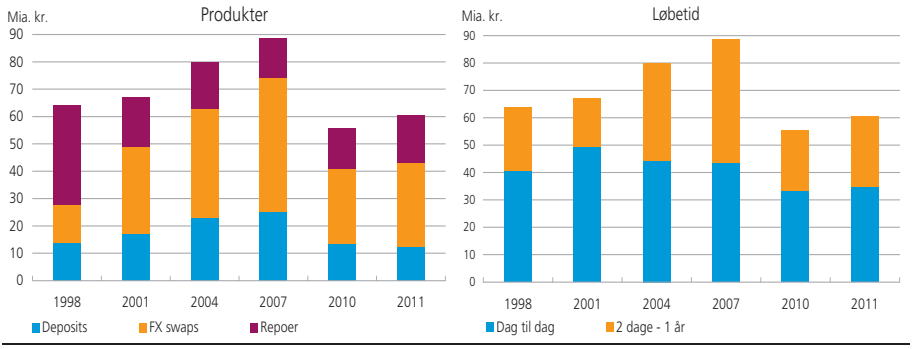
FRA (Forward Rate Agreement) er en aftale om forrentning af en fiktiv hovedstol i en på forhånd aftalt fremtidig periode til en på forhånd aftalt rentesats. Ved begyndelsen af den fremtidige periode afregnes et beløb, der svarer til at anvende forskellen mellem den aftalte referencerente, fx Cibor, og den aftalte FRA-rente på hovedstolen. FRA indgås typisk for 3- og 6-måneders-renter via standardiserede kontrakter. Hvis Cibor i den fremtidige periode overstiger den aftalte FRA-rente, vil pengeinstituttet, som har købt en FRA, modtage et beløb, der kompenserer for forskellen. Hvis derimod renten er lavere end FRA-renten, skal pengeinstituttet betale.

[1] Det samlede pengemarked består desuden af korte værdipapirer med restløbetid på op til 1 år, Nationalbankens indskudsbeviser og renteoptioner. For mere information om produkterne i pengemarkedet, jf. Danmarks Nationalbank (2009).

men den ligger fortsat under niveauet, før finanskrisen brød ud i sommeren 2007, og er koncentreret i de korte løbetider, jf. figur 1.[1]

[1] Omsætningen i ud- og indlån kan afvige fra hinanden, fordi T/N-stillerne har indberettet deres samlede omsætning med andre pengeinstitutter og ikke kun omsætningen ved handel med de øvrige T/N-stillere. I undersøgelsen er omsætningen i indlån større end i udlån. Det afspejler bl.a., at udenlandske banker, der ikke er T/N-stillere, foretog indlån hos T/N-stillerne, mens der i mindre grad var udlån til banker uden for kredsen af T/N-stillere.

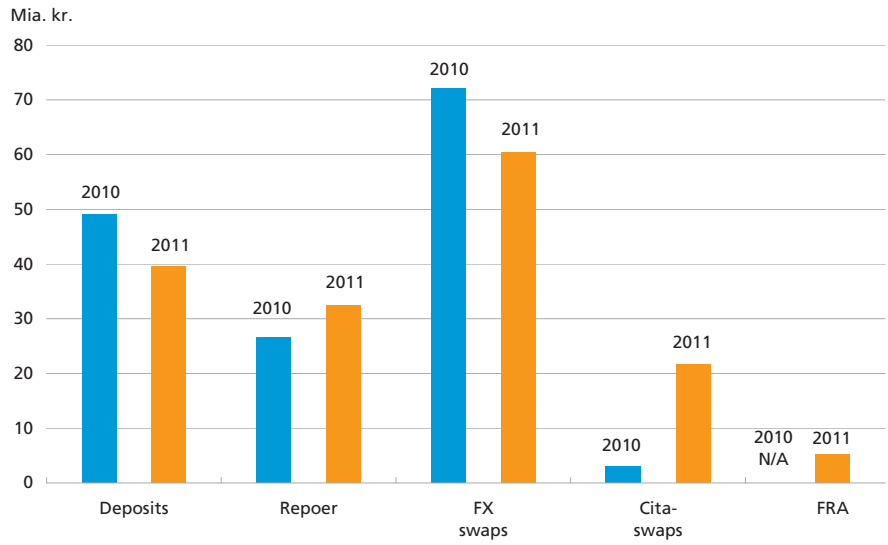
UDVIKLING I OMSÆTNING AF UDLÅN FORDELT PÅ PRODUKTER OG LØBETID Figur 1



Anm.: Dagligt gennemsnit for april i de enkelte år. Forskellig placering af påsken kan påvirke billedet af udviklingen. Før 2010 er der kun indsamlet data for omsætningen i udlån, men ikke for indlån.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

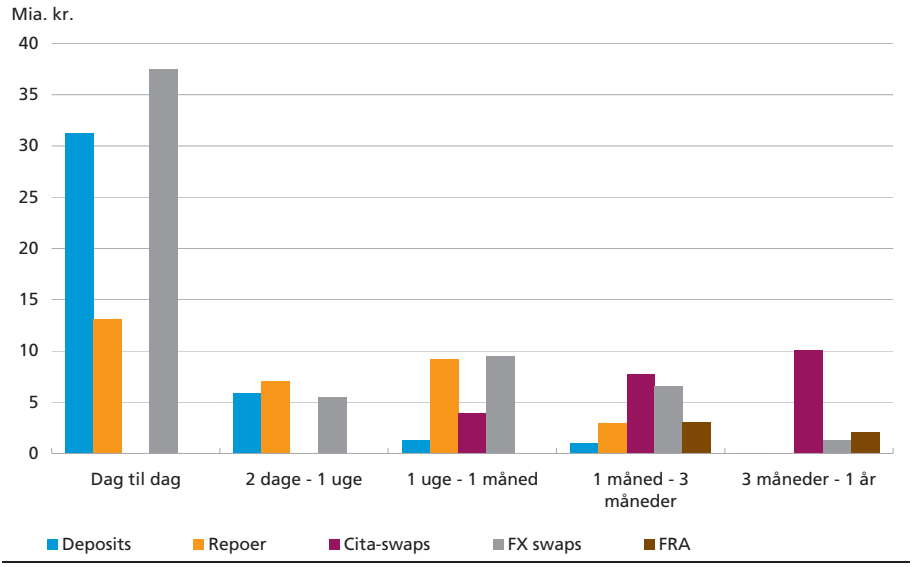
Tendensen til lavere omsætning i usikrede lån og større koncentration i korte løbetider, der begyndte under finanskrisen, er fastholdt. Omsætningen i usikrede lån er faldet lidt fra 2010 til 2011, jf. figur 2, og markedet for usikrede lån med løbetider over en uge er fortsat meget begrænset, jf. figur 3. I euroområdet er omsætningen også relativt lav i løbetider ud over en uge, jf. ECB (2010b).

OMSÆTNING PÅ PENGEMARKEDET OPDELT PÅ PRODUKTER I 2010 OG 2011 Figur 2



Anm.: Gennemsnitlig daglig omsætning i april i 2010 og 2011. Omfatter både ind- og udlån for kasseprodukterne og kontrakter, hvor der betales og modtages fast rente for derivaterne.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

OMSÆTNING FORDELT PÅ LØBETID OG PRODUKTER I 2011 Figur 3



Anm.: Daglig gennemsnitlig omsætning i april 2011. Omfatter både ind- og udlån for kasseprodukterne og kontrakter, hvor der betales og modtages fast rente for derivaterne.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

DET SIKREDE MARKED

Det sikrede pengemarked har fået større betydning efter finanskrisen. Det afspejler en generel tendens til øget fokus på at begrænse kreditrisikoen. Omsætningen i sikrede lån udgør nu omkring 70 pct. af den samlede omsætning i kasseprodukter mod 67 pct. i 2010. Andelen af sikrede lån i euroområdet udgjorde i 2. kvartal 2010 omkring 80 pct., jf. ECB (2010a). Omsætningen i repoer har med en stigning på 22 pct. drevet udviklingen mod større betydning af det sikrede marked for lån. Cita-swaps henregnes ofte til de sikrede pengemarkedsprodukter. Omsætningen i Cita-swaps er syvdoblet i 2011 i forhold til 2010, dog fra et lavt niveau.

Cita-swaps

Cita-swaps benyttes af finansielle institutioner og virksomheder til at afdække renterisici og tage positioner. Cita-swaps anvendes fx af nogle investorer ved køb af rentetilpasningsobligationer, RTL-obligationer. Hvis investoren har lånt pengene til købet af RTL-obligationerne til en variabel rente, påtager investoren sig en risiko for, at den variable rente stiger, hvorimod renten på RTL-obligationen er fast i restløbetiden. Denne risiko kan undgås ved at indgå en Cita-swap, hvor der modtages en variabel rente og betales en fast. Samlet set har investoren omlagt det variabelt forrentede lån til et fastforrentet lån via Cita-swappen.

Generelt benyttes finansielle derivater, herunder renteswaps, til at tilpasse værdipapirinvestorers og -udstederes risikoprofil. Det kan være nødvendigt at foretage en tilpasning, når investorens og udstederens risikoprofil ikke matcher. Realkreditinstitutter udsteder fx RTL-obligationer, der afspejler de underliggende boliglån, mens investorerne i RTL-obligationerne som nævnt kan ønske en anden risikoprofil. Tilsvarende kan udsteder have behov for at tilpasse sin risikoprofil. Staten anvender fx renteswaps til at adskille udstedelsespolitikken fra styringen af renterisikoen, jf. Danmarks Nationalbank (2011).

Den danske fastkurspolitik og en tæt sammenhæng mellem renterne i Danmark og euroområdet har betydet, at renterisici også i stort omfang styres ved hjælp af korte eurorenteswaps, Eonia-swaps. Omsætningsstigningen i Cita-swaps skal bl.a. ses i lyset af øget volatilitet i Eonia-renten, hvilket har gjort det mere attraktivt at benytte Cita-swaps.

Cita-renten som supplerende referencerente

En arbejdsgruppe har i en rapport fra juli 2011 anbefalet, at der oprettes en supplerende referencerente på pengemarkedet baseret på Cita-swaps.[1] Arbejdsgruppen bestod af Finansrådet, Realkreditrådet, Realkreditforeningen og Nationalbanken. Oprettelsen af en referencerente med basis i Cita-swaprenten afspejler den udvikling, som siden finanskrisen er sket på pengemarkedet, hvor fokus er rettet mod lav kreditrisiko. Cita-renten indeholder kun et mindre element af kreditrisiko, jf. boks 2, og vil som supplement til de eksisterende referencerenter gøre det muligt at sammenligne udviklingen i eventuelle kredit- og likviditetsrisikotillæg. Etableringen af en ny supplerende referencerente vil endvidere gøre pengemarkedet mere transparent, og en tilsvarende rente fastsættes dagligt i euroområdet. Cita-swaps udgør desuden størstedelen af omsætningen på pengemarkedet for løbetider på over 3 måneder, jf. figur 3. De længere løbetider på pengemarkedet er særligt relevant for fastsættelsen af renten på udlån til husholdninger og virksomheder.

Rentekurven for Cita-swaps er et centralt element, når markedsdeltagerne prisfastsætter pengemarkedsprodukter. Markedsdeltagere karakteriserer markedet for Cita-swaps som likvidt, hvilket understøttes af en market maker-ordning med p.t. fem deltagere. Renten på Eonia-swaps fungerer i høj grad som benchmark for prisfastsættelsen for Cita-swaps. Det medvirker til, at markedsdeltagerne vurderer, at prisfastsættelsen er præcis og effektiv selv på tidspunkter med relativt begrænset omsætning.

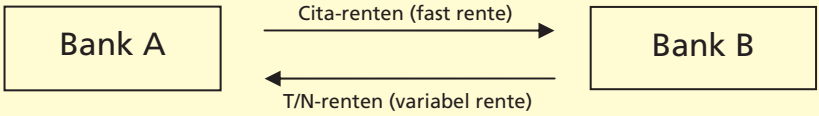
---

[1] Se rapporten "Supplerende referencerente på det danske pengemarked" på www.nationalbanken.dk under Pressemeddelelser.

CITA-SWAPS Boks 2

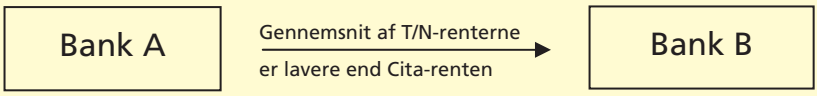
Cita-swaps er korte renteswaps, hvor der byttes en variabel rente, T/N-renten, mod en fast rente, Cita-renten, som fastsættes ved aftalens begyndelse. Aftalen kan indgås på standardiserede løbetider mellem 1 måned og 12 måneder. Der udveksles ikke hovedstol mellem parterne i en renteswap. Hovedstolen på en renteswap anvendes kun til at bestemme størrelsen af betalingerne. T/N-renten er en referencerente for det usikrede dag til dag-marked beregnet som en omsætningsvægtet gennemsnitsrente af T/N-stillernes T/N-udlån, der begynder 1. bankdag efter og slutter 2. bankdag efter aftaledagen.

Renter i en Cita-swap



Swaprenten fastsættes, så markedsværdien af swappen er nul på indgåelsestidspunktet. Der udveksles ingen hovedstol, hvorfor likviditetspåvirkningen er begrænset til forskellen mellem rentebetalingerne, som beregnes ved kontraktens udløb, når T/N-renterne over swappens løbetid kendes. Der er derfor ingen kreditrisiko på hovedstolen i en Cita-swap. Der er kun kreditrisiko på en eventuel gevinst ved swappens udløb. Hvis gennemsnittet af T/N-renterne er lavere end swaprenten, vil bank A i dette tilfælde skulle betale forskellen mellem den faste rente og gennemsnittet af T/N-renterne ganget med hovedstolen. Bank A vil modtage en betaling, hvis T/N-renterne er højere.

Betaling i en Cita-swap



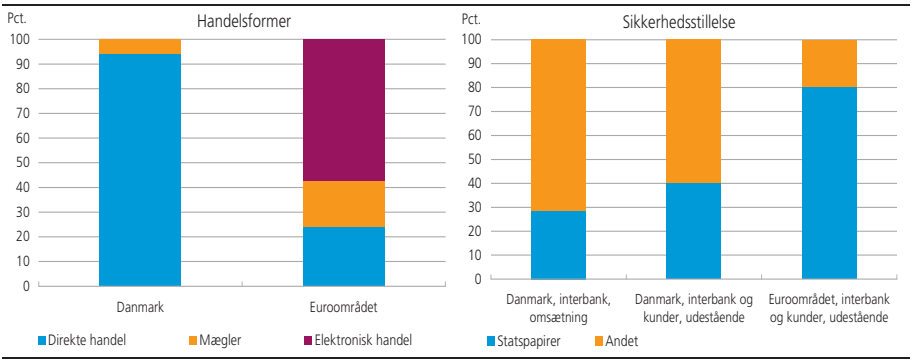
Da Cita-renten er et udtryk for gennemsnittet af de forventede T/N-renter i løbet af swappens løbetid[1], afspejler den kun den begrænsede kredit- og likviditetspræmie, der er knyttet til dag til dag-lån.

[1] Mere præcist er swaprenten lig med gennemsnittet af T/N-forwardrenterne over swappens løbetid.

Repomarkedet

Hovedparten af omsætningen på det danske repomarked foregår direkte mellem modparterne, jf. figur 4, venstre side. Den resterende del foregår via mæglere, mens der ikke foretages handel via elektroniske handelssystemer. Handel via elektroniske handelssystemer udgør derimod en stor del af det samlede marked i euroområdet.

