



Danmarks
Nationalbank

Kvartalsoversigt
1. kvartal
Del 1

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



KVARTALSOVERSIGT, 1. KVARTAL 2012

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 16. marts 2012.

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

Indhold

Aktuelle økonomiske og monetære tendenser	1
---	---

Produktivitetsudviklingen i Danmark	41
---	----

Asger Lau Andersen og Morten Spange, Økonomisk Afdeling

Produktivitetsvæksten i dansk økonomi har været svag i de senere år – både i forhold til tidligere og i forhold til væksten i andre vestlige lande. Problemstillingen analyseres nærmere i Kvartalsoversigtens del 2. Denne oversigtsartikel giver en sammenfatning af hovedkonklusionerne. Det er vanskeligt at identificere den præcise årsag til den svage danske produktivitetsvækst. Målt på en række af de parametre, der normalt forbindes med produktivitetsvækst, såsom forskning og udvikling, uddannelse og arbejdsmarkedets indretning, ligger Danmark pænt placeret i internationale sammenligninger. Øget konkurrence og åbenhed over for samhandel med udlandet kan dog potentielt bidrage til en forbedret produktivitetsudvikling fremover. På uddannelsesområdet kan en opprioritering af specifikke fagområder, særligt samfundsvidenskab og naturvidenskab, medvirke til en øget produktivitet. Endelig er det vigtigt at fokusere på bevægeligheden og omstillingsevnen i dansk økonomi.

Modeller for bankers nedskrivninger i stresstest af det finansielle system	57
--	----

Kim Abildgren, Økonomisk Afdeling og Jannick Damgaard, Kapitalmarkedsafdelingen

Artiklen giver en ikke-teknisk sammenfatning af den artikel om modeller for bankernes nedskrivninger i makrostresstest, som bringes i Kvartalsoversigtens del 2. Med de gældende regnskabsprincipper er der en betydelig konjunktuel variation i pengeinstitutternes nedskrivningsprocenter. Nedskrivningerne er relativt høje i år med lavkonjunktur og pres på indtjeningen i pengeinstitutsektoren, mens de er relativt lave i år med høj vækst i økonomien og god indtjening hos pengeinstitutterne. I artiklen estimeres og sammenlignes to konkrete økonomiske modeller for institutternes nedskrivninger. Begge modeller giver en god beskrivelse af den historiske udvikling i nedskrivningerne og er i stand til at forklare de høje niveauer for nedskrivningsprocenterne under krisen i årene 2008 og frem. Artiklen diskuterer ligeledes begrænsningen ved brug af sådanne modeller til makrostresstest.

Nationalbankens indtjening og risiko under krisen 69

Søren Schrøder og Susanne Hougaard Thamsborg, Kapitalmarkedsafdelingen

De seneste års finansielle krise har påvirket Nationalbankens balance, indtjening og risiko. Valutareserven er femdoblet, og det pengepolitiske instrumentarium er udvidet. Bankens indtjening har været høj under krisen. Det skyldes ikke mindst kursgevinster på guld og obligationer, som ikke nødvendigvis vil gentage sig fremover. Bankens løbende renteindtægter er lave på grund af lave renter, og den større valutareserve kan give større udsving i indtjeningen fremover. Derfor risikerer Nationalbanken at få underskud. Under krisen er bankens samlede risiko steget. På grund af fastkurspolitikken over for euro er banken i sagens natur eksponeret over for statsgældskrisen i euroområdet. Nationalbankens samlede finansielle risici er fortsat begrænsede.

Nationalbankens og pengeinstitutternes likviditet 87

Lars Risbjerg, Økonomisk Afdeling og Thomas Sangill, Kapitalmarkedsafdelingen

Likviditetsforholdene i pengeinstitutterne strammer typisk til under finansielle kriser. Det er en kerneopgave for centralbanker at sikre, at institutterne kan få den nødvendige likviditet. Artiklen diskuterer, hvilke foranstaltninger centralbanker kan indføre for at understøtte institutternes likviditet, når de har vanskeligheder ved at optage lån som følge af dysfunktionelle penge- og kapitalmarkeder. Desuden beskrives forholdet mellem pengeinstitutternes likviditet og Nationalbankens tiltag i form af dels 3-årige lån, dels udvidelsen af belåningsgrundlaget med institutternes udlån af god bonitet.

Pensionsopsparing 99

Paul Lassenius Kramp, Økonomisk Afdeling, Jane Lee Lohff, Handelsafdelingen og Jens Pagh Maltbæk, Statistisk Afdeling

Pensionssystemet har været under forandring, med stadig stigning i omfanget af opsparingsbaserede pensionsordninger. Det har betydet, at ind- og udbetalingerne fra disse ordninger er steget kraftigt. Endvidere er husholdningernes pensionsformue fordoblet i løbet af de seneste 15 år. Udviklingen har bidraget til en markant balanceoppustning, hvor husholdningerne har øget deres aktiver og passiver. De store pensionsformuer placeret i pensionsselskaberne betyder, at pensionssektoren er blevet en af de største aktører på de finansielle markeder herhjemme. Den europæiske gældskrise medførte unormale finansielle markedsforhold, der i perioder gav pres på pensionsselskabernes økonomiske buffere. Udviklingen kunne føre til en selvforstærkende spiral, hvor faldende renter fører til unormalt efterspørgselspres på danske obligationer, som igen presser renterne yderligere ned. En sådan udvikling kunne få negative konsekvenser for pensionsopsparerne. For at imødegå dette blev dele af reguleringen tilpasset, bl.a. blev den såkaldte diskonteringskurve ændret i slutningen af 2011.

Nedskrivning af Grækenlands gæld og nyt låneprogram med EU og IMF	117
Uffe Mikkelsen og Søren Vester Sørensen, Økonomisk Afdeling	
Grækenlands første låneprogram med eurolandene og IMF fra maj 2010 har vist sig uholdbart, og landet har derfor indgået en ny låneaftale. Et væsentligt element i det nye program er, at den græske gæld restruktureres. Det indebærer, at private investorers andel af gælden nedskrives. Landets offentlige gæld vil dermed fremover primært være ejet af de internationale offentlige institutioner. Det nedbringer de umiddelbare økonomiske og finansielle risici ved en uordnet græsk statsbankerot. Til gengæld er de risici, der fortsat er forbundet med programmet, overført til de offentlige finanser i långiverlandene.	
Betalinger ved handel på internettet	127
Eva Wix Wagner, Betalingsformidlingskontoret	
Internethandlen i Danmark er steget betydeligt i de seneste år. For at opnå de fulde fordele ved denne handel er det væsentligt, at der kan betales sikkert og effektivt. I Danmark foretages langt de fleste køb på internettet med dankort, som er en nem og hurtig betalingsform, da der kun skal indtastes oplysninger, der fremgår af kortet. Det indebærer dog også en risiko for misbrug, der skyldes svindel med betalers identitet. Misbrug af dankort på internettet er i dag beskedent, men det bør løbende vurderes, om der er behov for at skærpe sikkerhedskravene.	
Aktuelle tendenser i den grønlandske økonomi	139
Anders Møller Christensen og Carina Moselund Jensen, Økonomisk Afdeling	
Den internationale økonomiske krise har ikke påvirket den grønlandske økonomi meget, bl.a. fordi bloktilskuddet fra Danmark og fiskeriets omfang er uafhængigt af den globale konjunktur. Byggeriet har været betydeligt, og der har været en stor aktivitet ved olie- og mineralefterforskning. Modstykket til denne efterforskning er dog primært en stor import af tjenesteydelser. Underskuddene på handelsbalancen har været meget store i de senere år som følge af en stigende import og en stagnerende eksport. Siden 2007 har der med undtagelse af et enkelt år været underskud på landskassens DAU-saldo, men det har endnu ikke ført til, at der er opstået en offentlig nettogæld, og bruttogælden er meget lav. I 2012 er der en betydelig risiko for, at den økonomiske aktivitet falder, da rejekvoterne er sat ned, og aktiviteten ved olieefterforskning aftager, antageligt midlertidigt.	
Udgivne Working Papers	153
Pressemeddelelser	155
Tabelafsnit	