HANDELSFORMER OG SIKKERHEDSSTILLELSE PÅ DET DANSKE OG EUROOMRÅDETS REPOMARKED Figur 4



Anm.: Opdelingen på handelsformer i Danmark er baseret på input fra de største deltagere på det danske repomarked. Opgørelsen for euroområdet er fra 2. kvartal 2010 fra ECB (2010b). Opgørelsen for sikkerhedsstillelsen på det danske interbank-marked er fra pengemarkedsundersøgelsen i april 2011. Opgørelserne for interbank-markedet og handlen med kunder er fra december 2010 og stammer fra ICMA (2010).
Kilde: ECB, ICMA og Danmarks Nationalbank.

Sammenhæng mellem repo- og obligationsmarkedet

Repoer betegnes som "special" eller "general" afhængig af sikkerhedsstillelsen. Hvis det ved repoforretningens indgåelse er en betingelse, at sikkerheden stilles i et specifikt værdipapir, kaldes det en special collateral.

I en general collateral-repo kan der lægges flere forskellige (en kurv af) aktiver som sikkerhed. Kurven af værdipapirer kan fx være statspapirer. Låntageren i repoen afgør, hvilke papirer fra kurven der lægges som sikkerhed.

Omkring to tredjedele af handlen i det danske repomarked er general collateral-repoer, mens den resterende del er special collateral-repoer.

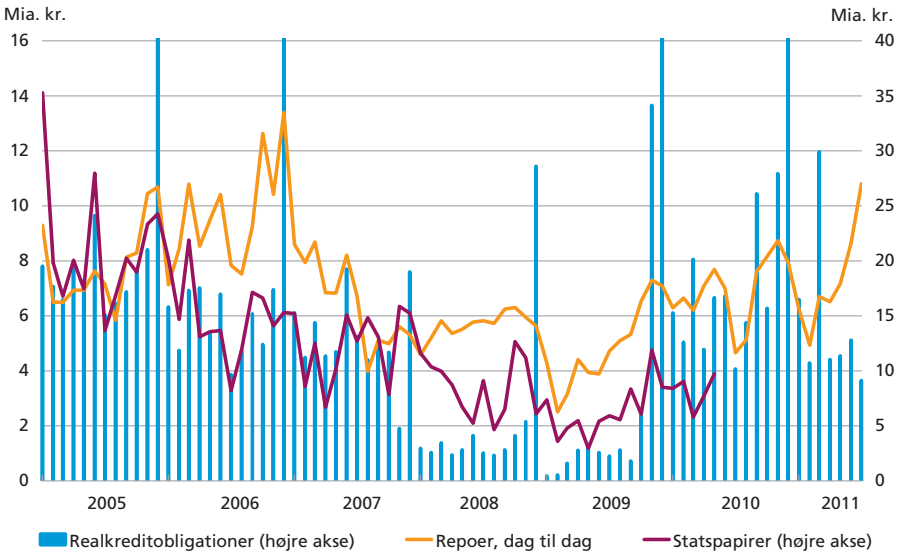
General collateral-repoer er drevet af hensynet til at skaffe eller placere likviditet. Investorers obligationskøb bliver i stort omfang finansieret via repoer.

Baggrunden for at indgå special collateral-repoer er ofte, at långiveren efterspørger den underliggende obligation. I repoer overgår ejendomsretten af værdipapirerne, der stilles som sikkerhed, fra låntageren til långiveren. Det indebærer, at långiveren kan sælge værdipapiret til en tredje part. Det kan være særligt relevant for prisstillere, dvs. banker, som har forpligtet sig til løbende at stille købs- og salgspriser til aftalte beløb inden for aftalte spænd på obligationsmarkedet. De benytter repoer til at sælge obligationer uden at eje obligationen. Repomarkedet giver banken mulighed for hurtigt at levere obligationen, indtil den efterfølgende kan købes i markedet.

Et velfungerende repomarked understøtter dermed prisstillelsen og likviditeten på obligationsmarkedet. Høj likviditet understøtter investo-

OMSÆTNING I DAG TIL DAG-REPOER, STATSPAPIRER OG REALKREDITOBLIGATIONER

Figur 5



Anm.: Månedsobservationer. Gennemsnitlig daglig omsætning. Omsætningen i repoer omfatter omsætning i repoudlån på interbank-markedet. Omsætningen i realkreditobligationer er fra Nasdaq OMX. For at undgå store udsving i figuren i forbindelse med rentetilpasningsauktionerne i december er omsætningen i realkreditobligationer i december 2005, 2006, 2009 og 2010 skåret af ved 40 mia. kr. Omsætningen var henholdsvis 67, 79, 77 og 83 mia. kr. Data for omsætningen i statspapirer er fra Buchholst, Gyntelberg og Sangill (2010). Sidste observation juli 2011 for repoer og realkreditobligationer og maj 2010 for statspapirer.

Kilde: Nasdaq OMX og Danmarks Nationalbank.

rernes interesse for obligationerne og bidrager dermed til lavere renter. Likviditeten i obligationsmarkedet har betydning for obligationsrenten og dermed fx for omkostningerne ved at optage realkreditlån.[1]

Den tætte sammenhæng mellem repo- og obligationsmarkedet indebærer, at omsætningen i de to markeder normalt følges ad, jf. figur 5. I dag til dag-markedet faldt omsætningen under krisen ligesom omsætningen på obligationsmarkedet. Siden er omsætningen i både repo- og obligationsmarkedet steget.

I hovedparten af repoerne på det danske marked udgør realkreditobligationer sikkerheden, mens andelen af repoer, hvor statspapirer ligger til sikkerhed, er langt større i euroområdet, jf. figur 4, højre side. Det er især danske modparter, som står for repoer med realkreditobligationer som sikkerhed.

Finanskrisen har betydet, at der er kommet større fokus på kvaliteten af de værdipapirer, som lægges til sikkerhed i repoer, og der er sket en

[1] Prisstillerne i danske statspapirer, primary dealere, kan mod sikkerhed låne statspapirer i statens og Den Sociale Pensionsfonds, DSP's, værdipapirudlånsordninger, jf. Danmarks Nationalbank (2011). Ordningerne har til hensigt at understøtte handlen med statspapirer. Nationalbanken udlåner desuden obligationer fra sin fondsbeholdning. Nationalbankens pengepolitiske udlån er meget lig repoer, hvor der lånes ud mod sikkerhed. Dog overgår ejerskabet af sikkerheden ikke til Nationalbanken.

større differentiering af priser på repoer afhængig af kvaliteten af værdipapirerne, som stilles som sikkerhed.[1]

RENTEUDVIKLINGEN PÅ PENGEMARKEDET

Renterne i pengemarkedet er basis for renterne i det øvrige finansielle system. Et velfungerende pengemarked understøtter gennemslaget af Nationalbankens renteændringer til det øvrige finansielle system. Renterne i pengemarkedet afspejler aktuelle og forventede pengepolitiske renter, jf. figur 6.

I forbindelse med finanskrisen steg referencerenten for de usikrede renter (Cibor) i forhold til de tilsvarende sikrede renter. Spændet blev siden reduceret, men er ligesom i en række andre lande steget betydeligt på det seneste i lyset af den fornyede finansielle uro i forbindelse med øget fokus på gældsproblemerne i dele af euroområdet og USA, jf. figur 7. Stigningen har dog været mindre i Danmark end i euroområdet. T/N-renten og Cita-renten, som baseres herpå, har gennem det seneste år fortsat den tætte sammenhæng med de pengepolitiske renter.

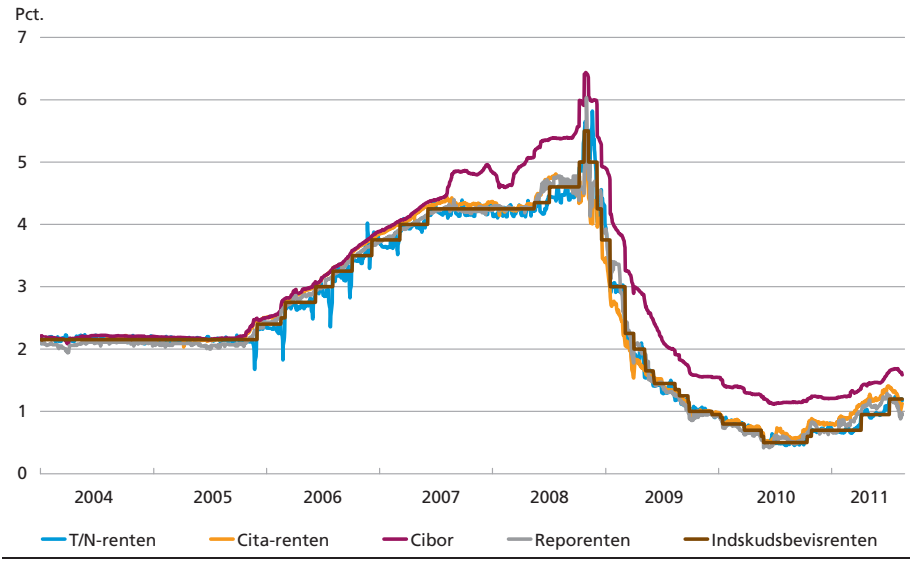
Pengeinstitutterne anvender hovedsageligt pengemarkedet til deres indbyrdes løbende likviditetsudveksling. For nogle institutter kan det i perioder også være en kilde til finansiering af deres indlånsunderskud. Pengeinstitutterne finansierer sig primært via indlån fra husholdninger og erhverv, der normalt betragtes som en stabil finansieringskilde, samt via udstedelse af aktier, obligationer og korte værdipapirer.

Danske pengeinstitutters usikrede indlån og repoindlån fra andre MFI'er[2] udgjorde i juli 2011 53 pct. af deres indlån fra husholdninger og erhverv. Andelen er faldet fra 81 pct. i august 2008, lige inden Lehman Brothers gik i betalingsstandsning.[3] Efter udløbet af Bankpakke 1 ultimo september 2010 og siden Amagerbankens konkurs i februar 2011 er der kun sket en beskeden stigning i renterne på danske pengeinstitutters udestående indlån fra andre MFI'er, jf. figur 8, venstre side. Mellemstore pengeinstitutters renter på udestående indlån fra andre MFI'er er heller ikke steget i forhold til store institutters, jf. figur 8, højre side. En del af forklaringen på den afdæmpede renteudvikling kan være, at der er tale om renter på det samlede udestående af lån, som omfatter både eksisterende og nye lån. Der indsamles ikke statistik alene for renten på nye indlån fra MFI'er.

---

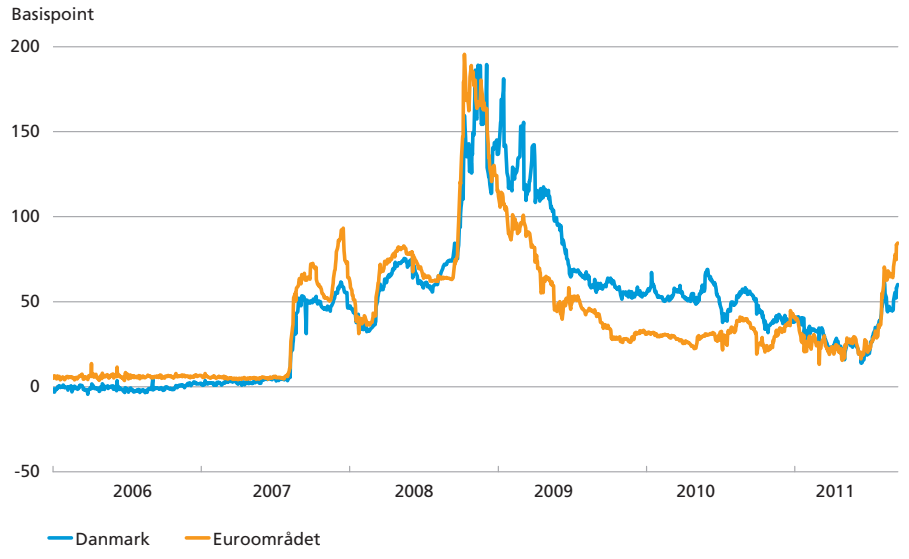
1 Jf. ECB (2010a) for en beskrivelse af euroområdets pengemarked.
2 Dog ikke fra centralbanker og egne udenlandske datterbanker og filialer.
3 Jf. Jensen, Jørgensen, Kramp og Risbjerg (2011) for en analyse af pengeinstitutternes finansiering på pengemarkedet under finanskrisen.

UDVALGTE PENGEMARKEDSRENTER OG PENGEPOLITISKE RENTER Figur 6



Anm.: T/N-renten er 5 dages glidende gennemsnit. Cibor, Reporenten og Cita-renten er 3-måneders-renter. Sidste observation 12. september 2011.
Kilde: Reuters EcoWin og Danmarks Nationalbank.

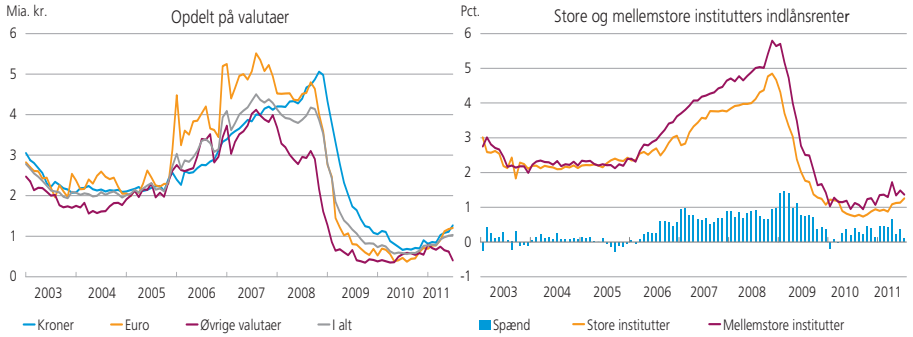
SPÆND MELLEM USIKREDE OG SIKREDE 3-MÅNEDERS-RENTER I DANMARK OG EUROOMRÅDET Figur 7



Anm.: Usikrede renter for Danmark og euroområdet er henholdsvis Cibor og Euribor. Sikrede renter er Cita- og Eonia-swaps. Sidste observation 12. september 2011.
Kilde: Bloomberg.

DANSKE PENGEINSTITUTTERS RENTE PÅ INDLÅN FRA MFI'ER OPDELT PÅ VALUTA SAMT STORE OG MELLEMSTORE INSTITUTTERS RENTER PÅ INDLÅN I KRONER FRA MFI'ER

Figur 8



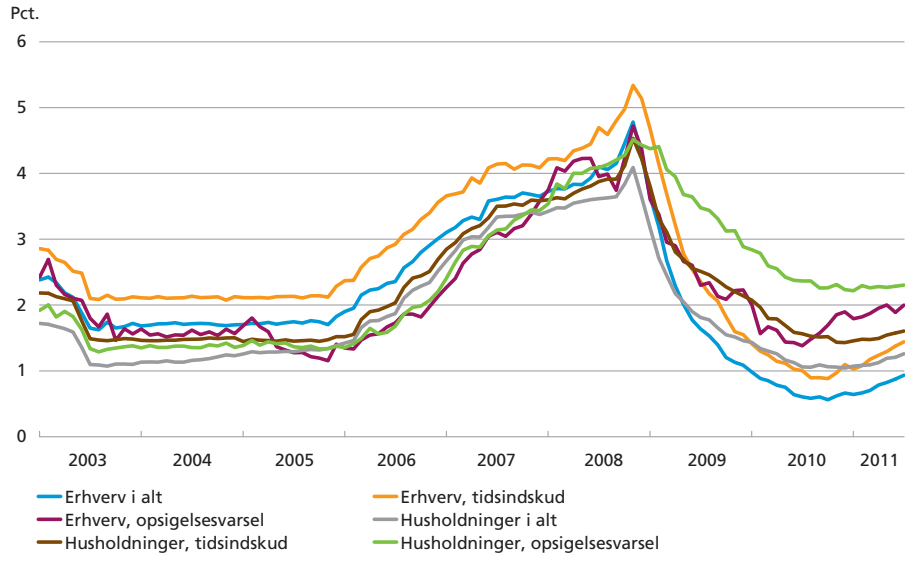
Anm.: Indlån er ekskl. indlån fra centralbanker og pengeinstitutternes udenlandske datterbanker og filialer. Data er indsamlet i forbindelse med Nationalbankens rentestatistik. Figuren til venstre omfatter indlån fra MFI'er i alle lande, mens figuren til højre omfatter indlån i kroner fra danske modparter. Renten opgøres for alle udestående indlån. Dermed afspejler de enkelte måneder også i høj grad renten på tidligere indgåede indlån. Nationalbanken indsamler kun rentestatistik fra pengeinstitutter, svarende til Finanstilsynets gruppe 1 og 2 (store og mellemstore). Sidste observation juli 2011.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Uden for pengemarkedet har renterne på pengeinstitutternes udestående indlån fra husholdninger og erhverv også kun været svagt stigende de, jf. figur 9. Renterne er dog gennemsnitsrenter for hele sektoren, og

PENGEINSTITUTTERNES RENTER PÅ INDLÅN FRA HUSHOLDNINGER OG ERHVERV

Figur 9



Anm.: Månedsgennemsnit. Renten er for alle udestående udlån. Data fra Nationalbankens rentestatistik. Sidste observation juli 2011.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

der kan være væsentlige forskelle mellem de enkelte institutter. Renterne på tidsindskud og indlån med opsigelsesvarsel fra erhverv er steget lidt mere end renten på anfordringsindlån. Renterne har generelt fulgt udviklingen i Nationalbankens pengepolitiske renter.

LITTERATUR

Buchholst, Birgitte Vølund, Jacob Gyntelberg og Thomas Sangill (2010), Liquidity of Danish government and covered bonds – Before and after the financial crisis – Preliminary findings, *Danmarks Nationalbank Working Papers*, nr. 70, september.

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

Danmarks Nationalbank (2011), *Statens låntagning og gæld 2010*.

ECB (2010a), Euro repo markets and financial market turmoil, *Monthly Bulletin*, februar.

ECB (2010b), *Euro money market study*, december.

ICMA (2011), *European repo market survey*, nr. 20, marts (indsamlet december 2010).

Jørgensen, Anders og Lars Risbjerg (2010), Aktuelle tendenser på pengemarkedet for kroner, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

Jensen, Carina Moselund, Anders Jørgensen, Paul Lassenius Kramp og Lars Risbjerg (2011), Penge- og valutamarkedet under krisen, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal, Del 2.

Aktuelle tendenser i færøsk økonomi

Morten Hedegaard Rasmussen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Færøsk økonomi er atter i fremgang efter tilbageslaget i forbindelse med den internationale finanskrise, hvor Færøerne blev mindre hårdt ramt end de fleste andre vestlige økonomier.

Væksten i det nominelle bruttonationalprodukt, BNP, var i 2010 3,3 pct. Nationalregnskabet for Færøerne offentliggøres med forsinkelse og kun i løbende priser. Det indebærer, at en aktuel vurdering af færøsk økonomi må baseres på andre indikatorer, fx løn- og beskæftigelsesstatistik. Den aktuelle vækst kan henføres til fiskeriet, hvor fangsten set under ét er øget og priserne steget. De øvrige erhverv venter endnu på økonomisk fremgang. To af Færøernes største virksomheder, Eik Banki og Faroe Seafood, gik i 2010 konkurs. Det har givet to hårde, negative stød til den færøske økonomi og understreger, at fremgangen fortsat er skrøbelig.

Privatforbruget ligger fortsat lavt, hvilket skal ses i sammenhæng med usikkerheden om den økonomiske situation. Ledigheden steg til og med februar 2011, hvorefter den er faldet. Olieprisen har været stigende, og det mindsker såvel indtjeningen i fiskeriet og i erhvervene som forbrugernes købekraft. Eik Bankis konkurs har desuden mindsket udlånskapaciteten i en periode, hvilket kan have givet negative realøkonomiske følger.

Handelsbalancen var i overskud i 2010, fordi der var fremgang i fiskeeksporten og kun en beskeden stigning i værdien af importen, der stort set kun var drevet af de højere oliepriser.

Den økonomiske fremgang har positiv effekt på de offentlige finanser. For at opnå målet om balance i 2015 bliver det dog nødvendigt med yderligere konsolideringstiltag. Disse tiltag er imidlertid kun i meget begrænset omfang blevet konkretiseret og implementeret. Det har i de finansielle markeder givet anledning til at tvivle på, om det vil lykkes at opnå balance på det offentlige budget i 2015, som det ellers er Lagtingets mål. Bl.a. på den baggrund nedrevidered kreditvurderingsbureauet Moody's i april 2011 Færøernes kreditværdighed fra Aa2 til Aa3 med mulighed for yderligere nedrevidering.

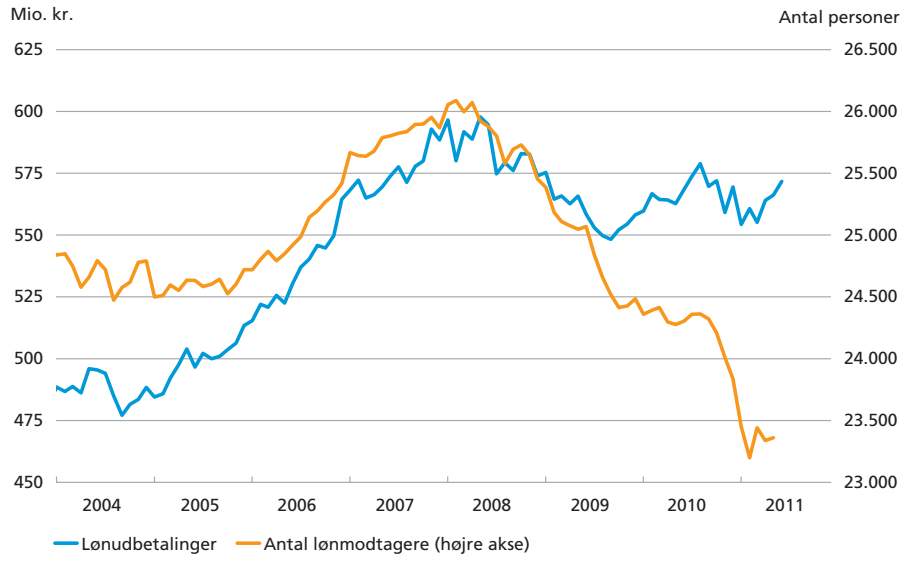
ØKONOMISK AKTIVITET

Færøsk økonomi er langsomt på vej ud af lavkonjunkturen. Ifølge det foreløbige nationalregnskab steg nominelt BNP med 3,3 pct. i 2010. Det skete efter fald på 0,8 pct. i 2008 og 1,7 pct. i 2009. Dermed har det seneste økonomiske tilbageslag ikke været tilnærmelsesvis så kraftigt som det, Færøerne blev udsat for i 1990'erne.

Lønudbetalingerne steg i løbet af 2010 og var for hele året 1,5 pct. højere end i 2009 målt nominelt, jf. figur 1. De første måneder af 2011 viser et fald til niveauet fra samme periode sidste år. Det skal ses i lyset af, at Færøernes største virksomhed, Faroe Seafood, gik konkurs i december 2010, og ca. 800 medarbejdere mistede deres job. Det forstærkede den forudgående negative udvikling i beskæftigelsen, jf. figur 1. Den samlede beskæftigelse var i 2010 knap 2,5 pct. lavere end i 2009. Dele af Faroe Seafood er siden konkursen blevet solgt, men kun en mindre del af produktionen er atter kommet i gang.

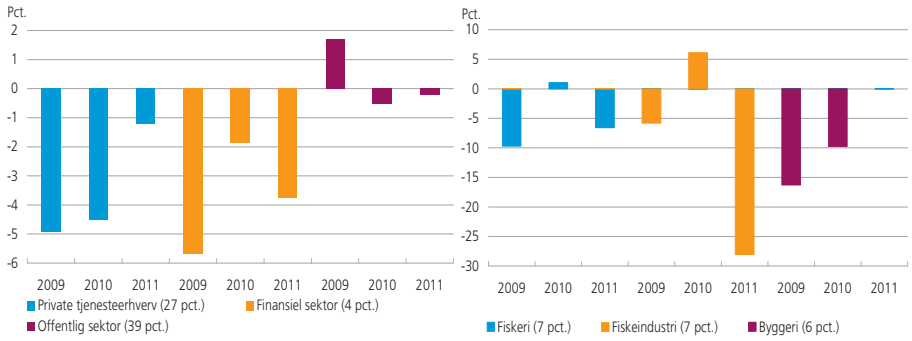
Faldet i beskæftigelsen i 2010 skyldes især udviklingen i de private tjenesteerhverv, en udvikling, som er fortsat i 2011, jf. figur 2. Det er specielt handel og reparation samt serviceydelser til erhverv, der er årsag til tilbagegangen. Antallet af ansatte faldt også i den finansielle sektor. Stigningen i den offentlige beskæftigelse er desuden ophørt og vendte i

LØNUDBETALINGER OG BESKÆFTIGELSE — Figur 1



Anm.: Sæsonkorrigerede månedsdata. 3 måneders glidende gennemsnit for lønudbetalinger. Seneste observation er maj 2011 for antal lønmodtagere og juli for lønudbetalinger.
Kilde: Hagstova Føroya.

ÆNDRING I ANTAL LØNMODTAGERE I UDVALGTE SEKTORER Figur 2



Anm.: Tal for 2011 viser ændringen for perioden januar-maj 2011 i forhold til samme periode i 2010. Tal i parentes angiver sektorens andel af den samlede lønmodtagerbeskæftigelse i 2010.
Kilde: Hagstova Føroya.

2010 til et mindre fald. I de første måneder af 2011 er væksten i den offentlige beskæftigelse fortsat svagt negativ.

Beskæftigelsen i fiskeriet stabiliserede sig sidste år. Det skal ses i sammenhæng med en lille fremgang i fangstmængderne og fiskepriserne generelt, hvilket også betød flere ansatte i fiskeindustrien. Faroe Seafoods konkurs er årsag til det kraftige fald i beskæftigelsen i fiskeindustrien i 2011, men også til tilbagegangen i fiskeriet, da selskabet også ejede trawlere.

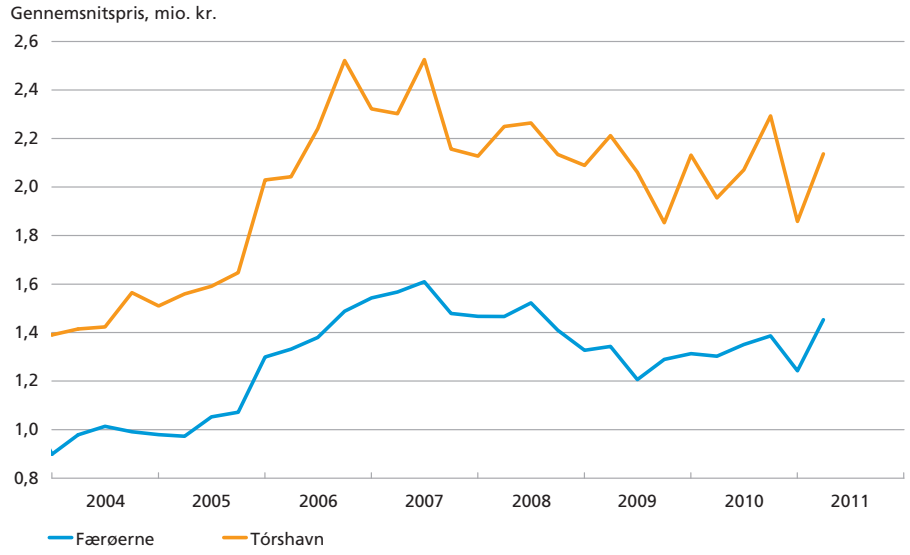
Byggeriet er fortsat i tilbagegang målt på antallet af ansatte. Byggebeskæftigelsen er reduceret med omtrent en fjerdedel siden toppen i 2008, men ud fra de første fem måneder i 2011 ser det dog ud til, at bunden er ved at være nået. Antallet af ansatte i byggeriet er nu på samme niveau som i 2003, før højkonjunkturen med kraftigt stigende boligpriser satte ind på Færøerne.

Boligpriserne faldt i 1. kvartal 2011 efter en forudgående periode i 2010 med svagt stigende priser, jf. figur 3. Priserne er nu på samme niveau som i begyndelsen af 2006, dvs. umiddelbart efter, at nye låneformer med længere løbetid og afdragsfrihed havde medført en markant tilpasning opad i prisniveauet.

Den faldende beskæftigelse resulterede i en stigende ledighed frem til de første måneder af 2011, hvorefter ledigheden faldt, og den sæsonkorrigerede ledighed var i juli 6,6 pct. af arbejdsstyrken. Det svarer til niveauet i 1998. Den kraftige stigning omkring årsskiftet 2010/11 skyldes Faroe Seafoods konkurs.

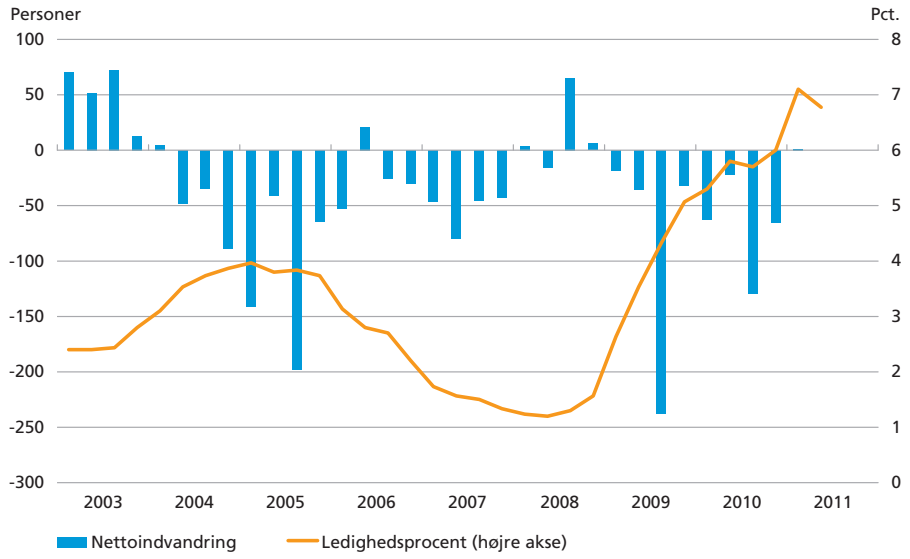
I takt med den stigende arbejdsløshed har der fundet en nettoudvandring sted siden begyndelsen af 2009, som dog har været forholdsvis afdæmpet, jf. figur 4. Det kan skyldes, at det er svært at finde job i nabolandene, der også har svage arbejdsmarkeder. Desuden blev den

BOLIGPRISER Figur 3



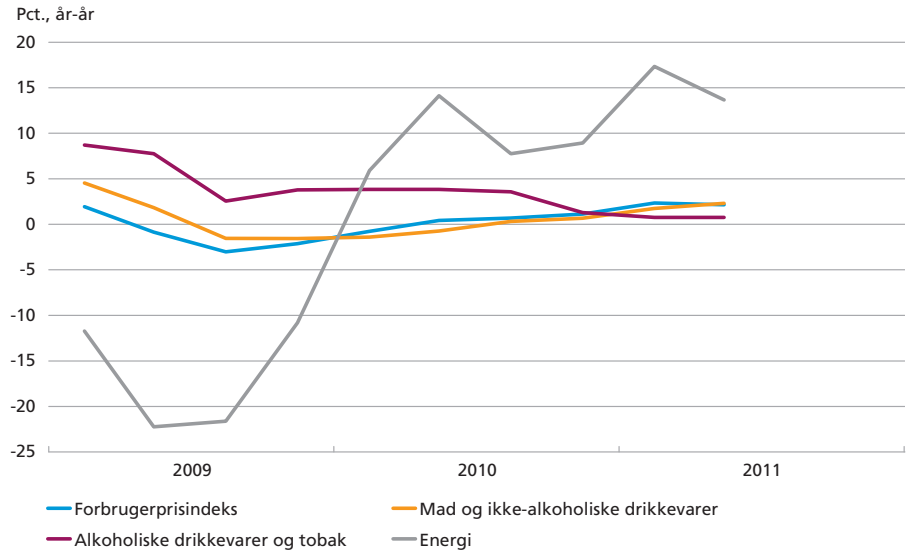
Anm.: Kvartalsgennemsnit. Seneste observation er 2. kvartal 2011. Boligprisen for Færøerne under ét er en sammenvejning af gennemsnitspriser for huse med grundareal mellem 250 og 1.000 kvadratmeter i henholdsvis små bygder, store bygder og Tórshavn. Ved sammenvejningen er anvendt det relative antal handler i områderne i perioden 2000-10.
Kilde: Eik Bankí Føroya.