Aktuelle økonomiske og monetære tendenser

SAMMENFATNING

Den globale økonomi blev svækket i sidste halvdel af 2011, især som følge af gældskrisen i flere europæiske lande. I euroområdet faldt bruttonationalproduktet, BNP, i 4. kvartal, men de økonomiske nøgletal viser tegn på stabilisering. I USA er der tegn på moderat vækst og en bedring af arbejdsmarkedet. Ledigheden i euroområdet stiger derimod fortsat, men med store forskelle på tværs af landene. Inflationen aftager i øjeblikket som følge af bortfald af år til år-effekterne af tidligere stigninger i energipriserne, men den seneste tids stigning i olieprisen udgør en risiko i den henseende. Rentespændene er faldet efter de seneste foranstaltninger fra Den Europæiske Centralbank, ECB, som i et betydeligt omfang har dæmpet markedets bekymringer om banksektoren og statsgælden i en række eurolande.

Vækstudsigterne er afdæmpede. De seneste konsensususkøn og prognoser fra de internationale organisationer indregner, at BNP i euroområdet fortsat falder lidt i første del af 2012, mens de øvrige avancerede økonomier ventes at have moderate vækstrater. Der er en betydelig finanspolitisk konsolidering undervejs i Europa for at genoprette tilliden til de offentlige finanser og skabe forudsætningen for holdbar vækst. Pengepolitikken er derimod meget lempelig og understøtter den økonomiske aktivitet i de avancerede økonomier.

Aktiviteten herhjemme steg i 2011 med 1,0 pct. I år er der udsigt til en vækst i samme størrelsesorden. De kommende år ventes væksten øget til lidt over 1,5 pct.

Husholdningerne og virksomhederne konsoliderer sig fortsat. Den høje private opsparing akkumulerer imidlertid over tid, og på et tidspunkt vil formuen nå et niveau, som husholdninger og virksomheder finder passende. En efterfølgende normalisering af den i øjeblikket lave forbrugskvote vil have et betydeligt vækstpotentiale, da det private forbrug udgør omkring halvdelen af BNP.

På trods af fortsat lave renter ligger boligmarkedet underdrejet, drevet af selvforstærkende forventninger til yderligere prisfald. Det er ikke muligt præcis at forudsige tidspunktet for, hvornår markedet vender, men når det indtræffer, kan det medvirke til en kraftigere fremgang i den samlede indenlandske efterspørgsel.

Den fortsatte konsolidering af de offentlige finanser og reduktionen af de offentlige investeringer i 2013 til et normalt niveau kan vise sig at komme på et godt tidspunkt i forhold til konjunkturen. Herudover er det vigtigt, at det lagte reformspor for arbejdsmarkedet videreføres.

INTERNATIONAL ØKONOMI OG FINANSIELLE MARKEDER

Konjunkturudviklingen

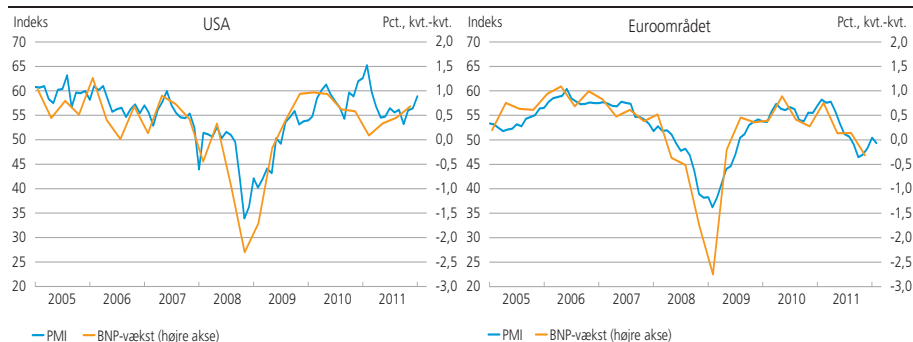
Den globale vækst blev svækket i sidste halvdel af 2011 især som følge af gældskrisen i flere europæiske lande. BNP i euroområdet faldt 0,3 pct. i 4. kvartal efter et svagt 3. kvartal med vækst på 0,1 pct. Udviklingen i euroområdet dækkede i nogen grad over forskelle på tværs af lande. Den tyske økonomi er fortsat præget af fremgang, selv om der var negativ vækst i 4. kvartal efter stærk vækst i de foregående kvartaler. Omvendt forventes fortsat fald i aktiviteten i Spanien og Italien efter et fald i BNP i 4. kvartal på henholdsvis 0,3 og 0,7 pct.

For USA er den økonomiske aktivitet tiltaget i løbet af 2. halvår efter et svagt 1. halvår 2011. Den amerikanske økonomi udviste således robust fremgang i både 3. og 4. kvartal, navnlig som følge af fremgang i privatforbruget. Det stærke privatforbrug skyldtes bl.a., at bilsalget er steget. I Japan faldt BNP i 4. kvartal med 0,6 pct., hvilket hovedsageligt skyldtes et fald i eksporten. I vækstøkonomierne aftog fremgangen også, men er fortsat på et solidt niveau.

Flere indikatorer tyder på, at nedgangen i den globale økonomiske vækst ikke fortsætter, jf. figur 1. Det gælder bl.a. i euroområdet, hvor PMI-tallet i januar og februar var på et niveau, der signalerer omtrent

PMI OG BNP-VÆKST I USA OG EUROOMRÅDET

Figur 1



Anm.: De såkaldte Purchasing Managers Index, PMI, er en sammensat indikator baseret på rundspørger for henholdsvis fremstillings- og servicesektoren, hvor erhvervsledere vurderer den aktuelle situation i forhold til den foregående måned. En værdi over (under) 50 indikerer fremgang (tilbagegang) i aktiviteten i forhold til den foregående måned. For USA anvendes et vægtet gennemsnit af ISM-index for fremstillings- og ikke-fremstillingssektorerne baseret på værditilvæksten i 2010.

Kilde: Markit og Reuters EcoWin.

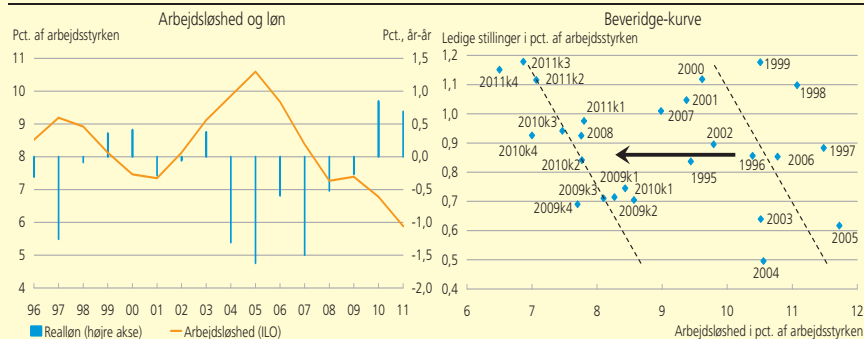
TYSKLANDS ARBEJDSMARKED

Boks 1

Den tyske arbejdsløshed er siden 2005 faldet støt med en mindre undtagelse ved udbruddet af den finansielle krise i efteråret 2008. Udviklingen især efter krisen er bemærkelsesværdig, når den stigende arbejdsløshedsprocent i resten af euroområdet tages i betragtning.

ARBEJDSLØSHED, LØNNINGER OG BEVERIDGE-KURVEN FOR TYSKLAND

Figur 2



Kilde: Reuters EcoWin.

Det markante fald i arbejdsløsheden siden 2005 er primært forårsaget af, at der i Tyskland i perioden 2003-05 blev gennemført en række social- og arbejdsmarkedsreformer – de såkaldte Hartz-reformer. De første tre Hartz-reformer indebar bl.a. en effektivisering af arbejdsformidlingen og skærpede rådighedskrav til de ledige. Desuden blev reglerne vedr. vikararbejde og såkaldte minijobs lempet med det formål at forbedre indslusningen af folk på arbejdsmarkedet. Hartz IV-reformen medførte en nedsættelse af den gennemsnitlige arbejdsløshedsunderstøttelse samtidig med en forkortelse af understøttelsesperioden. Resultatet af reformerne kan anskueliggøres ved hjælp af den såkaldte Beveridge-kurve, der viser sammenhængen mellem arbejdsløshedsprocenten og ledige stillinger i procent af arbejdsstyrken. Ved at øge de lediges incitament til at søge arbejde opnås en lavere ledighed for et givet antal ledige stillinger. Kurven har foretaget et skifte indad siden 2005, jf. figur 2 (højre), hvilket er et tegn på, at den strukturelle ledighed er faldet.

Ud over reformerne betød en forbedret fleksibilitet på arbejdsmarkedet, at effekten af den finansielle krise på den tyske arbejdsløshedsprocent var begrænset. Arbejdsløsheden i procent af arbejdsstyrken steg kun svagt fra efteråret 2008 til sommeren 2009. Medvirkende hertil har været, at *Kurzarbeit*-initiativet muliggjorde, at flere arbejdere beholdt deres job og dermed kontakten til arbejdsmarkedet under krisen. For at undgå øget ledighed gik de ansatte ned i timer, og staten kompenserede ca. to tredjedele af den tabte indkomst. Initiativet virkede, fordi det var de samme brancher, der oplevede tilbagegang, som efterfølgende har oplevet fremgang.

Reduktionen af den strukturelle ledighed kombineret med en afdæmpet efterspørgsel efter arbejdskraft medførte en moderat tysk lønudvikling siden midten af 1990'erne. Det har resulteret i faldende realløn siden slutningen af 1990'erne i forhold til de øvrige lande i euroområdet. Da produktivitetsudviklingen har været nogenlunde parallel med de øvrige eurolande er de tyske virksomheders konkurrenceevne forbedret. De lave lønstigninger modsvares af en svag udvikling i privatforbruget, som siden 2000 blot er steget med 5 pct. sammenlignet med en stigning på 15 pct. for det øvrige euroområde og Danmark.

¹ I et diskussionspapir af den tyske Bundesbank er effekten af Hartz IV-reformerne anslået til at have reduceret den strukturelle ledighed med 2,8 procentpoint (Michael U. Krause og Harald Uhlig, Transitions in the German labor market: Structure and crisis, Deutsche Bundesbank, Discussion Paper, Serie 1: Economic Studies, nr. 34, 2011.).

uændret aktivitet. For USA tyder de seneste økonomiske nøgletal på, at den moderate vækst fortsætter på tværs af sektorer.

Som følge af afmatningen i den økonomiske aktivitet er ledigheden igen stigende i det meste af euroområdet, og beskæftigelsen faldt for første gang i ca. halvandet år i 3. kvartal 2011. Ledigheden udgjorde i januar 10,7 pct. af arbejdsstyrken. Tyskland er dog en væsentlig undtagelse med en støt faldende ledighed igennem opsvinget. Det er bl.a. resultatet af gennemgribende arbejdsmarkedsreformer i årene forud for krisen og god lønkonkurrenceevne, jf. boks 1. Desuden havde Tyskland i årene før krisen ikke en overophedet økonomi og strammede finanspolitikken i rette tid.

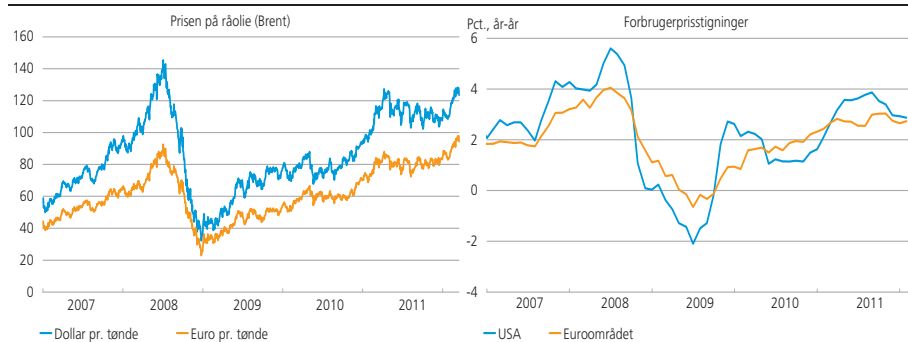
I USA er arbejdsmarkedet i bedring med en positiv udvikling i beskæftigelsen hen mod slutningen af 2011 og begyndelsen af 2012. Ledigheden faldt i januar til 8,3 pct., men langtidsledigheden er fortsat betydelig, og arbejdsmarkedsdeltagelsen er lavere end i begyndelsen af 2011.

Inflationen er de seneste måneder aftaget i euroområdet og USA som følge af bortfald af effekterne fra de kraftige olieprisstigninger i slutningen af 2010 og begyndelsen af 2011. I euroområdet toppede årsstigningstakten i HICP i oktober på 3 pct. og var i februar 2,7 pct., jf. figur 3.