NETTOINDVANDRING OG LEDIGHED Figur 4



Anm.: Sæsonkorrigerede kvartalsdata. Seneste observation er 1. kvartal 2011 for nettoindvandringen og 2. kvartal 2011 for ledigheden.
Kilde: Hagstova Føroya.

FORBRUGERPRISER PÅ UNDERKOMPONENTER Figur 5



Anm.: Sidste observation er 2. kvartal 2011.
Kilde: Hagstova Føroya.

færøske arbejdsløshedsunderstøttelse forhøjet fra 2010 og reglerne for berettigelse dertil lempet.

Den store nettoudvandring i 3. kvartal både i 2009 og 2010 kan henføres til færinger, der rejste til udlandet for at påbegynde en uddannelse. Denne type udvandring var mindre under den forudgående højkonjunktur, og man skal tilbage til 2005 for at se samme tendens.

Inflationen var i 2. kvartal 2,2 pct. målt ved forbrugerprisindekset og har været stigende siden lavpunktet i 3. kvartal 2009, jf. figur 5. Prisstigningerne afspejler primært højere energipriser, som også efterhånden er begyndt at slå igennem på andre delkomponenter i indekset.

Fiskeri

Fiskeriet udgør omkring en syvendedel af den samlede bruttoværditilvækst på Færøerne. Fiskeriet i farvandet omkring Færøerne er overvejende bundfiskeri efter torsk, kuller og sej. Fangsten af torsk er steget svagt fra et meget lavt niveau, fangsten af kuller har stabiliseret sig, om end på et lavt niveau, mens fangsten af sej er faldet kraftigt det seneste halvandet år. De lave fangstmængder af torsk og kuller skyldes formentligt overfiskeri. Eksportpriserne på disse arter har til gengæld rettet sig. Prisen på sej er også steget og befinder sig nu på et højt niveau som følge af et lavere globalt udbud.

I foråret fastsatte Færøerne sin egen makrelkvote for 2011. Det skete efter resultatløse forhandlinger mellem Færøerne, EU, Island og Norge.

Den færøske makrelkvote blev af Lagtinget fastsat til 150.000 tons, hvilket udgør 15 pct. af summen af de individuelt fastsatte kvoter i de nævnte lande. Det internationale råd for havudnyttelse, ICES, vurderer, at de individuelt fastsatte kvoter vil bevirke en markant overfiskning efter makrel. Færøerne tildelte Rusland og Island 27.200 tons af sin makrelkvote mod færøske fiskerettigheder i deres havområder, og 5.000 blev tildelt videnskabelige undersøgelser. De resterende 117.800 tons gik til færøske skibe, hvilket er omtrent dobbelt så meget som i 2010. Ved en kilopris på 5 kr. er værdien af kvoten til skibe under færøsk flag knap 600 mio. kr.

Den manglende enighed om makrelkvoterne i 2011 har betydet, at der heller ikke er blevet indgået internationale aftaler om andre fiskearter. Færøske skibe må derfor ikke fiske i den norske del af Barentshavet, og de må heller ikke fange sild i norsk og EU-farvand. Det påvirker indtjeningen negativt i det færøske fiskeri, men den øgede indtægt som følge af den højere makrelkvote er dog klart dominerende.

Havbrugene, der primært opdrætter laks, slagtede i 2010 39.000 tons fisk, hvilket er knap 10.000 tons mindre end året før. Faldet anses som midlertidigt, og produktionen forventes i år at blive omkring 60.000 tons, hvilket er tæt på kapacitetsgrænsen. Den mindre fangst sidste år blev mere end opvejet af et højere prisniveau. Prisen på laks har været begunstiget af, at den betydelige chilenske produktion faldt drastisk på grund af sygdomsepidemier i 2008 og 2009. I takt med at den chilenske lakseproduktion atter øges, vil det have en dæmpende effekt på lakseprisen.

Det færøske fiskeri lider under et strukturelt problem i form af overkapacitet. Det presser indtjeningen og investeringsmulighederne i fiskerierhvervet. En konsekvens af overkapaciteten er, at den gennemsnitlige fangst er lavere, end den ellers ville have været, og at der er større udsving i fangsten over tid. Udsvingene har en afledt negativ effekt på fiskeindustrien, da det er svært at tilpasse produktionskapaciteten til den aktuelle fangst. Den øgede fokus på bæredygtigt fiskeri blandt forbrugerne betyder desuden, at fiskerne får en lavere pris på deres fangst, hvis fiskeriet ikke er klassificeret som bæredygtigt.

Udenrigshandel

Overskuddet på handelsbalancen i 2010 opgjort ekskl. handel med skibe og fly var 311 mio. kr. svarende til 2,5 pct. af BNP.

Eksporten steg 13 pct. fra 2009 til 2010, jf. tabel 1. Det skal ses i sammenhæng med en fremgang i vigtige dele af fiskeriet. Fisk er den altdominerende eksportvare og stod i 2010 for mere end 90 pct. af den færøske eksport. Stigningen i eksporten kan bl.a. henføres til fortsat

HANDELSBALANCE Tabel 1

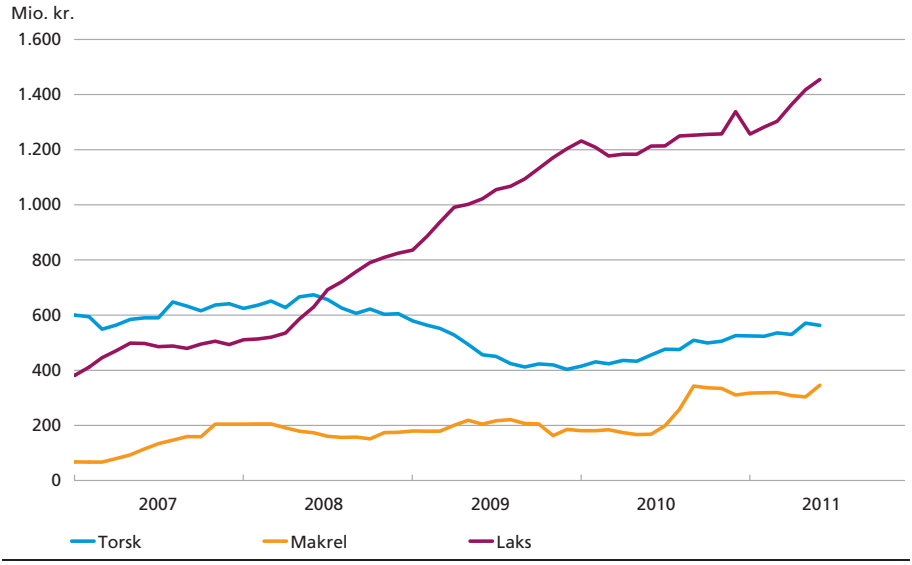
Mio. kr.	2008	2009	2010
Eksport	4.346	4.105	4.639
Eksport ekskl. skibe og fly	3.741	3.879	4.422
Import	5.021	4.211	4.365
Import ekskl. skibe og fly	4.930	3.717	4.111
Handelsbalance	-675	-107	275
Handelsbalance ekskl. skibe og fly	-1.189	162	311

Kilde: Hagstova Føroya.

fremgang i havbrugene. Siden 2008 har laks fra opdræt været den vigtigste eksportindtægt og dermed overhalet torsk, jf. figur 6, der de senere år har lidt under meget lave fangstmængder på grund af overfiskeri. Fangsten af torsk er dog steget svagt siden bunden i 2009, og sammen med stigende priser er det også en medvirkende faktor til eksportfremgangen. Makrel bidrog også til, at eksporten steg. Det skyldtes øget fangst som resultat af, at Færøerne selvstændigt fastsatte sin makrelkvote for 2010 til 85.000 tons, hvilket er ca. tre gange højere end normalt.

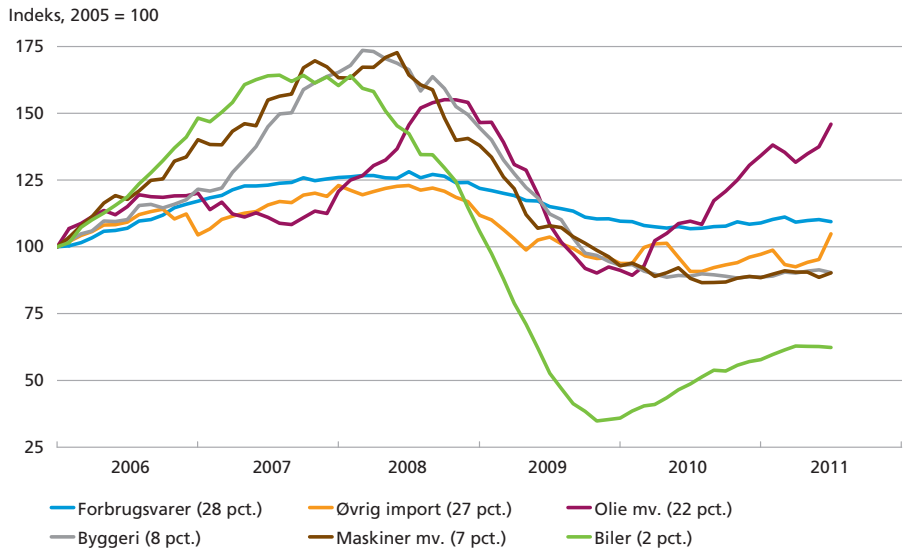
Importen ekskl. skibe og fly steg med knap 4 pct. fra 2009 til 2010, og den stigende tendens er fortsat i 1. halvår 2011. Væksten i importen skyldes især, at oliepriserne er steget. Olie udgør en stor del af den færøske import, da en stor del af opvarmningen sker ved hjælp af olie, og fiskeflåden er energiintensiv. Importværdien af biler er ligeledes steget

EKSPORTVÆRDI AF TORSK, MAKREL OG LAKS Figur 6



Anm.: Sum af seneste 12 måneder. Seneste observation er juni 2010 – juni 2011.
Kilde: Hagstova Føroya.

IMPORTVÆRDI PÅ UNDERKOMPONENTER Figur 7



Anm.: Sum af seneste 12 måneder omregnet til indeks. Seneste observation er fra juni 2010 - juni 2011. "Øvrig import" er samlet import ekskl. varer til byggeri, forbrugsvarer, energi, biler og skibe. Tal i parentes angiver andel af samlet import i 2010.
Kilde: Hagstova Føroya.

fra et lavpunkt i 2. halvår 2009, om end niveauet stadig er lavt, jf. figur 7. Udviklingen i de andre importvarer har ligget stort set fladt siden slutningen af 2009.

Betalingsbalancen er endnu ikke opgjort for 2010, men den forbedrede handelsbalance må ventes at vise sig i opgørelsen. I 2009 var der et underskud på 145 mio. kr. svarende til godt 1 pct. af BNP.

Finansiel sektor

Der er stor forskel på, hvordan de færøske banker har klaret sig igennem krisen. BankNordik har ekspanderet meget kraftigt i de seneste par år og har gennem opkøb i 2010 og 2011 overtaget mere end 120.000 kunder i Danmark og Grønland. Desuden har banken købt halvdelen af Føroya Lívstrygging, der er Færøernes største pensions- og livsforsikringsselskab.

Eik Banki P/F blev 30. september 2010 overtaget af Finansiel Stabilitet A/S. Ingen indskydere eller andre simple kreditorer led tab på deres tilgodehavender, da overtagelsen fandt sted, inden den ubegrænsede statsgaranti under Bankpakke 1 udløb. Som følge af konkursen iværksatte Finansiel Stabilitet en advokatundersøgelse. Advokaten anfører, at Eik Bankis "uforsvarlige kreditgivning, særligt til ejendomsprojekter i Danmark og Tyskland, men også til færøske erhvervskunder, og en manglende risikostyring, var de væsentligste årsager til Bankens (Eik Bankis, red.) økonomiske sammenbrud".

Under Finansiel Stabilitets ejerskab er der pågået en restrukturering af Eik Banki, og i begyndelsen af 2011 købte det færøske selskab TF Holding 70 pct. af aktierne i Eik Banki Føroya, der er den færøske del af Eik Banki.

De færøske bankers udlån til både private og erhverv er de seneste måneder begyndt at stabilisere sig. Det sker efter et fald på 17 pct. til private og 26 pct. til erhverv siden toppen i 2008. Udviklingen i bankernes udlån skal ses i sammenhæng med Eik Bankis problemer og alt for lempelige kreditgivning frem til krisen, og at efterspørgslen efter lån typisk følger den økonomiske aktivitet. En del af faldet i bankudlånet til private kan desuden henføres til, at der er sket en vis omlægning til danske realkreditlån, der formidles og garanteres af de færøske banker.

De færøske bankers balance udgør et beløb svarende til mere end det dobbelte af det færøske BNP. Den færøske banksektor vil ved en fremadrettet omfattende ekspansion kunne nå en størrelse, som det færøske hjemmestyre i tilfælde af problemer i banksektoren ikke kan håndtere.

Offentlige finanser

For tredje år i træk var der i 2010 underskud på de offentlige finanser. Landskassen fik et underskud på 581 mio. kr., svarende til 4,8 pct. af BNP. Det er dog 200 mio. kr. lavere end budgetteret i finansloven for 2010 og 108 mio. kr. lavere end i 2009. Forbedringen skyldes primært, at konjunkturerne i 2010 vendte fra økonomisk afmatning til svag fremgang, hvilket øgede skattegrundlaget. Landskassen havde som følge af de svækkede offentlige finanser en forøget bruttogæld på godt 5 mia. kr. ved udgangen af 2010, jf. tabel 2.

Lagtinget vedtog sidste år, at den offentlige saldo skal være i balance i 2015. Det betyder, at underskuddet skal reduceres med omtrent 125 mio. kr. hvert år indtil 2015. Den økonomiske fremgang vil bidrage dertil, men det vil ikke være tilstrækkeligt. Det skal ses i lyset af, at der under opsvinget forud for det økonomiske tilbageslag var blevet ført en lempelig finanspolitik med bl.a. skattelettelser, stigende offentligt forbrug og øget investeringsomfang. Udgangspunktet for de offentlige finanser var derfor ringe, da det økonomiske tilbageslag ramte, og landskassens underskud blev derfor større, end det ellers ville have været. Desuden valgte man under opsvinget ikke at opbygge en offentlig formue, der kunne tæres på i dårlige tider.

For at opnå balance i 2015 har Lagtinget bl.a. indført en yderligere skat på 2 pct. af indkomster over 400.000 kr. og en gradvis reduktion af subsidier, der gives til renteudgifter på bolig- og uddannelseslån.