De seneste måneders stigninger i olieprisen giver imidlertid risiko for højere inflation. Prisen på en tønde olie (Brent) er steget til over 120 dollar som følge af den store underliggende efterspørgsel fra vækstøkonomierne og udbudsbegrænsninger bl.a. som følge af restriktioner over for Iran. Kombineret med svækkelsen af euroen over for dollar har det betydet, at prisen på en tønde olie målt i euro er tilbage på et niveau (over 90 euro), som kortvarigt blev nået i sommeren 2008, da olieprisen nåede over 140 dollar. Det høje niveau for olieprisen er bemærkelsesværdigt i lyset af afmatningen i den globale økonomi, og yderligere stigninger vil udgøre en risiko for væksten, jf. nedenfor.

PRIS PÅ RÅOLIE OG FORBRUGERPRISSTIGNING I USA OG EUROOMRÅDET

Figur 3



Kilde: Reuters EcoWin.

De finansielle markeder

De finansielle forhold blev mærkbart forværret i efteråret som følge af usikkerheden vedrørende holdbarheden af statsgælden i de mest gældsplagede eurolande. Det førte til uro omkring bankerne i euroområdet. Der opstod et negativt samspil mellem euroområdets statsgældsmarkeder og banker. Stigningerne i renter på statsobligationer indebar nedskrivninger på bankernes beholdninger af statsobligationer. Dermed fik bankerne en svagere kapitalstilling og sværere ved at hente likviditet på pengemarkederne. Usikkerheden omkring bankerne øgede yderligere bekymringerne om holdbarheden af den offentlige gæld i de mest gældsplagede lande, og rentestigningerne på statsgælden blev dermed forstærket. Dette samspil førte endvidere til, at pengemarkederne i euroområdet blev svækket, og europæiske bankers adgang til dollarlikviditet tørrede ud.

ECB gennemførte derfor en række foranstaltninger for at øge bankernes adgang til likviditet, jf. afsnittet om penge- og valutaforhold. Disse kom oven på en koordineret indsats i november fra centralbankerne i de største avancerede økonomier (Canada, Storbritannien, Japan, Schweiz, USA og euroområdet) for at sikre bankernes adgang til likviditet i fremmed valuta.

Foranstaltningerne havde en gunstig virkning på de finansielle markeder og brød tilsyneladende i et betydeligt omfang det negative samspil. Navnlig tillægges ECB's introduktion af den 3-årige udlånsfacilitet og lempelse af kravene til sikkerhedsstillelsen for likviditet stor betydning for den vending, der blev set på de finansielle markeder siden december, ved at mindske usikkerheden omkring bankernes finansieringssituation. Dertil kom, at de nye regeringer i Italien og Spanien igangsatte markante finanspolitiske konsolideringer, hvilket bidrog til at skabe ro omkring holdbarheden af deres offentlige finanser. Derudover blev der indgået aftaler, som indebar, at Grækenland fik et nyt låneprogram, jf. nedenfor.

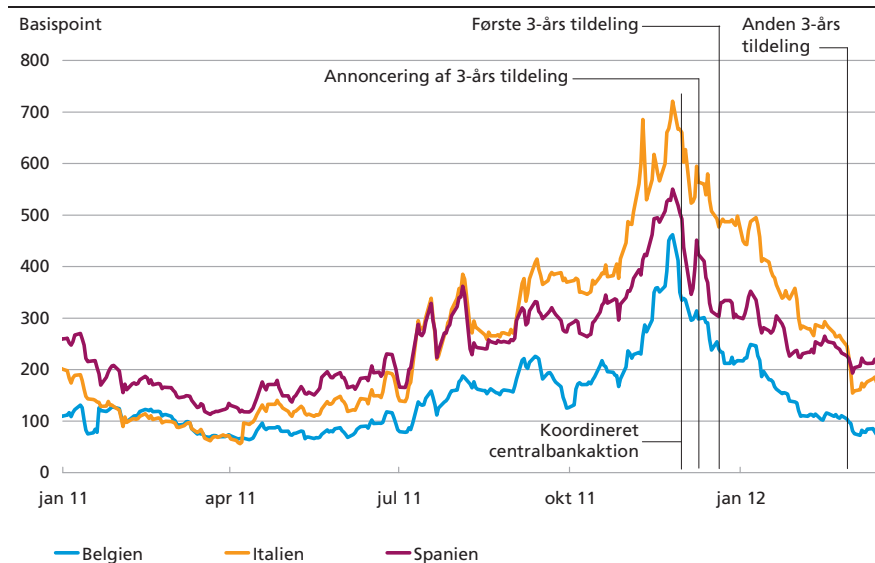
Samlet set førte det til en betydelig opblødning på de finansielle markeder, som især kunne ses i rentespændene på 2-årige statsobligationer i euroområdet, jf. figur 4.

Rentspændene så ikke ud til at være påvirket af nedgraderingen af en bred kreds af eurolande i januar og februar af de tre store kreditvurderingsbureauer (Fitch, Moody's og Standard & Poors, S&P). S&P nedgraderede i januar også eurolandenes midlertidige finansieringsfacilitet, EFSF, med et nøk til AA.

På trods af stabiliseringen af finansmarkederne er der fortsat udsigt til en yderligere opstramning af kreditforholdene i Europa. Den seneste udlånsundersøgelse fra ECB (en regelmæssig rundspørge blandt banker-

2-ÅRIGE STATSRENTESPÆND TIL TYSKLAND FOR UDVALGTE EUROLANDE

Figur 4



Kilde: Bloomberg.

nes kreditchef) viser en markant opstramning af bankernes kreditstandarder i 4. kvartal, og der ventes en yderligere opstramning i 1. kvartal 2012. Det afspejler de forringede makroøkonomiske udsigter og statsgældskrisen. En anden faktor, der kan påvirke bankernes udlånslyst, er det skærpede kapitalkrav, som European Banking Authority, EBA, har sat for de største europæiske banker den 1. juli som opfølgning på beslutninger fra Det Europæiske Råd. Ud over at øge kapitalen kan bankerne også søge at opfylde kravet ved at nedbringe aktiverne, herunder udlån. Den Internationale Valutafond, IMF, har udtrykt bekymring for, at det kan forstærke tendensen til stramning af kreditforholdene og dermed forværre afmatningen i euroområdet. I februar vurderede EBA på baggrund af en foreløbig analyse af bankernes planer vedr. opfyldelse af de strammere kapitalkrav, at disse formentlig ikke væsentligt vil bidrage til at reducere bankernes udlån.

Bankernes udlån til husholdninger og virksomheder er stagneret i euroområdet, og navnlig udlånet til forbrugere viser en nedadgående tendens. I USA var udlånsvæksten til virksomheder derimod positiv og stigende, og faldet i udlån til forbrugere er ophørt.

Aktiemarkedene rettede sig noget i den sidste del af 2011 og begyndelsen af 2012. I USA blev sidste års kursfald mere end reverseret. Aktierne i euroområdet er trods pæne stigninger i de seneste måneder derimod fortsat under niveauet fra sidste forår.

Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (European Systemic Risk Board, ESRB) har fungeret siden begyndelsen af 2011. ESRB har som formål at bidrage til at forebygge og reducere systemiske risici i det finansielle system i EU, dvs. risici, der kan sætte hele det finansielle system og den økonomiske udvikling under pres, som det er set før og under den nuværende krise. ESRB har til opgave at varsle risici og om nødvendigt udstede advarsler og henstillinger om tiltag, der kan begrænse disse risici. ESRB har siden sin dannelse vedtaget offentlige henstillinger med henblik på at begrænse de systemiske risici vedrørende udlån i fremmed valuta samt bankernes dollarfinansiering. Derudover har ESRB i januar 2012 henstillet, at alle medlemslandene i EU opretter myndigheder, der på det nationale plan har ansvaret for den makroprudentielle politik, og at denne myndighed får autoritet til at udføre makroprudentiel politik på nationalt initiativ eller som opfølgning på anbefalinger fra ESRB. Medlemslandene skal inden 30. juni 2013 give et endeligt svar til ESRB og Ecofin på, hvordan ESRB's henstilling om nationale makroprudentielle myndigheder imødekommes. ESRB henstiller, at tiltagene træder i kraft senest 1. juli 2013. I overensstemmelse med ESRB's henstilling har Nationalbanken opfordret regeringen til at nedsætte et makroprudentielt råd i Danmark med Nationalbanken som formand. Nationalbanken foreslår, at rådet bl.a. skal varetage overvågningen af systemiske risici samt udvikle og anbefale konkrete politiktiltag, hvorefter eksisterende myndigheder bruger deres beføjelser til at implementere rådets anbefalinger. Hvis en myndighed er uenig med rådet, kan den afvige fra rådets beslutning, hvis myndigheden offentligt forklarer baggrunden herfor.

Europa-Kommissionen har fremsat forslag om en europæisk skat på finansielle transaktioner, jf. boks 2. En sådan skat vil have negative virkninger på den finansielle stabilitet ved at nedsætte likviditeten på penge- og kapitalmarkederne. Det vil føre til højere renter, herunder på statsobligationer, større problemer med at realisere aktiver for banker og andre virksomheder under pres og mindre brug af risikoafdækning over for sving i bl.a. valutaer og råvarepriser.

Vækstudsigterne

De seneste konsensususkøn og prognoser fra de internationale organisationer indregner, at produktionen i euroområdet fortsat falder lidt i første del af 2012, mens de øvrige store avancerede økonomier ventes at undgå negative vækstrater. Konsensususkønnet (fra februar) viser således negativ vækst på 0,3 pct. i euroområdet i 2012, jf. tabel 1, på niveau med Europa-Kommissionens interimprognose fra februar, mens IMF i januar ventede et fald i BNP på 0,5 pct. De negative udsigter vedrører

SKAT PÅ FINANSIELLE TRANSAKTIONER

Boks 2

Europa-Kommissionen præsenterede 28. september 2011 sit direktivforslag om indførelsen af en fælleseuropæisk finansiell transaktionsskat. Forslaget skal ses i lyset af konklusionerne fra G20-ledernes møde i 2010 i Toronto, hvor man bl.a. blev enige om, at den finansielle sektor skal bidrage til finanskrisens omkostninger. På G20-niveau er der ikke enighed om en skat på finansielle transaktioner. Kommissionen har i stedet foreslået en skat på europæisk niveau til indførelse 1. januar 2014.

Ud over provenuskabelse er Kommissionens målsætning med den finansielle transaktionsskat at 1) øge og ensrette beskattningen af den finansielle sektor og 2) skabe mere robuste finansielle markeder, bl.a. gennem færre "spekulative" handler. Ifølge Kommissionens forslag skal handel med de fleste former for finansielle instrumenter beskattes, ligesom det vil omfatte handler på både regulerede markeder og "over-the-counter"-handler. Handel med derivater beskattes med 0,01 pct., mens øvrige handler, herunder handel med aktier og obligationer, beskattes med 0,1 pct. Beskattningen skal ske efter, hvor modparterne er hjemmehørende, ikke efter, hvor handlen sker. Kommissionen lægger op til, at handel i det primære marked og med centralbanker og internationale institutioner fritages for beskattning.

IMF anbefalede ikke en finansiell transaktionsskat i deres rapport til G20.¹ IMF begrundede det med, at en sådan skat ikke er målrettet mod finansielle institutioners størrelse, indbyrdes forbundenhed mv. og dermed ikke vil begrænse den primære kilde til systemiske risici.

Der er en række forhold forbundet med en sådan skat, der kan forringe den finansielle stabilitet. Selv mindre afgiftssatser vil nedsætte omsætning og likviditet på de finansielle markeder og negativt påvirke muligheden for at skaffe kapital og afdække risici. Et mindre likvidt marked vil gøre det vanskeligere for finansielle institutioner at sælge aktiver under pres. Det vil gøre markederne mindre robuste over for stød, hvilket indvirker negativt på den finansielle stabilitet. Transaktionsskatten kan også gøre de likviditetsstødpuder, man vil indføre med Basel III, mindre effektive. I et mindre likvidt marked er det sværere for en bank at trække på sin stødpude. En finansiell transaktionsskat vil desuden gøre det dyrere for bl.a. virksomheder at afdække risiko. Det kan føre til, at risikoafdækningen vil falde, og virksomheder og finansielle institutioner bliver mere sårbare over for markedsvolatilitet. Dertil kommer, at der ikke er belæg for at konkludere, at markedsvolatiliteten falder efter indførelsen af skatten.² En yderligere konsekvens af den lavere likviditet er øgede renter for stater, realkredit og virksomheder. Obligationer med lavere likviditet har generelt en højere markedsrente, da investorer kræver kompensation herfor.

Tidligere erfaringer med en finansiell transaktionsskat har vist, at de finansielle transaktioner i stort omfang flytter til steder, hvor der ikke er beskattning. Eksempelvis flyttede en stor del af den svenske aktiehandel fra Stockholm til London, efter at Sverige indførte en sådan. Samlet set er det Nationalbankens vurdering, at en afgift på finansielle transaktioner vil føre til større ustabilitet på de finansielle markeder i EU. Behovet for øget finansiell stabilitet adresseres omvendt gennem de aktuelle initiativer om styrket finansiell regulering, som Kommissionen har igangsat.

¹ Jf. Stijn Claessens, Michael Keen og Ceyla Pazarbasioglu, Financial Sector Taxation: The IMF's report to the G-20 and background material, september 2010.

² Se note 1.

KONSENSSUSSKØN, BNP-VÆKST FOR UDVALGTE ØKONOMIER					Tabel 1
Pct.	2012				2013
	Apr 11	Jul 11	Okt 11	Feb 12	Feb 12
USA	3,3	3,0	1,9	2,2	2,5
Euroområdet	1,7	1,6	0,6	-0,3	0,9
Tyskland	1,9	1,9	1,0	0,6	1,5
Frankrig	1,7	1,7	0,9	0,0	1,0
Italien	1,1	1,0	0,0	-1,4	0,1
Spanien	1,3	1,3	0,6	-1,3	0,3
Japan	2,7	3,1	2,2	1,8	1,4
Storbritannien	2,2	2,2	1,5	0,5	1,8

Anm.: Konsensus skønnene er gennemsnittet af en række førende bankers og analyseinstitutters økonomiske prognoser.
Kilde: Consensus Economics.

især Italien og Spanien, som i december annoncerede yderligere finanspolitiske stramninger, jf. nedenfor. For USA skønnes en vækst på godt 2 pct. i 2012, og forventningerne til den amerikanske økonomi er forbedret siden efteråret på baggrund af de stærkere økonomiske nøgletal.