Desuden sælges en del af makrelkvoten på auktioner, ligesom der er indført en resurseafgift på en del af makrelkvoten. I 2011 gav auktio-

LANDSKASSENS FINANSER Tabel 2

Mio. kr.	2007	2008	2009	2010	Skøn for 2011
Skatter og afgifter mv.	3.558	3.502	3.256	3.508	3.693
Bloktilskud	632	635	636	637	616
Indtægter i alt	4.190	4.137	3.892	4.145	4.309
Driftsudgifter	3.767	4.251	4.366	4.500	4.529
Anlægsudgifter	292	232	184	169	235
Renteudgifter, netto	-14	-16	31	57	40
Udgifter i alt	4.045	4.467	4.581	4.726	4.804
Saldo	145	-330	-689	-581	-495
Landskassens bruttogæld, ultimo	3.379	3.590	3.903	5.034	

Anm: Indtægter og saldo er ekskl. ekstraordinære indtægter fra salg af to tredjedele af aktierne i Føroya Banki og en tredjedel af aktierne i Atlantic Airways for henholdsvis 1.212 og 87 mio. kr. i 2007.
Kilde: Fíggjarmálaráðið (det færøske finansministerium) og Landsbanki Føroya.

nerne og resurseafgiften en indtægt på knap 90 mio. kr. Væksten i det offentlige forbrug er bremset op på et niveau, hvor det udgør ca. en tredjedel af BNP. Aktuelt foregår der politiske forhandlinger om en pensionsreform, som formentligt vil kunne træde i kraft i 2013. Reformen vil medføre, at der udvikles et fuldt finansieret pensionssystem via pensionsselskaber hjemmehørende på Færøerne. Samtidig vil folkepensionen blive beskåret.

Målet om balance i 2015 kræver en række yderligere tiltag. Der udestår imidlertid et større arbejde med at konkretisere og implementere disse. Jo hurtigere det sker, des mere troværdigt vil det være, at det kan lykkes at nå målet. Kreditvurderingsbureauet Moody's har udtrykt skepsis, om det vil lykkes at opnå balance på den offentlige saldo i 2015. Det har sammen med problemerne med den langsigtede holdbarhed i fiskeriet været en medvirkende årsag til, at Moody's nedrevidérede Færøernes kreditværdighed.

Kommunerne udgør omtrent en femtedel af den offentlige økonomi, og set under ét har de sidst haft overskud i 2005, selv om den færøske økonomi var stærk i årene op til krisen i 2008. I 2010 viser de foreløbige tal et samlet overskud på knap 30 mio. kr. Der er dog stor forskel kommunerne imellem. Set under ét ventes kommunernes budget i år at balancere.

Kommunerne har gennem deres udgifter været med til at forstærke konjunkturerne. Således blev der fx iværksat større anlægsarbejder under opsvinget, hvor skatteindtægterne steg. Det gav yderligere pres på bl.a. bygge- og anlægssektoren, hvor der i forvejen var mangel på ar-

bejdskraft. Da den økonomiske krise ramte Færøerne, faldt kommunernes skatteindtægter, og de reagerede ved at reducere investeringerne. Landsstyret kan under de nuværende regler ikke gøre noget ved denne for færøsk økonomi uhensigtsmæssige adfærd. Kun hvis en kommunes nettogæld overstiger ét års skatteindtægter ved en skatteprocent på 23, har landsstyret ret til at ændre budgettet.

Den færøske arbejdsløshedskasse er modsætningsvis med til at stabilisere de økonomiske udsving. Denne effekt er blevet forstærket af, at væsentlige ændringer i arbejdsløshedsstøtten trådte i kraft 1. januar 2010. Dagpengesatsen er bl.a. blevet hævet og perioden, hvor man er berettiget til dagpenge, er blevet lempeligere. Arbejdsløshedskassen har p.t. en formue på 550 mio. kr., og målet er, at kassen over tid økonomisk skal hvile i sig selv. Med de nuværende forhold på arbejdsmarkedet er den årlige udbetaling omtrent 250 mio. kr., mens indbetalingerne er ca. 150 mio. kr. Man tærer dermed på formuen.

Økonomiske udsigter

Trods negative stød i form af stigende oliepriser og Eik Bankis og Faroe Seafoods konkurser lader det til, at færøsk økonomi kan forblive i fremgang. Fiskepriserne og -fangsterne er begyndt at stige, havbrugene klarer sig godt, og handelsbalancen var i 2010 i overskud. De økonomiske udsigter er dog meget afhængige af, at den gunstige situation for fiskeriet vil fortsætte.

De offentlige finanser vil forbedres som følge af økonomisk fremgang. Yderligere konsolidering er dog nødvendig. Troværdigheden vil øges markant, jo hurtigere disse tiltag konkretiseres og indføres. Det vil have betydning for Færøernes kreditværdighed og samtidig mindske den generelle usikkerhed i befolkningen, som kan resultere i tilbageholdenhed i privatforbruget.

Den færøske økonomi er meget afhængig af fiskeriet. Havbrugene har til dels kunnet kompensere for, at fangsterne ved almindeligt fiskeri har været små de seneste år. Det mindsker dog ikke behovet for, at fiskeriet er bæredygtigt. Aktuelt er der en overkapacitet i fiskeflåden, og der udestår en udfordring med at tilpasse den til et niveau, der sikrer bedre rentabilitet og bæredygtighed.

Betalingsvaner i Danmark

Johan Gustav Kaas Jacobsen og Søren Truels Nielsen, Betalingsformidlingskontoret

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Danskerne anvender lige så ofte dankort som kontanter i forretninger. Herved minder de om nordmænd og svenskere, der også i vid udstrækning bruger betalingskort, men adskiller sig fra borgere i de fleste andre europæiske lande, hvor kontantbetalinger fortsat er den mest udbredte betalingsform.[1]

I denne artikel gennemgås resultaterne af en undersøgelse af danskernes betalingsvaner fra efteråret 2010. I undersøgelsen, der blev foretaget af Danmarks Statistik på vegne af Nationalbanken, blev der indsamlet besvarelser fra knap 1.300 borgere mellem 15 og 79 år. For en nærmere beskrivelse af undersøgelsen henvises til Jacobsen og Nielsen (2011).

Resultaterne kan bl.a. bruges til at vurdere konsekvenserne af lovændringer på betalingsområdet. Fx er de danske regler for kortgebyrer netop blevet ændret, så det fremover vil være tilladt for forretningerne at tage et gebyr af forbrugerne ved betaling med kreditkort. Ved betalinger med debetkort som dankortet må forretningerne ikke opkræve gebyrer.

Denne regelændring vil ifølge en statistisk analyse, der præsenteres i artiklen, føre til flere dankortbetalinger snarere end en stigning i antallet af kontantbetalinger. Det er en vigtig konklusion, da kontantbetalinger, særligt ved store beløb, er forbundet med større omkostninger for samfundet som helhed end kortbetalinger.

UDBREDELSE AF BETALINGSINSTRUMENTER

Ved betalinger i forretninger kan danskerne typisk vælge mellem kontanter, forskellige typer af betalingskort og checks, jf. boks 1.

[1] Se Nyberg (2010), Gresvik og Haare (2008), Jonker (2005) og Mooslecher mfl. (2006).

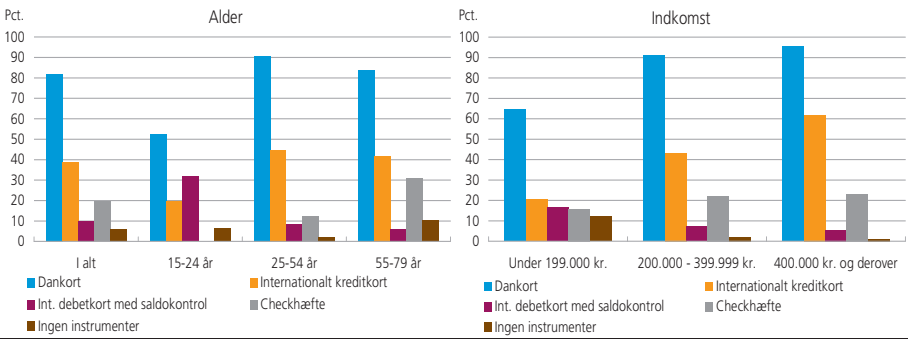
BETALINGSINSTRUMENTER I DANMARK Boks 1

- *Dankortet* er det nationale debetkort i Danmark. Ved brug af debetkort hæves pengene på betalers konto umiddelbart efter, at betalingen er foretaget. Dankortet er i de fleste tilfælde kombineret med Visa, således at det fungerer som et dankort ved nationale betalinger og et Visakort ved betalinger i udlandet.
- *Internationale kreditkort*, fx Mastercard, American Express og Diners Club, er betalingskort, der kan anvendes til at købe varer og tjenester i Danmark og udlandet på baggrund af en tildelt trækningsadgang. Den ydede kredit betales helt eller delvis tilbage ved afslutningen af en fastsat periode, typisk en måned.
- *Internationale debetkort med saldokontrol*, fx Visa Electron og Mastercard Debet, adskiller sig fra dankortet ved at være udstyret med såkaldt saldokontrol, så betaler ikke kan overtrække sin konto. Derudover kan disse kort, ligesom internationale kreditkort, anvendes til betalinger i udlandet.
- Der er desuden en række *øvrige betalingskort*, fx Forbrugsforeningens betalingskort. Kortene fungerer som et kreditkort, men kan kun bruges til betalinger i udvalgte salgssteder. Udbredelsen og anvendelsen af disse kort beskrives ikke nærmere i denne artikel.
- *Checks* er en skriftlig pengeanvisning, hvor checkens udsteder via sin underskrift tilladder sit pengeinstitut at lade en anden hæve checkens værdi på sin konto.

Dankortet er klart det mest udbredte betalingsinstrument, idet ca. otte ud af ti danskere i alderen 15 til 79 år har et dankort, jf. figur 1. Andelen af danskere, der ejer et dankort, er størst for borgere over 24 år og stigende med deres indkomst.

Udbredelsen af internationale kreditkort er ligeledes størst for de højeste indkomstgrupper. Det kan skyldes, at borgere med højere indkomst rejser mere både privat og arbejdsmæssigt og dermed har et større behov for at kunne foretage betalinger i udlandet Desuden kan de oftere drage fordel af, at den daglige trækningsadgang på kreditkort normalt er større end på andre typer kort. Samtidig vil kreditvurderin-

UDBREDELSE AF BETALINGSINSTRUMENTER Figur 1



Kilde: Danmarks Nationalbank.

ANDEL AF BORGERE MED ADGANG TIL FLERE BETALINGSFORMER Tabel 1

Som også har:	Checkhæfte	Dankort	Int. kreditkort	Int. debetkort
Borgere med checkhæfte	100	89	41	4
Borgere med dankort	22	100	42	4
Borgere med internationalt kreditkort ...	21	88	100	7
Borgere med internationalt debetkort ...	9	33	27	100

Anm.: Tabellen viser andelen af personer, der har adgang til det givne betalingsinstrument i hver række, og som samtidig har adgang til betalingsinstrumentet i den tilsvarende kolonne.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

gen af borgere med en lavere indkomst i visse tilfælde betyde, at de ikke tilbydes betalingskort med kredit- eller overtræksmuligheder.

Internationale debetkort med saldokontrol er mest udbredt blandt unge mellem 15 og 24 år. Det skyldes især, at unge under 18 år normalt ikke kan få et dankort, og at personer, der netop er blevet myndige, kan tænkes at have beholdt kortet frem for at få et andet betalingskort. Internationale debetkort er desuden særligt velegnede til borgere med en lavere indkomst, der som nævnt kan have vanskeligt ved at få et betalingskort med overtræksmulighed. Dermed forekommer disse kort også hyppigst blandt de laveste indkomstgrupper.

Endelig kan borgere normalt også betale med checks i forretninger. Til trods for at antallet af checkbetalinger i dag er relativt beskedent, jf. nedenfor, har ca. en femtedel af befolkningen mellem 15 og 79 år stadig et checkhæfte, jf. figur 1. Det er mest udbredt blandt borgere over 55 år, mens stort set ingen under 25 år har et checkhæfte.

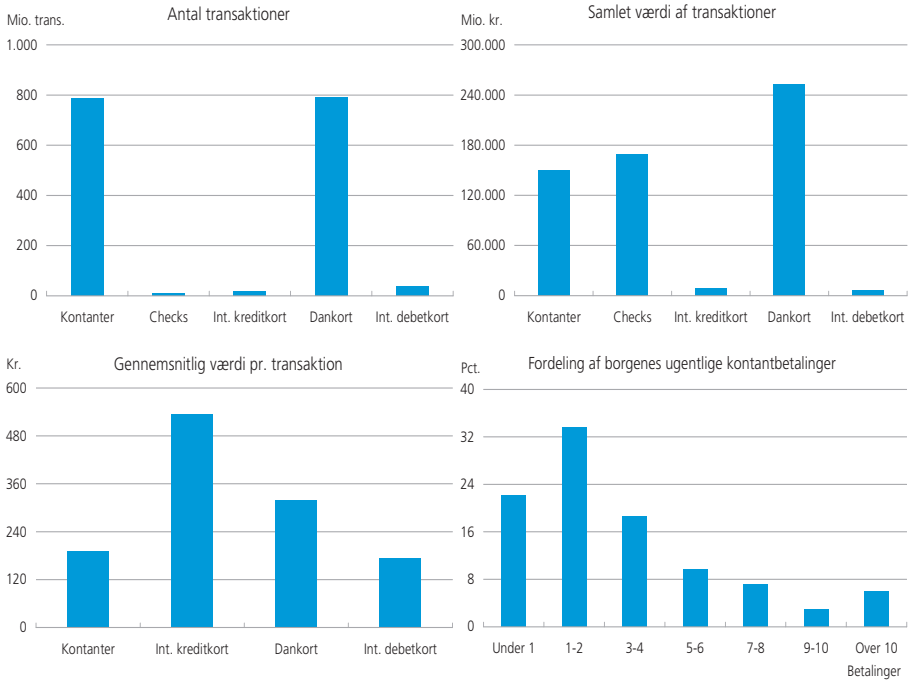
Mange danskere har desuden adgang til flere betalingsformer ud over kontanter, jf. tabel 1. Fx råder 88 pct. af borgerne med et internationalt kreditkort også over et dankort, mens dette kun gælder lidt mere end tre ud af ti af borgerne med et debetkort med saldokontrol. Dermed er kreditkort et hyppigere alternativ til dankort i betalingssituationen, end det er tilfældet for internationale debetkort.

Andelen af borgerne, der ikke har hverken betalingskort eller checkhæfte, og dermed ikke har noget alternativ til kontanter ved betalinger i forretninger, udgør omkring 6 pct. af alle borgere mellem 15 og 79 år eller ca. 260.000 danskere.

OMFANGET AF BETALINGER

I 2009 blev der gennemført i alt 790 millioner betalinger med dankort til en samlet værdi af ca. 250 mia. kr., jf. figur 2. Til sammenligning udgjorde detailomsætningen samme år 269 mia. kr. Den forholdsvis høje værdi af betalinger med dankort skyldes, at en del af disse ikke indgår i detail-

TRANSAKTIONER UDFØRT MED FORSKELLIGE BETALINGSFORMER I 2009 Figur 2



Kilde: Danmarks Nationalbank og Finansrådet.

omsætningen, fx betalinger for køb af biler samt restaurations- og hotelbesøg.

Disse tal betyder, at dankortet er den mest anvendte betalingsform i forretninger i Danmark målt på værdi, mens antallet af betalinger er på niveau med brugen af kontanter, jf. nedenfor. Betalinger med internationale kort har et betydeligt mindre omfang end dankort, idet værdien af disse betalinger i 2009 udgjorde i alt 16 mia. kr.

De internationale kreditkort bruges gennemsnitligt til større betalinger, hvilket kan hænge sammen med, at kortene har en større daglig trækningsadgang end andre betalingsinstrumenter. Størrelsen på betalinger foretaget med internationale debetkort er derimod relativt lav sammenlignet med de øvrige betalingsformer. Det afspejler, at disse kort er mest udbredt blandt borgere med en lavere indkomst, der typisk også har et mindre forbrug og derfor foretager mindre betalinger.

Brugen af checks adskiller sig fra betalingskort ved at omfatte et mindre antal betalinger af en betydelig værdi. De udgjorde således i 2009 under 1 pct. af det samlede antal betalinger, men med en gennemsnitlig beløbsstørrelse på ca. 17.700 kr. pr. check løb den samlede værdi af betalingerne op i omkring 170 mia. kr. Forklaringen er, at checks hovedsa-

geligt bruges til store betalinger til og fra virksomheder og offentlige myndigheder.

Kontanter er stadig et populært alternativ til betalingskort. Således skønnes der i 2009 at være foretaget stort set lige så mange kontantbetalinger som dankortbetalinger i danske forretninger. Den samlede værdi af årets kontantbetalinger, der er beregnet til 150 mia. kr., er dog lavere end dankortbetalinger.

Kontanter er dermed fortsat en udbredt betalingsform blandt danskerne, om end de fleste ikke anvender dem dagligt, jf. figur 2. Set i lyset af den store udbredelse af betalingskort, og at langt de fleste forretninger i dag giver mulighed for at betale med betalingskort, må omfanget af kontantbetalinger afspejle et bevidst valg fra borgernes side.

BORGERNES FORETRUKNE BETALINGSFORMER

I undersøgelsen af borgernes betalingsvaner blev deltagerne også spurgt om deres foretrukne betalingsform ved betalinger af forskellige beløbsstørrelser.

Ved små beløbsstørrelser, dvs. køb under 100 kr., svarede knap halvdelen af de adspurgte, at de foretrækker kontantbetalinger, jf. figur 3. For beløb over 100 kr. er dankort derimod den klart mest populære betalingsform.

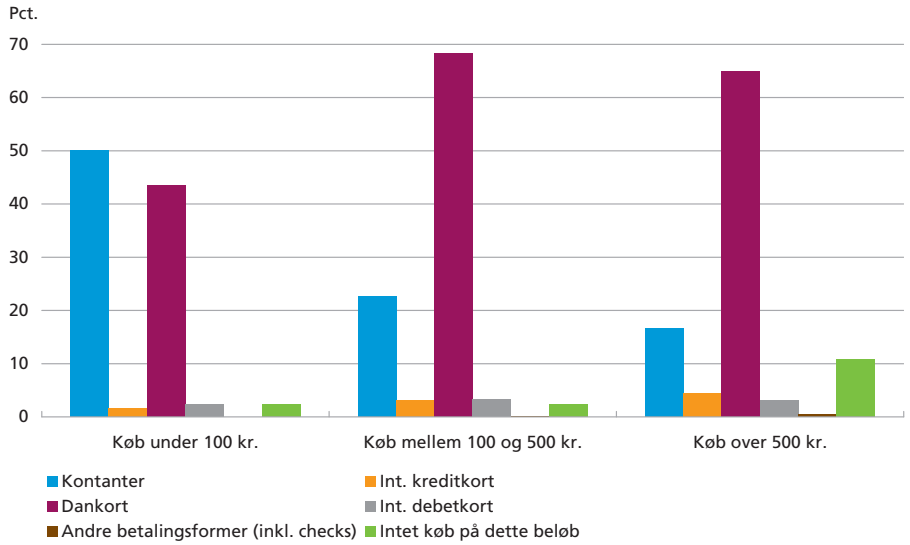
Kun få deltagere i undersøgelsen svarede, at de foretrækker at betale med internationale betalingskort, enten kreditkort eller debetkort, uanset beløb. I figur 3 er medtaget alle deltagere i undersøgelsen, men andelen, der foretrækker internationale kort, stiger ikke væsentligt ved kun at betragte borgere, der både har et dankort og et internationalt betalingskort, jf. Jacobsen og Nielsen (2011).

Med udgangspunkt i disse data har vi foretaget en analyse, der beregner sandsynligheden for at foretrække enten kontanter, dankort eller internationalt kreditkort til betalinger på baggrund af en række individuelle karakteristika. Kun borgere, der har adgang til de forskellige betalingsformer, indgår i beregningerne. Analysen og dens resultater er beskrevet nærmere i boks 2.

Resultaterne viser, at mænd i højere grad end kvinder foretrækker kontantbetalinger. Derudover er kontanter oftere den foretrukne betalingsform blandt ældre borgere og personer med en lavere indkomst, hvorimod dankortet oftere foretrækkes af yngre og midaldrende borgere samt af borgere med en videregående uddannelse og årlig indkomst over 200.000 kr.

Blandt borgere, der har et internationalt kreditkort, foretrækker kvinder oftere at bruge dette kort end mænd. Derudover viser beregningerne,

BORGERNES FORETRUKNE BETALINGSFORM Figur 3



Kilde: Danmarks Nationalbank.

at personer med en indkomst under 400.000 kr., som har et kreditkort, oftere foretrækker at betale med dette end personer med en højere indkomst.

FORDELE OG ULEMPER

Deltagerne i undersøgelsen af danskernes betalingsvaner blev desuden spurgt om deres syn på fordele og ulemper ved de forskellige mulige betalingsformer i forretninger.

Fordele

Blandt dankortbetalere fremhævede 60 pct. af de adspurgte bekvemmelighed som årsag til at anvende kortet, hvilket er væsentligt mere end for de øvrige betalingsformer, jf. tabel 2. Det afspejler formentlig en kombination af, at dankortet accepteres i langt de fleste forretninger i Danmark, og at borgerne ved disse betalinger undgår at hæve og bære rundt på kontanter.

Flere påpeger, at betalinger med kontanter giver dem bedre kontrol over deres økonomi, jf. tabel 2. Det kan skyldes, at deres kontantbeholdning i tegnebogen giver et let og hurtigt overblik over deres rådighedsbeløb. Desuden åbner brugen af kontanter ikke for samme kredit- eller overtræksmuligheder som kreditkort og dankort.

ANALYSE AF BORGERNES FORETRUKNE BETALINGSFORMER Boks 2

På baggrund af data fra undersøgelsen af danskernes betalingsvaner har vi forsøgt at identificere, hvordan borgernes valg af betalingsform påvirkes af personlige karakteristika som køn, alder, indkomst og uddannelse. Den anvendte model er en såkaldt logistisk regression, der beregner sandsynligheden for at betale med kontanter, dankort og internationale kreditkort med udgangspunkt i disse karakteristika.

Der er kun anvendt data fra borgere, som reelt har mulighed for at anvende den pågældende betalingsform. I modellerne for dankort og kreditkort indgår således kun personer, der har angivet, at de besidder det pågældende kort. Endvidere er der set bort fra borgere under 18 år, som oftest kun kan vælge mellem kontanter og internationale debetkort.

Nedenfor er angivet de personlige karakteristika, der med statistisk sikkerhed kan forventes at øge sandsynligheden for, at en person foretrækker enten kontanter, dankort eller internationale kreditkort. Fx fremgår det, at mænd oftere end kvinder foretrækker at betale med kontanter, hvorimod personer under 35 år er mere tilbøjelige til at betale med dankort end ældre personer. Ligeledes vil der gennemsnitligt være flere med en videregående uddannelse, der foretrækker dankortbetalinger, end fx blandt ufaglærte personer.

Kontanter:

- Mand
- Person over 45 år
- Person med grundskole som højst færdiggjort uddannelse
- Person med indkomst under 200.000 kr.

Dankort:

- Ingen signifikant forskel på køn
- Person under 35 år
- Person med lang eller mellemlang uddannelse
- Person med indkomst over 200.000 kr.

Internationale kreditkort

- Kvinde
- Ingen klar signifikant forskel på alder
- Ingen klar signifikant forskel på uddannelse
- Person med indkomst under 400.000 kr.

Modellen inkluderer som før nævnt kun personer, der har adgang til de forskellige betalingsformer. Når fx kvinder i større grad end mænd kan forventes at foretrække kreditkortbetalinger, gælder det derfor kun, når begge parter har et sådant betalingskort. På den måde korrigeres der for, at kreditkortet generelt er mere udbredt blandt mænd end kvinder. For en uddybende beskrivelse af modellen og dens resultater henvises til Jacobsen og Nielsen (2011).

Derudover angiver ca. hver tiende, at kontanter giver dem mulighed for at betale, hvor de ikke har andet valg. Dette kan både skyldes, at de pågældende ikke har adgang til andre betalingsinstrumenter, eller at de handler i forretninger, hvor kontanter er eneste mulige betalingsform.

Af dem, der foretrækker at betale med kreditkort, er det kun en fjerdedel, der gør det på grund af kreditten. Endvidere anfører knap 20 pct., at kreditkort gør det muligt for dem at betale, hvor de ikke har nogen anden mulighed. Det kan skyldes, at visse større betalinger overstiger deres daglige maksimumgrænse for betaling med dankor-

ÅRSAGER TIL AT ANVENDE FORSKELLIGE BETALINGSFORMER Tabel 2

Årsager til at anvende kontanter:	**Årsager til at anvende dankort:**
1. Det er bekvemt (34 pct.)	1. Det er bekvemt (63 pct.)
2. Kontrol over min økonomi (16 pct.)	2. Jeg havde ikke andre valg (11 pct.)
3. Jeg havde ikke andre valg (11 pct.)	3. Kontrol over min økonomi (6 pct.)
4. For at komme af med kontanter (9 pct.)	4. Betalingen sker med det samme (4 pct.)
Andre årsager (29 pct.)	Andre årsager (16 pct.)
Årsager til at anvende debetkort med saldokontrol:	**Årsager til at anvende internationale kreditkort:**
1. Det er bekvemt (37 pct.)	1. Det er bekvemt (33 pct.)
2. Jeg havde ikke andre valg (26 pct.)	2. For at anvende kreditten (27 pct.)
3. Kontrol over min økonomi (11 pct.)	3. Jeg havde ikke andre valg (19 pct.)
4. Betalingen sker med det samme (10 pct.)	4. Kontrol over min økonomi (13 pct.)
Andre årsager (16 pct.)	Andre årsager (9 pct.)

Anm.: Hver borger i undersøgelsen har haft mulighed for at angive den betalingsform, de hovedsageligt anvender ved transaktioner af tre forskellige beløbsstørrelser, og er i tillæg blevet spurgt om årsagen hertil. Der er således op til tre svar fra hver deltager. Den procentvise fordeling af de angivne årsager, uafhængigt af beløbsstørrelser, er opgjort i tabellen.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

tet. I andre tilfælde kan et begrænset indestående på borgernes bankkonti medføre, at kreditkortet i betalingsøjeblikket er det eneste alternativ.

Ulemper

Den ulempe, flest oplever ved kontantbetalinger, er, at det kræver besiddelse af kontanter, jf. tabel 3. Derudover fremhæver ca. en femtedel risikoen for tyveri som en ulempe. Risikoen for at modtage falske sedler betragtes derimod kun som et mindre problem, hvilket harmonerer med, at omfanget af falske sedler i Danmark er meget beskedent.

Risikoen for systemnedbrud opfattes af mange som en ulempe ved betalingskort og som et større problem end fx risikoen for misbrug af deres betalingskort. Det understreger vigtigheden af en høj driftsikkerhed for betalingskort. Systemnedbrud er i dag meget sjældne, men resultaterne antyder, at der ved en stigning i antallet af disse er risiko for, at flere vil overveje andre betalingsformer, fx kontanter.

Der fremhæves også enkelte andre ulemper ved betalingskort. For de internationale betalingskort er det primære problem, der anføres, at de ikke accepteres alle steder, idet udbredelsen af forretninger, der modtager disse kort, er mindre end for dankortet. Samtidig nævner flere, at overtræks- og kreditmulighederne for henholdsvis dankort og kreditkort udgør en risiko for overforbrug.

ULEMPER VED FORSKELLIGE BETALINGSFORMER Tabel 3

Ulemper ved kontanter:	**Ulemper ved dankort:**
1. Kræver besiddelse af kontanter (31 pct.)	1. Situationer med systemnedbrud, hvor kortet ikke kan benyttes (19 pct.)
2. Risiko for tyveri/røveri (20 pct.)	2. Risiko for "overforbrug" (17 pct.)
3. Ingen betalingsoversigt (8 pct.)	3. Risiko for misbrug (15 pct.)
4. Risiko for falske sedler (5 pct.)	Ingen ulemper (24 pct.)
Ingen ulemper (21 pct.)	
Ulemper ved debetkort m. saldokontrol:	**Ulemper ved internationale kreditkort:**
1. Accepteres ikke alle steder (23 pct.)	1. Accepteres ikke alle steder (18 pct.)
2. Situationer med systemnedbrud, hvor kortet ikke kan benyttes (14 pct.)	2. Risiko for "overforbrug" (14 pct.)
3. Risiko for misbrug (13 pct.)	3. Situationer med systemnedbrud, hvor kortet ikke kan benyttes (13 pct.)
Ingen ulemper (17 pct.)	Ingen ulemper (23 pct.)

Anm.: I tabellen er angivet de mest citerede ulemper ved de respektive betalingsformer.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

GEBYRER OG SUBSTITUTION MELLEM BETALINGSFORMER

Som beskrevet har mange borgere ofte mulighed for at betale med ét eller flere typer af betalingskort som alternativ til en kontantbetaling. Det er derfor interessant at afdække, i hvilken udstrækning de finder det nærliggende at skifte mellem kontanter og betalingskort, dvs. om disse betalingsformer er *substitutter*.

Hvis to betalingsformer er substitutter, vil ændrede vilkår ved betaling med den ene typisk forårsage et skift i betalingsmønstret. Ændrede vilkår kan fx være, at der bliver indført et gebyr ved betaling med den ene betalingsform. Det vil som regel føre til, at brugen af den ikke-gebyrpålagte betalingsform stiger.

Erfaringerne viser, at danskerne, i hvert fald på kort sigt, reagerer kraftigt på gebyrer. Det blev illustreret, da forretningerne i en kort periode i begyndelsen af 2005 fik tilladelse til at tage et gebyr på op til 50 øre ved brug af dankort. Som konsekvens faldt antallet af dankortbetalinger markant, mens kontanthævninger i pengeautomater steg.

I Nationalbankens undersøgelse af borgernes betalingsvaner bekræftes denne adfærd. På et spørgsmål om, hvordan deltagerne ville reagere på gebyrer, svarede over halvdelen, at de ville skifte til en anden betalingsform. Under 10 pct. anførte, at de ville anvende den pågældende betalingsform uanset gebyret.

Substitutionseffekter

På baggrund af data fra undersøgelsen af danskernes betalingsvaner har vi foretaget en statistisk analyse af graden af substitution mellem kontanter og de forskellige typer af kort. Det er gjort ved at undersøge, hvordan det påvirker borgernes brug af kontanter, at de har et dankort, et internationalt kreditkort eller et internationalt debetkort, mens der tages højde for demografiske forhold som køn, alder, indkomst og uddannelse. Analysen og dens resultater er beskrevet nærmere i boks 3.

Konklusionen er, at borgere med dankort udfører hele 25 pct. færre kontantbetalinger end andre borgere. Til gengæld har det ingen effekt på brugen af kontanter, at en borger har et internationalt kreditkort.

Disse resultater indikerer, at dankort og kontanter er substitutter, idet adgangen til at foretage dankortbetalinger reducerer brugen af kontanter. Der er derimod ikke grundlag for at betegne kontanter og internationale kreditkort som substitutter, idet borgere med disse kort ikke foretager færre kontantbetalinger end andre borgere.