Der er flere faktorer, der kan føre til en svagere end ventet vækst. Den mest udprægede risikofaktor er en decideret kreditklemme i euroområdet, hvor bankerne som følge af påvirkningen fra statsgældskrisen i samspil med skærpede kapitalkrav søger at nedbringe deres udlån.

Et andet væsentligt risikomoment er olieprisen. Såfremt olieprisen forbliver på det nuværende niveau eller stiger yderligere, vil det udgøre en bremse på væksten. En sådan udvikling kan opstå som følge af stigende efterspørgsel fra vækstøkonomierne og begrænset udbudskapacitet kombineret med fortsatte risici relateret til Iran. OECD har vurderet, at en stigning i olieprisen med 10 dollar pr. tønde råolie på kortere sigt fører til en nedgang i BNP-væksten i de avancerede økonomier på 0,2 procentpoint.¹

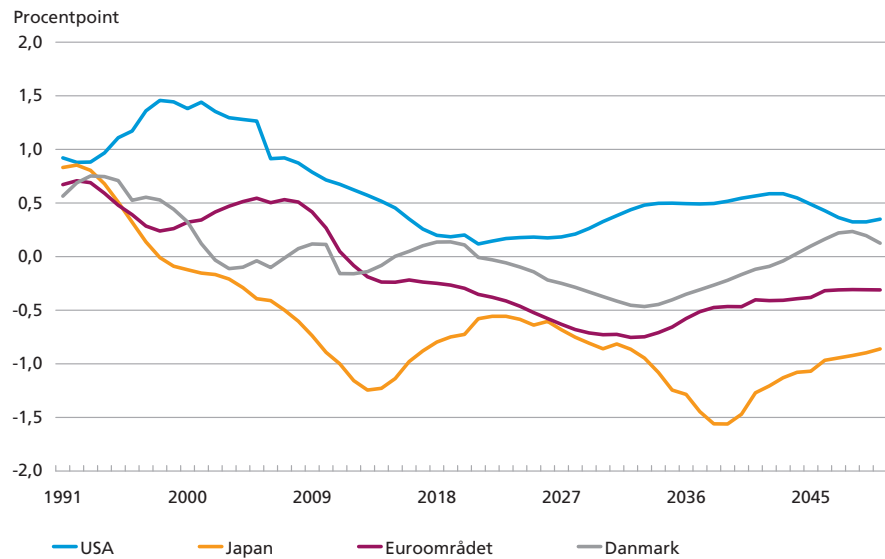
Omvendt kan en fortsættelse af den seneste tids positive tendenser på de finansielle markeder have positiv indvirkning på forbrug og investeringer i den private sektor.

Den demografiske udvikling trækker nu i retning af en lavere potentiel vækst i USA og euroområdet. Væksten i befolkningen mellem 20 og 64 år er faldet i de senere år, jf. figur 5, sammenfaldende med den økonomiske og finansielle krise. Antallet af personer inden for denne aldersgruppe ventes i euroområdet at aftage med 0,25 pct. om året efter at være vokset omtrent 0,5 pct. årligt i det foregående årti, dvs. en af-

¹ OECD, *Economic Outlook*, maj 2011.

VÆKST I ANTALLET AF 20-64-ÅRIGE

Figur 5



Kilde: FN.

dæmpning på 0,75 procentpoint over en kort årrække sammenfaldende med finanskrisen. Tilsvarende ses en opbremsning i befolkningsvæksten i USA. Det bidrager til, at vækstpotentialet i det kommende årti vil være mærkbart lavere end i perioden op til den økonomiske krise.

International økonomisk politik

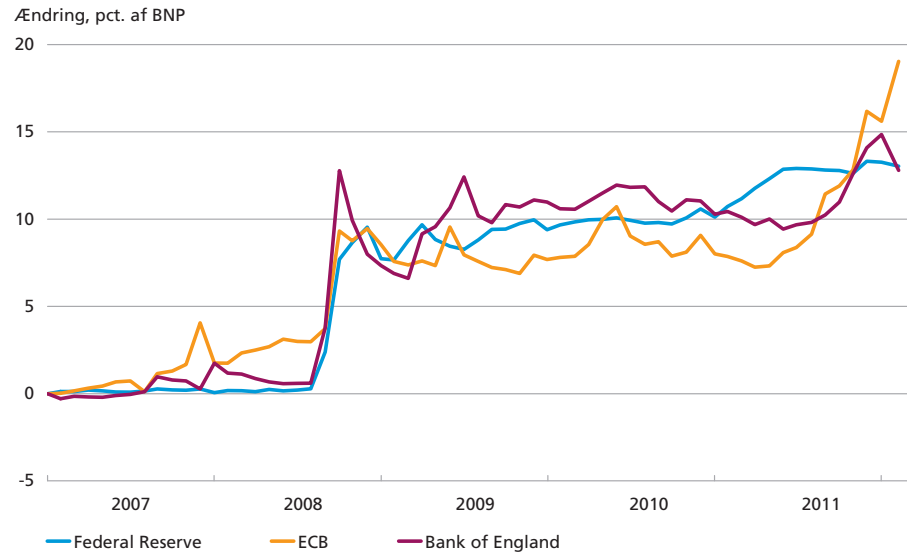
Som nævnt ovenfor annoncerede ECB i december en række foranstaltninger med henblik på at understøtte bankernes udlån og pengemarkedet. Herudover nedsatte ECB også politikrenten til 1 pct. Centralbankerne i andre lande har også lempet pengepolitikken som følge af de mere afdæmpede inflationsudsigter. I Sverige og Norge er de pengepolitiske renter reduceret med 0,5 procentpoint, og både Bank of England og Bank of Japan har udvidet deres opkøb af statsobligationer.

Inden for det seneste år er der sket en mærkbar stigning i ECB's balance, som nu udgør mere end 30 pct. af euroområdet's BNP. Udvidelsen skyldes de nye foranstaltninger, øget efterspørgsel efter pengepolitiske udlån hos ECB som følge af knaphed på likviditet på pengemarkederne samt opkøb af statsobligationer. Siden 2008 er balancen for alle tre centralbankers balancer udvidet betydeligt, med ca. 13 pct. af BNP i USA og Storbritannien og 19 pct. i euroområdet, jf. figur 6.

Udvidelsen af balancerne i USA og Storbritannien skyldes især køb af værdipapirer, herunder statsobligationer, de såkaldte kvantitative lempel-

ÆNDRINGER I CENTRALBANKERNES BALANCER I EUROOMRÅDET, USA OG STORBRITANNIEN

Figur 6



Kilde: Reuters EcoWin.

ser. ECB har i et mere begrænset omfang anvendt opkøb af obligationer med det formål at stabilisere den pengepolitiske transmissionsmekanisme.¹

Som følge af de svagere vækstudsigter og det aftagende inflationspres er det en udbredt forventning på de finansielle markeder, at de pengepolitiske renter vil være lave i længere tid. ECB reducerede som nævnt udlånsrenten i december. Federal Reserve, som har holdt den pengepolitiske rente på mellem 0 og 0,25 pct. siden december 2008, har tilkendegivet, at man venter at holde renten på et ekstraordinært lavt niveau til udgangen af 2014. Federal Reserve har derudover lanceret en mere åben kommunikationsstrategi. Medlemmerne af Federal Open Market Committee, FOMC, offentliggør nu på kvartalsbasis deres forventninger til den pengepolitiske rente ved slutningen af kalenderåret i de næste år samt på langt sigt. Derudover offentliggøres deres forventning til tidspunktet for den første renteforhøjelse. Renteforventningerne offentliggøres sammen med FOMC-medlemmernes øvrige makroøkonomiske fremskrivninger. FOMC har desuden officielt erklæret, at det naturlige prisstigningsniveau er 2 pct. målt ved deflatoren for det private forbrug, men at man ikke på samme måde kan definere et naturligt niveau for beskæftigelsen.

¹ For en nærmere diskussion af forskellene mellem målsætningen bag ECB's, Federal Reserves og Bank of Englands værdipapirindkøb henvises til Niels Blomquist, Niels Arne Dam og Morten Spange, Pengepolitiske strategier ved rentens nedre nulgrænse, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2011, Del 1.

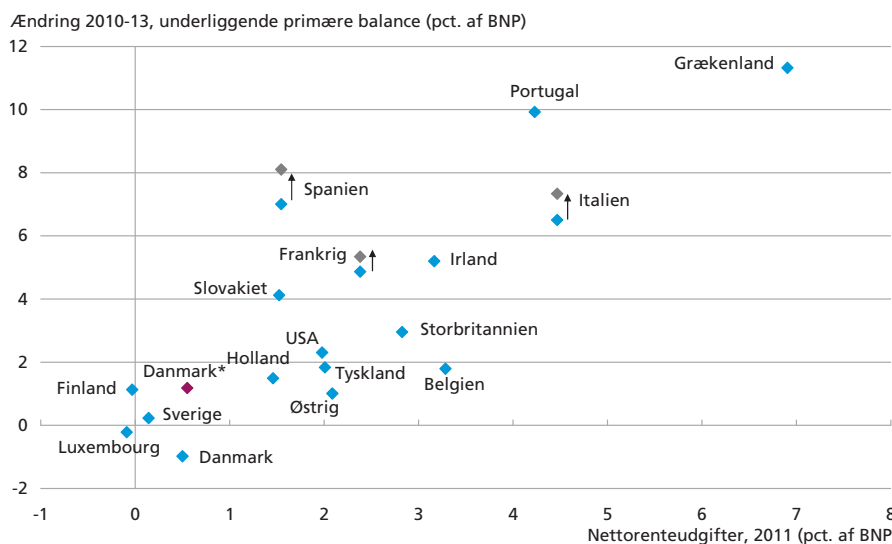
Bank of Japan har som noget nyt også defineret et konkret mål for prisstabilitet, en stigningstakt i forbrugerpriserne på 1 pct.

For at sikre holdbare offentlige finanser og genskabe markedernes tilid gennemføres og planlægges betydelige finanspolitiske konsolideringer i de avancerede økonomier. I euroområdet er der lagt op til væsentlige budgetstramninger på omkring 4 pct. af BNP fra 2010 til 2013. Landene med de største renteudgifter gennemfører de største finanspolitiske tilpasninger, jf. figur 7.

Italiens og Spaniens nye regeringer annoncerede ved udgangen af 2011 yderligere finanspolitiske stramninger for 2012 og frem. Spanien overskred dog sin målsætning om et budgetunderskud på 6 pct. af BNP i 2011 med 2,5 procentpoint primært på grund af budgetoverskridelser i regionerne. For Italien skønnes de seneste initiativer at være tilstrækkelige til at nå balance på den strukturelle saldo i 2013, dvs. korrigeret for konjunkturerne og særlige forhold. I Frankrig har en fremrykning af pensionsreformen og andre tiltag øget den planlagte konsolidering i 2012-16 med 1 pct. af BNP. Grækenland har vedtaget og er i færd med at gennemføre en meget stor finanspolitisk konsolidering fra et ekstra-

FINANSPOLITISK KONSOLIDERING I UDVALGTE LANDE

Figur 7



Anm.: OECD-skøn på underliggende primære balance og nettorenteudgifter baseret på information til og med 22. november 2011. De grå prikker angiver konsolideringen, når der tages højde for de nye tiltag. De seneste tiltag vedrørende Grækenland er ikke indarbejdet. Den underliggende primære balance er den offentlige balance justeret for konjunktur- og engangseffekter ekskl. nettorentebetalinger. Den røde prik for Danmark er baseret på Økonomi- og Indenrigsministeriets opgørelse (Økonomisk Redegørelse, december 2011), som viser en forbedring af den underliggende primære saldo på omkring 1,2 pct. af BNP i perioden 2010-13. Forskellen mellem Økonomi- og Indenrigsministeriets og OECD's opgørelse kan bl.a. henføres til forskellige metoder til beregning af budgettela-sticiteten, ligesom Økonomi- og Indenrigsministeriet særskilt korrigerer for bl.a. pensionsafkastskatten og Nordse-indtægter.

Kilde: OECD og Økonomi- og Indenrigsministeriet.

ordinært svagt udgangspunkt. Landets strukturelle og finanspolitiske udfordringer er imidlertid af en sådan karakter, at det i en længere år-række vil være afhængigt af støtte fra eurolandene og IMF. En forudsætning herfor er imidlertid, at den græske statsgæld er holdbar. Det har derfor været nødvendigt at gennemføre en nedskrivning af private kreditorers beholdninger af græske statspapirer, jf. artiklen "Nedskrivning af Grækenlands gæld og nyt låneprogram med EU og IMF" i denne udgave af Kvartalsoversigten. Det nye låneprogram er endvidere baseret på en aftale om fortsatte markante finanspolitiske og strukturelle reformer. Kombinationen af reformprogrammet og gældsnedskrivningen indebærer, at Grækenland ifølge de seneste fremskrivninger til 2020 forventes at have en offentlig gæld på under 120 pct. af BNP i forhold til det nuværende niveau på 160 pct. af BNP.

Eurolandene og en række andre EU-lande blev i slutningen af 2011 enige om at styrke det finanspolitiske samarbejde og tilføre IMF flere udlånsressurser. Med finanspagten forpligter de deltagende lande sig til at indføre en finanspolitisk regel i den nationale lovgivning, helst på grundlovsniveau. Reglen indebærer et loft for landenes årlige strukturelle offentlige budgetunderskud på 0,5 pct. af BNP. Den skal også indeholde en automatisk mekanisme til at korrigere eventuelle overskridelser i forhold til dette loft. Reglen har til formål at sikre en bedre opfyldelse af stabilitets- og vækstpagtens målsætning om, at de offentlige finanser skal være i balance eller udvise overskud.