Ændrede gebyrregler i Danmark

De danske regler for kortgebyrer er i færd med at blive ændret. Det sker på foranledning af Europa-Kommissionen, der har anført, at de nuværende regler ikke er i overensstemmelse med reglerne i det indre marked. Med de nye regler indføres den såkaldte splitmodel, hvorefter forretningerne ved betalinger med kreditkort må overvælte det gebyr, de betaler til bankerne, på forbrugerne. Derimod må forretningerne ikke overvælte dette gebyr, når der er tale om debetkort, som fx dankort.

En kritik af splitmodellen har været, at overvæltning af gebyrer på forbrugerne ved betaling med kreditkort vil tilskynde flere til at anvende kontanter, som, særligt for store beløb, er forbundet med højere omkostninger for samfundet som helhed end andre betalingsformer, jf. undersøgelser i Sverige og Holland[1]. Baseret på vores analyse er der dog ikke belæg for at forvente en sådan substitution. Det forekommer derimod mere sandsynligt, at borgerne i stedet vil skifte fra at betale med kreditkort til at betale med dankort.

[1] Bergman mfl. (2007) og Brits og Winder (2005).

ANALYSE AF BORGERNES SUBSTITUTION MELLEM BETALINGSFORMER Boks 3

For at undersøge, hvor villige borgerne er til at skifte mellem forskellige betalingsformer, er der foretaget en kvantitativ analyse på baggrund af de indsamlede besvarelser fra undersøgelsen af danskernes betalingsvaner. En mere detaljeret beskrivelse af analysen findes i Jacobsen og Nielsen (2011), og i det følgende gennemgås kun overordnet dens metode og resultater.

I analysen undersøges effekten af at have et dankort, internationalt kreditkort eller internationalt debetkort på brugen af kontanter. Analysen søger at finde en isoleret effekt af at have et eller flere af disse typer betalingskort, dvs. der kontrolleres for, at borgerne har forskellige karakteristika såsom køn, alder, uddannelse og indkomst, der ligeledes påvirker anvendelsen af kontanter.

Analysens hovedresultater er præsenteret i tabel 4. Hver række viser effekten af at have et givet betalingskort på værdien af kontantbetalinger i ugen (første kolonne) og antallet af kontantbetalinger i ugen (anden kolonne). Det fremgår således, at borgere, der ejer et dankort, alt andet lige vil have 25 pct. færre kontantbetalinger om ugen end borgere, der ikke ejer et dankort. Ligeledes vil personer med dankort købe for 282 kr. mindre med kontanter end personer uden et dankort.

Disse resultater indikerer, at der er en signifikant negativ effekt på niveauet af kontantbetalinger ved at have et dankort. Betragtes i stedet de internationale kreditkort og debetkort med saldokontrol, er den målte effekt noget lavere, og der er ingen statistisk sikkerhed for, at antallet eller værdien af kontantbetalinger påvirkes af at have et af de internationale betalingskort.

RESULTATER FRA ANALYSE AF BETALINGSVANER Tabel 4

Ændring i kontantbetalinger	Værdi af kontantbetalinger (pr. uge)	Antal kontantbetalinger (pr. uge)
Personen har et:		
Dankort	**- 282 kr.**	**- 25 pct.**
Internationalt kreditkort	- 32 kr.	- 2 pct.
Internationalt debetkort	- 53 Kr.	10 pct.

Anm.: Signifikante koefficienter i tabellen er markeret med fed skrift.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Analysen antyder dermed, at kontanter og dankort i nogen udstrækning kan betragtes som substitutter, da der er en statistisk signifikant negativ sammenhæng mellem de to betalingsformer. Dette er ikke tilfældet for kontanter og internationale betalingskort. De tilgængelige data tillader ikke en lignende analyse af, om dankort og kreditkort eller dankort og internationale debetkort er substitutter.

LITTERATUR

Bergman, Mats, Gabriella Guibourg og Björn Segendorf (2007), The Cost of Paying – Private and Social Cost of Cash and Card Payments, *Sveriges Riksbank Working Paper Series*, nr. 212, september.

Brits, Hans og C. Winder (2005), Payments are no free lunch, De Nederlandsche Bank, *DNB Occasional Studies*, vol. 3, nr. 2.

Gresvik, Olaf og Harald Haare (2008), Payment Habits at point of sale, Norges Bank, *Staff Memo,* nr. 6.

Jacobsen, Johan Gustav Kaas og Søren Truels Nielsen (2011), Betalingsvaner i Danmark, *Danmarks Nationalbank Working Papers*, nr. 74, september.

Jonker, Nicole (2005), Payment Instruments as Perceived by Consumers, *De Nederlandsche Bank Working Papers*, nr. 53.

Mooslecher, Peter, Helmut Stix og Karin Wagner (2006), How Are Payments Made in Austria, Oestereische Nationalbank, *Monetary Policy and the Economy*, 2. kvartal.

Nyberg, Lars (2010), Time to change cash to cards? Sveriges Riksbank, tale afholdt 20. januar.

Pressemeddelelser

7. JULI 2011: RENTEFORHØJELSE

Nationalbankens udlånsrente og renten på indskudsbeviser forhøjes med 0,25 procentpoint til henholdsvis 1,55 pct. og 1,20 pct. Foliorenten og diskontoen forhøjes ligeledes med 0,25 procentpoint til henholdsvis 1,10 pct. og 1,25 pct. Forhøjelsen har virkning fra 8. juli 2011.

Renteforhøjelsen har baggrund i, at Den Europæiske Centralbank, ECB, har forhøjet renten ved sine primære markedsoperationer med 0,25 procentpoint til 1,50 pct.

Nationalbankens rentesatser er herefter:

Udlånsrenten: 1,55 pct.

Renten på indskudsbeviser: 1,20 pct.

Foliorenten: 1,10 pct.

Diskontoen: 1,25 pct.

25. AUGUST 2011: RENTENEDSÆTTELSE

Med virkning fra 26. august 2011 nedsættes Nationalbankens rente på indskudsbeviser med 0,10 procentpoint til 1,10 pct., og foliorenten nedsættes med 0,10 procentpoint til 1,0 pct. Udlånsrenten fastholdes på 1,55 pct., og diskontoen fastholdes på 1,25 pct.

Rentenedsættelsen sker efter Nationalbankens køb af valuta i markedet. De korte markedsrenter i euro er faldet, og spændet til de tilsvarende danske renter har givet tendens til styrkelse af kronen.

Nationalbankens rentesatser er herefter:

Udlånsrenten: 1,55 pct.

Renten på indskudsbeviser: 1,10 pct.

Foliorenten: 1,0 pct.

Diskontoen: 1,25 pct.

15. SEPTEMBER 2011: RENTENEDSÆTTELSE

Med virkning fra 16. september 2011 nedsættes Nationalbankens rente på indskudsbeviser med 0,10 procentpoint til 1,0 pct., og foliorenten nedsættes med 0,10 procentpoint til 0,90 pct. Udlånsrenten fastholdes på 1,55 pct., og diskontoen fastholdes på 1,25 pct.

Rentenedsættelsen sker efter Nationalbankens køb af valuta i markedet. De korte markedsrenter i euro er faldet, og spændet til de tilsvarende danske renter har givet tendens til styrkelse af kronen.

Nationalbankens rentesatser er herefter:

Udlånsrenten: 1,55 pct.

Renten på indskudsbeviser: 1,0 pct.

Foliorenten: 0,90 pct.

Diskontoen: 1,25 pct.

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 14. september 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: Udlån	Indskudsbeviser	Folio	Diskonto	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	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50	2006	3,81	3,95	5,24	441,48
2007	4,25	4,25	4,00	4,00	4,00	2007	4,65	4,48	5,61	464,14
2008	3,75	3,75	3,50	3,50	2,50	2008	4,20	3,31	6,21	247,72
2009	1,20	0,95	0,85	1,00	1,00	2009	0,85	3,62	5,19	336,69
2010	1,05	0,70	0,60	0,75	1,00	2010	0,87	2,98	4,53	457,58
2010 8 jan	1,15	0,90	0,80	1,00	1,00	aug 10	0,62	2,16	4,09	396,38
15 jan	1,05	0,80	0,70	0,75	1,00	sep 10	0,55	2,35	4,15	416,96
26 mar	1,05	0,70	0,60	0,75	1,00	okt 10	0,90	2,61	4,31	424,20
20 maj	1,05	0,60	0,50	0,75	1,00	nov 10	0,80	2,82	4,47	424,77
27 maj	1,05	0,50	0,40	0,75	1,00	dec 10	0,87	2,98	4,53	457,58
15 okt	1,05	0,60	0,50	0,75	1,00	jan 11	0,84	3,15	4,65	462,11
29 okt	1,05	0,70	0,60	0,75	1,00	feb 11	0,82	3,17	4,71	473,64
2011 8 apr	1,30	0,95	0,85	1,00	1,25	mar 11	0,92	3,39	5,23	467,15
8 jul	1,55	1,20	1,10	1,25	1,50	apr 11	1,02	3,27	5,19	462,81
26 aug	1,55	1,10	1,00	1,25	1,50	maj 11	1,04	3,03	5,11	456,25
	|	|	|	|	|	jun 11	1,15	2,98	5,16	431,06
						jul 11	1,22	2,80	5,04	420,54
14 sep	1,55	1,10	1,00	1,25	1,50	aug 11	1,36	2,35	4,88	359,41

[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
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
jun 11	456,8	62,4	252,2	93,7	13,4	13,9	93,3
jul 11	456,9	61,8	229,5	101,8	15,3	0,6	116,5
aug 11	475,7	60,5	265,9	82,9	17,2	0,8	99,3

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
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
jun 11	10,1	14,2	-4,0	0,0	0,6	0,6	0,9	-0,5	-3,0	93,3
jul 11	38,2	15,8	22,4	0,0	0,5	0,5	-0,1	0,3	23,2	116,5
aug 11	-14,8	14,4	-29,2	11,2	0,5	11,7	-1,3	1,7	-17,2	99,3

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
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	6.077,2	146,0	3.671,9	46,3	85,1	1.448,4	1.678,0	-267,5
apr 11	6.053,1	145,5	3.660,1	49,6	83,6	1.463,0	1.683,1	-258,9
maj 11	6.054,5	143,6	3.638,3	58,6	79,7	1.465,2	1.712,0	-244,5
jun 11	5.977,4	147,4	3.649,4	60,0	78,9	1.458,7	1.714,3	-250,0
jul 11	6.062,9	148,5	3.632,0	57,8	87,1	1.462,8	1.729,9	-254,5
	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	...
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	...
maj 11	...	5,0	-1,1	-11,7	13,4	2,6	-0,4	...
jun 11	...	4,7	-1,9	10,9	-0,8	1,8	-0,2	...
jul 11	...	3,4	-1,7	24,4	7,7	1,4	0,5	...

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
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	102,6	1.107,9
maj 11	52,3	756,0	808,3	141,7	17,2	967,2	41,4	112,7	1.121,5
jun 11	52,4	735,0	787,4	141,5	16,9	945,8	50,7	119,1	1.115,8
jul 11	52,0	749,7	801,7	146,7	16,9	965,3	57,1	136,3	1.159,0
	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
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	...	...	-8,0
maj 11	...	...	-3,9	...	...	-5,5	...	...	-8,7
jun 11	...	...	-4,9	...	...	-4,8	...	...	-8,5
jul 11	...	...	-5,1	...	...	-5,4	...	...	-10,8

[1] Seddel og møntomløb eksklusive pengeinstitutternes beholdning.

UDVALGTE POSTER FRA PENGEINSTITUTTERNES BALANCE — Tabel 6

Ultimo	Balance-sum	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
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	1.541,5
sep 10	4.526,8	910,0	1.362,2	570,9	504,6	1.213,5	1.293,1	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	4.079,9	833,4	1.300,3	560,8	488,9	1.160,6	1.050,1	1.476,2
feb 11	4.024,0	832,0	1.280,1	558,7	485,2	1.134,6	999,6	1.465,0
mar 11	3.976,7	796,4	1.300,1	565,0	482,7	1.133,3	996,5	1.442,9
apr 11	3.930,9	728,2	1.286,8	559,8	478,6	1.127,4	903,2	1.443,6
maj 11	3.910,3	741,0	1.258,7	556,2	462,0	1.112,7	831,7	1.496,1
jun 11	3.871,7	732,1	1.273,5	564,6	463,4	1.131,6	950,0	1.461,1
jul 11	3.925,2	724,3	1.254,0	560,5	449,4	1.146,8	937,9	1.493,2
	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
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	6,1
sep 10	...	15,8	-2,1	0,4	-3,4	-2,1	13,1	5,0
okt 10	...	6,0	-0,6	0,2	-4,2	-6,6	11,5	3,5
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	-3,3	-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	-21,2	1,8
apr 11	...	-20,5	-3,5	0,0	-9,4	-5,2	-21,4	0,2
maj 11	...	-22,7	-7,0	-0,5	-12,3	-8,5	-29,5	2,8
jun 11	...	-20,2	-8,3	-0,9	-12,8	-11,3	-21,2	2,8
jul 11	...	-22,6	-7,9	-0,5	-12,0	-7,8	-18,6	0,3

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
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
maj 11	3.227,5	453,5	2.363,0	1.754,5	542,7	305,7	515,0	2.503,8
jun 11	3.266,8	508,2	2.365,1	1.754,5	544,3	295,6	528,5	2.509,4
jul 11	3.256,6	481,8	2.368,2	1.756,3	545,4	300,7	530,9	2.516,0
	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
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
maj 11	...	-1,4	2,5	1,8	4,9	5,6	3,7	0,5
jun 11	...	-2,9	2,2	1,4	5,0	-6,3	-0,2	-1,2
jul 11	...	0,8	2,1	1,3	5,0	-4,8	3,0	0,0

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN TIL INDLÆNDINGE — Tabel 8

Ultimo	Samlet udlån			Pengeinstitutternes udlån			Realkreditinstitutternes udlån		
	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv mv.	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv mv.	I alt	Husholdninger mv.	Erhverv mv.
	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
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	3.674,4	2.313,4	1.263,1	1.319,7	565,0	712,5	2.354,7	1.748,4	550,5
apr 11	3.660,7	2.311,5	1.254,8	1.304,4	559,8	704,5	2.356,3	1.751,7	550,3
maj 11	3.639,3	2.310,7	1.234,8	1.276,3	556,2	680,6	2.363,0	1.754,5	554,3
jun 11	3.656,2	2.319,1	1.237,2	1.291,1	564,6	681,2	2.365,1	1.754,5	556,0
jul 11	3.639,7	2.316,9	1.222,8	1.271,6	560,5	665,6	2.368,2	1.756,3	557,2
	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
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	-0,2	1,2	-2,0	-4,9	-0,3	-7,4	2,7	1,7	5,9
apr 11	0,0	1,5	-1,7	-4,3	0,0	-6,3	2,5	2,0	4,9
maj 11	-1,3	1,2	-5,0	-7,7	-0,5	-11,7	2,5	1,8	4,8
jun 11	-2,1	0,9	-6,6	-8,9	-0,9	-14,3	2,2	1,4	5,0
jul 11	-1,7	0,8	-5,4	-7,9	-0,5	-12,6	2,1	1,3	4,9

Anm.: Inklusive udlån i danske pengeinstitutters enheder i udlandet. "Erhverv mv." inkluderer ikke-finansielle selskaber, pensions- og forsikringsselskaber, andre finansielle formidlere og finansielle hjælpeenheder (men ikke penge- og realkreditinstitutter), samt ukendt sektor.

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
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
maj 11	64,1	634,9	1.666,1	1.200,2	2.365,1	230,7	754,0
jun 11	62,2	634,0	1.670,4	1.202,8	2.366,7	231,3	757,1
jul 11	62,2	632,3	1.675,5	1.205,1	2.370,0	230,4	759,3

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
2. kvt. 11	4,0	5,3	4,3	1,6	1,1	1,2	0,8	1,1
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	5,2	4,4	1,5	1,0	1,1	0,8	1,1
maj 11	4,1	5,3	4,4	1,6	1,1	1,2	0,8	1,2
jun 11	4,0	5,3	4,4	1,6	1,1	1,2	0,9	1,1
jul 11	4,1	5,5	4,5	1,7	1,2	1,3	0,9	1,3

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
2. kvt. 11	-8,5	0,9	0,0	-4,4

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	289,6	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	1.287,1	768,7	385,2	299,0	653,0	235,2	25,2
jul 10	1.045,0	630,5	322,7	276,2	452,3	203,7	27,0
aug 10	1.067,7	662,9	308,6	276,8	472,5	204,5	27,4
sep 10	1.115,3	677,1	320,3	282,0	539,0	209,8	27,2
okt 10	1.167,6	714,3	336,6	286,8	578,1	214,7	27,1
nov 10	1.223,8	730,8	377,1	291,1	606,4	219,1	27,5
dec 10	1.287,1	768,7	385,2	299,0	653,0	235,2	25,2
jan 11	1.299,2	773,5	390,1	299,6	652,9	237,6	26,5
feb 11	1.313,1	789,3	397,0	301,1	658,3	243,1	26,7
mar 11	1.289,8	775,9	386,4	299,1	657,5	240,8	26,4
apr 11	1.294,8	775,1	386,0	298,4	662,5	240,1	25,8
maj 11	1.362,6	798,7	390,3	303,1	667,9	294,8	26,2
jun 11	1.347,9	784,4	380,3	301,0	655,2	294,7	26,3
jul 11	1.365,5	809,4	375,1	303,1	660,2	300,1	26,5

INDENLANDSKE VÆRDIPAPIRER FORDELT PÅ EJERS HJEMLAND Tabel 13

Ultimo	Obligationer mv.						Aktier	
	I alt		Heraf: Statspapirer		Heraf: 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
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	2.943,8	565,3	451,5	194,2	2.275,1	351,2	772,6	553,8
apr 11	2.791,1	577,5	463,0	199,7	2.114,2	355,4	781,3	554,4
maj 11	2.830,2	566,1	477,4	197,8	2.140,7	348,8	766,2	538,8
jun 11	2.821,3	594,8	475,4	201,6	2.137,4	375,8	716,9	512,8
jul 11	2.843,1	584,1	500,8	202,1	2.139,2	364,5	699,1	503,5

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	1.563	1.681	4.263	2.072	2.192	4.264
2007	902	188	1.453	1.723	4.265	2.249	2.016	4.265
2008	905	178	794	1.787	3.665	2.388	1.276	3.664
2009	925	171	1.004	1.923	4.023	2.509	1.514	4.023
2010	965	149	1.214	2.136	4.464	2.649	1.815	4.464
1. kvt. 10	933	164	1.087	2.010	4.194	2.546	1.647	4.193
2. kvt. 10	942	155	1.060	2.102	4.260	2.569	1.691	4.260
3. kvt. 10	941	155	1.101	2.177	4.374	2.594	1.781	4.375
4. kvt. 10	965	149	1.214	2.136	4.464	2.649	1.815	4.464
1. kvt. 11	951	148	1.172	2.117	4.388	2.629	1.759	4.388

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	812	148	3.083	4.043	1.581	139	4.429	-2.106	4.043
2007	886	133	2.923	3.942	1.727	118	4.284	-2.187	3.942
2008	1.022	104	1.781	2.907	1.931	109	2.513	-1.645	2.907
2009	1.021	104	2.153	3.279	1.885	138	2.955	-1.699	3.279
2010	1.131	119	2.561	3.811	1.922	142	3.645	-1.898	3.811
1. kvt. 10	1.028	112	2.357	3.497	1.922	137	3.235	-1.798	3.496
2. kvt. 10	1.062	105	2.281	3.447	1.963	129	3.149	-1.793	3.448
3. kvt. 10	1.079	111	2.318	3.507	1.954	132	3.264	-1.843	3.507
4. kvt. 10	1.131	119	2.561	3.811	1.922	142	3.645	-1.898	3.811
1. kvt. 11	1.109	125	2.472	3.707	1.845	158	3.537	-1.832	3.707

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	48,8	47,0	95,8	28,1	-32,2	91,6
aug 09 - jul 10	51,0	34,4	85,4	19,7	-30,3	74,8
aug 10 – jul 11	49,6	47,8	97,4	43,6	-30,7	110,4
jul 10	7,3	3,5	10,8	1,6	-2,3	10,0
aug 10	3,4	6,2	9,6	1,6	-2,4	8,8
sep 10	5,7	5,0	10,7	3,9	-2,5	12,1
okt 10	3,9	4,8	8,7	3,8	-2,3	10,3
nov 10	4,7	5,0	9,7	3,7	-2,1	11,3
dec 10	0,6	4,5	5,1	3,0	-2,2	5,9
jan 11	4,6	2,6	7,3	4,0	-3,8	7,4
feb 11	4,2	2,3	6,4	3,1	-3,6	6,0
mar 11	7,0	2,9	9,9	0,7	-3,2	7,4
apr 11	4,2	4,7	8,9	3,0	-2,1	9,8
maj 11	3,2	3,3	6,5	6,3	-2,1	10,7
jun 11	3,5	3,8	7,3	5,3	-2,0	10,6
jul 11	4,6	2,6	7,2	5,3	-2,5	10,0

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	-31,5	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	92,3	-17,7	-10,2	-5,8	73,5	-113,8	26,5
aug 09 – jul 10	75,4	-39,5	27,1	-16,9	154,1	-97,2	102,9
aug 10 – jul 11	111,1	-55,5	17,6	25,2	-28,1	-34,7	35,6
jul 10	10,1	-9,5	4,5	19,1	-2,7	-27,4	-6,0
aug 10	8,8	1,5	2,7	-22,9	3,7	9,5	3,3
sep 10	12,2	-8,3	4,3	-69,3	88,5	-25,1	2,3
okt 10	10,3	29,2	-11,6	15,0	-50,9	0,9	-7,1
nov 10	11,4	-11,1	26,0	-65,4	35,4	5,6	2,0
dec 10	6,0	14,5	-43,5	97,1	-43,8	-30,1	0,1
jan 11	7,5	-9,5	-6,5	19,4	-28,0	18,4	1,2
feb 11	6,1	-11,4	-2,0	16,9	-12,5	20,1	17,2
mar 11	7,5	-3,1	4,8	13,1	-9,3	-4,5	8,5
apr 11	9,9	-13,5	4,1	33,0	-9,5	-21,9	2,0
maj 11	10,8	-13,9	44,5	10,8	-50,4	0,7	2,5
jun 11	10,7	-22,1	4,6	21,0	18,3	-28,5	4,1
jul 11	10,0	-8,0	-9,6	-43,5	30,4	20,2	-0,4

[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	-32,0
2008	-59,1	141,2	11,4	-91,1	50,7	53,0
2009	-5,6	162,6	43,1	-83,4	-42,4	74,3
2010	79,0	-34,5	41,0	-57,0	-34,3	-5,8
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	0,7	2,5	-5,7	13,1
apr 11	1,5	16,0	8,7	12,7	-5,9	33,0
maj 11	7,2	7,5	-15,4	10,3	1,3	10,8
jun 11	13,1	-30,4	0,0	31,1	7,3	21,0
jul 11	-6,3	-28,6	0,7	-4,9	-4,4	-43,5

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	4.549
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	4.549
1. kvt. 11	835	403	745	1.021	8	49	959	32	454	4.506
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	515	291	520	1.451	•	40	1.520	39	5	4.381
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	515	291	520	1.451	•	40	1.520	39	5	4.381
1. kvt. 11	499	281	534	1.493	•	39	1.431	40	3	4.319
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	113	219	-420	39	5	-531	-7	428	168
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	113	219	-420	39	5	-531	-7	428	168
1. kvt. 11	337	122	211	-472	8	10	-472	-7	452	187

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	1.742,7	853,1	511,7	292,1	-6,3	1.650,5	882,8	790,6
2. kvt. 10	436,4	211,3	128,5	75,3	1,1	416,2	220,5	200,3
3. kvt. 10	438,9	208,7	127,6	72,4	0,3	409,1	231,2	201,3
4. kvt. 10	452,3	224,2	130,5	78,4	-4,0	429,1	230,2	207,1
1. kvt. 11	428,9	212,5	126,3	66,2	0,6	405,6	231,1	207,7
2. kvt. 11	449,0	217,0	129,6	74,3	4,4	425,3	239,0	215,3
	Realvækst i forhold til året før, pct.							
2006	3,4	3,6	2,8	14,2	...	5,2	9,0	13,4
2007	1,6	3,0	1,3	0,4	...	2,3	2,8	4,3
2008	-1,1	-0,6	1,6	-3,2	...	-1,2	2,8	2,7
2009	-5,2	-4,5	3,1	-14,3	...	-6,5	-9,7	-12,5
2010	1,7	2,3	0,7	-3,2	...	1,7	3,8	3,9
2. kvt. 10	2,2	1,9	1,8	1,5	...	3,7	3,2	6,6
3. kvt. 10	3,2	1,7	0,3	-0,9	...	2,5	6,1	4,7
4. kvt. 10	2,7	2,6	-0,6	3,2	...	2,1	7,7	6,9
1. kvt. 11	1,7	-0,8	-0,7	-1,5	...	0,2	10,6	8,4
2. kvt. 11	2,0	-0,2	0,0	-3,7	...	0,0	8,7	5,1
	Realvækst i forhold til sidste kvartal (sæsonkorrigeret), pct.							
2. kvt. 10	0,9	-0,5	0,3	6,3	...	2,1	2,0	4,6
3. kvt. 10	1,1	-0,1	-0,4	-0,6	...	-0,3	2,9	0,1
4. kvt. 10	-0,3	0,9	-0,4	0,5	...	0,0	0,8	1,5
1. kvt. 11	0,1	-0,9	-0,1	-7,2	...	-1,4	4,6	2,0
2. kvt. 11	1,0	-0,3	0,9	4,5	...	1,6	0,2	1,4

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	1,1
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	4,9	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
2. kvt. 11	2,9	9,0	4,9	1,5	2,8	2,0	1,3	1,3	6,0	-0,9

Anm.: Vægtfordelingen afspejler vægtgrundlaget januar 2009.

[1] Nettoprisindekset er renset for moms, afgifter og pristilskud.

[2] Kerneinflationen er afgrænset som stigningen i HICP ekskl. energi og fødevarer.

[3] Varer og tjenester ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser udgør 60,9 pct. af HICP's vægtgrundlag og 53,2 pct. af nettoprisindekset. Forskellen afspejler, at de samme varer og tjenester fylder forskelligt i de to indeks, og er ikke et udtryk for afgiftsindholdet i forbrugerpriserne.

[4] Opsplitningen af nettoprisindekset på import og IMI er baseret på Danmarks Statistiks input-output tabel.

[5] Import input omfatter et input af indirekte energiindhold.

[6] IMI udtrykker den indenlandske markedsbestemte inflation. For en detaljeret gennemgang af IMI, se Bo William Hansen og Dan Knudsen, Indenlandsk markedsbestemt inflation, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2005.

UDVALGTE MÅNEDLIGE ØKONOMISKE INDIKATORER — Tabel 22

	Arbejdsløshed Pct. af arbejdsstyrken		Mængdeindeks					Sammensat konjunkturindikator for		
	Brutto[1]	Netto	Industri[2]	Detailhandel	Tvangsauktioner	Nyregistreringer af personbiler	Forbrugertillidsindikator	Industri	Byggeog anlægsvirksomhed	Service[3]
			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	4,9	3,6	88,2	97,0	4.140	112.249	-5,0	-17	-44	-13
2010	6,2	4,3	90,6	96,7	5.222	153.609	1,8	3	-35	4
					Sæsonkorrigeret					
aug 10	6,3	4,2	91,0	95,8	384	13.165	4,9	4	-32	4
sep 10	6,3	4,3	94,7	96,3	419	13.589	2,1	5	-28	5
okt 10	6,4	4,3	91,2	96,6	441	13.727	1,2	2	-32	5
nov 10	6,3	4,3	90,4	96,8	407	14.323	2,5	-2	-33	9
dec 10	6,3	4,2	89,8	96,2	420	13.851	1,8	-1	-31	3
jan 11	6,2	4,2	94,8	96,7	426	14.691	1,9	4	-32	8
feb 11	6,1	4,1	90,6	96,0	429	14.067	0,8	3	-21	10
mar 11	6,1	4,1	92,4	95,9	385	14.627	1,4	0	-16	7
apr 11	6,0	3,9	95,6	96,5	400	13.773	-0,1	9	-20	13
maj 11	6,1	4,1	98,7	95,2	394	14.978	0,9	12	-17	8
jun 11	6,1	4,1	93,9	94,7	351	14.186	3,0	4	-20	10
jul 11	6,1	4,1	96,9	93,7	386	14.039	-1,3	6	-18	9
aug 11	...	...	...	...	407	...	-1,8	5	-21	-1

[1] Inklusive aktiverede.
[2] Eksklusive skibsværfter.
[3] Omlagt maj 2011.

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	158,1	158,5	143,0	100,1
2009	2.866	2.016	162,9	163,2	145,7	88,1
2010	2.806	1.946	166,6	167,4	149,5	90,5
			Sæsonkorrigeret			
2. kvt. 10	2.815	1.953	166,0	167,1	148,9	91,1
3. kvt. 10	2.804	1.942	167,0	168,0	149,7	91,3
4. kvt. 10	2.798	1.942	167,7	169,1	150,6	90,9
1. kvt. 11	2.798	1.945	168,6	170,3	152,2	89,2
2. kvt. 11	2.804	1.953	169,1	170,9	152,6	...
			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	3,0	2,9	1,9	-12,0
2010	-2,1	-3,4	2,3	2,6	2,6	2,8
2. kvt. 10	-2,4	-4,0	2,2	2,6	2,6	3,6
3. kvt. 10	-1,4	-2,4	2,2	2,5	2,4	3,0
4. kvt. 10	-0,5	-0,8	2,2	2,5	2,3	2,9
1. kvt. 11	-0,4	-0,2	1,8	2,4	2,2	0,6
2. kvt. 11	-0,4	0,0	1,9	2,3	2,5	...

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
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
jun 11	745,81	518,67	839,89	81,73	95,21	617,16	6,4487
jul 11	745,60	522,76	842,79	81,63	95,80	634,03	6,5852
aug 11	744,98	519,42	849,80	81,29	95,66	665,74	6,7465

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	116,7	107,8
2009	107,8	262,4	247,2	114,9	120,6	108,1
2010	104,0	268,4	251,4	111,7	116,5	109,8
aug 10	102,8	269,0	251,5	110,7	...	109,9
sep 10	102,8	270,1	252,1	110,9	115,4	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	116,1	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	115,0	112,5
apr 11	104,7	276,5	258,2	112,2	...	113,1
maj 11	104,3	276,9	258,6	111,8	...	113,1
jun 11	104,5	276,3	258,5	111,9	116,4	113,1
jul 11	104,1	276,0	...	...	...	112,4
aug 11	104,2	...	...	...	...	...
		Ændring i forhold til året før, pct.				
2006	0,0	1,9	2,1	-0,1	0,5	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	3,3	0,3
2010	-3,6	2,3	1,7	-2,8	-3,4	1,6
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	-0,4	...	2,8
maj 11	1,0	3,1	2,9	0,4	...	2,7
jun 11	2,2	3,0	2,8	1,5	0,1	2,7
jul 11	1,1	2,9	...	...	...	2,5
aug 11	1,4	...	...	...	...	...

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.