I årene før krisen fokuserede man på – ud over overholdelsen af 3 pct.-kravet for den faktiske budgetsaldo – at sikre en løbende årlig forbedring af den strukturelle saldo på mindst 0,5 pct. af BNP som en hovedregel for lande, der ikke levede op til målsætningen om ligevægt eller overskud på deres strukturelle saldo. I praksis har det dog ikke været tilstrækkeligt på grund af et svagt udgangspunkt. Kombineret med at den strukturelle saldo er blevet overvurderet i opgangsperioden før finanskrisen, har dette medført, at den offentlige gæld er øget hen over konjunkturforløbet. Med kravet om strukturel balance hvert år på det offentlige budget reduceres sandsynligheden for, at den samlede gæld i forhold til BNP vokser over tid.

En forudsætning for finansiell stabilitet samt et balanceret opsving vil være, at der skabes den fornødne tiltro til de offentlige finanser i Europa. Det er derfor nødvendigt, at de europæiske lande gennemfører de planlagte finanspolitiske tilpasninger. De meget lempelige pengepolitiske vilkår vil understøtte væksten og være med til at afbøde effekterne af de finanspolitiske stramninger. Kombinationen af lempelig pengepolitik samt finanspolitiske konsolideringer i særligt udsatte lande med store underskud vil også være med til at rette op på ubalancerne inden

for euroområdet. Det er imidlertid afgørende, at der i tillæg til den makroøkonomiske politik gennemføres strukturreformer, især med henblik på at fremme konkurrenceevnen og vækstpotentialet i underskudslandene.

PENGE- OG VALUTAFORHOLD

Kronen har i de seneste måneder ligget stabilt over for euroen på et niveau lidt stærkere end centralkursen i ERM2. Kronestyrkelsen i 2. halvår 2011 betød, at afvigelsen fra centralkursen i midten af december og igen i midten af februar var den største siden 2004 svarende til omtrent 0,4 pct., hvilket dog stadig er lavt sammenlignet med udsvingsbåndet i ERM2 på +/- 2,25 pct.

Oven på Nationalbankens to rentenedsættelser henholdsvis 9. og 16. december 2011 blev kronen svækket en smule og ganske kortvarigt for herefter at vende tilbage til niveauet omkring 7,432 kr. pr. euro. Den stærke kronekurs skal ses i lyset af en øget kapitalindstrømning. Det kan i nogen grad tilskrives, at danske forsikringsselskaber og pensionskasser i begyndelsen af december 2011 efterspurgte danske statsobligationer i kølvandet på statsgældskrisen i dele af euroområdet. I takt med, at de danske statsobligationsrenter faldt relativt til de tyske, havde forsikrings- og pensionssektoren et stigende behov for at købe danske statspapirer, jf. artiklen om Pensionsopsparing i denne Kvartalsoversigt.

Nationalbanken købte i december valuta for 17,8 mia. kr. i forbindelse med intervention. I januar og februar interвенerede Nationalbanken ikke. Ved udgangen af februar var valutareserven 498,7 mia. kr. Det er en stigning på 31 mia. kr. siden ultimo november 2011. Ud over intervention i valutamarkedet kan en stor del af stigningen tilskrives, at den årlige kursregulering af valutareserven i 2011 blev på 10,2 mia. kr.¹

ECB annoncerede i begyndelsen af december en række foranstaltninger for at understøtte pengemarkedets funktion og likviditetssituationen blandt bankerne i euroområdet, jf. boks 3. ECB foretog den første af de to 3-årige likviditetstildelinger 21. december. Der var stor efterspørgsel blandt euroområdets banker, idet 523 anvendte faciliteten, og der blev tildelt 489 mia. euro. Som følge af tildelingen steg bankernes overskudslikviditet og indlån i ECB markant, og dag til dag-renten i euroområdet faldt til et niveau tættere på ECB's indlånsrente. I begyndelsen af januar viste den positive effekt af de 3-årige lån sig i aktiviteten på det europæiske pengemarked, hvor også de lidt længere og usikrede

¹ For en nærmere beskrivelse af Nationalbankens valutareserve og kursreguleringen heraf, se artiklen "Nationalbankens indtjening og risiko under krisen" i denne Kvartalsoversigt.

ECB'S TILTAG I DECEMBER 2011

Boks 3

ECB annoncerede 8. december 2011 flere tiltag, der skal lette bankernes likviditetssituation og sikre kreditgivningen til husholdninger og erhverv. Bankernes adgang til at stille egne udlån som sikkerhed ved lån i ECB blev midlertidigt udvidet til at omfatte lån, der af syv nationale centralbanker vurderes at opfylde nærmere fastsatte kriterier for belånbarhed, hvor de tidligere skulle være vurderet under Eurosystemets kreditvurderingssystem (credit assessment framework).¹ Forpligtelserne i forbindelse med at acceptere banklånene som sikkerhed bæres af den godkendende nationale centralbank. Desuden blev reglerne lempet for, hvilke papirer med bagvedliggende pant i aktiver (asset backed securities) og bankudlån under Eurosystemets kreditvurderingssystem, der kan stilles som sikkerhed.

ECB's reservekrav til bankerne, dvs. det minimumsindestående, som bankerne i gennemsnit over en reservekravsperiode er pålagt at have i de nationale centralbanker, blev desuden reduceret fra 2 til 1 pct. af bankernes passiver i form af korte indlån, udstedte gældsinstrumenter og pengemarkedspapirer. ECB besluttede ligeledes at ophøre med at foretage de finjusterende operationer ved slutningen af hver reservekravsperiode. Endelig tilbød ECB 3-årige lån henholdsvis 21. december 2011 og 29. februar 2012. Renten på lånene følger gennemsnittet af renten ved ECB's ugentlige primære markedsoperationer i lånenes løbetid. Lånene kan førtidsindfries efter et år. I tiden efter, at uroen på de finansielle markeder brød ud i sommeren 2007, har ECB's lange udlån udgjort størstedelen af de samlede udlån. De samlede udlån er større end, hvad der er nødvendigt for at dække bankernes likviditetsbehov, der hidrører fra de autonome poster og fra ECB's reservekrav. Bankernes anfordringsindskud i ECB har dermed gennemgående ligget over likviditetsbehovet.

De lange udlån steg betydeligt i juni 2009, da ECB udbød 1-årige udlån til fast rente, jf. figur 8. ECB's samlede udlån faldt efter, at de 1-årige udlån udløb, men steg igen, da ECB foretog 3-årige udlån på 489 mia. euro i december 2011. Ifølge ECB er der tegn på, at den tildelte likviditet har cirkuleret på pengemarkedet mellem euroområdet banker, da det overordnet set ikke er de samme banker, der har optaget de 3-årige lån, som har placeret indskuddene.

(fortsættes)

renter faldt. Den anden 3-årige tildeling foretog ECB den 29. februar 2012. Der var 800 modparter med i auktionen, og der blev efterspurgt og tildelt 530 mia. euro. Der skete en forbedring af statsgældsmarkederne i euroområdet især efter den første af ECB's 3-årige tildelinger, jf. afsnittet "International økonomi og finansielle markeder". I januar øgede spanske og italienske banker deres beholdning af statsobligationer med henholdsvis 23 og 21 mia. euro.

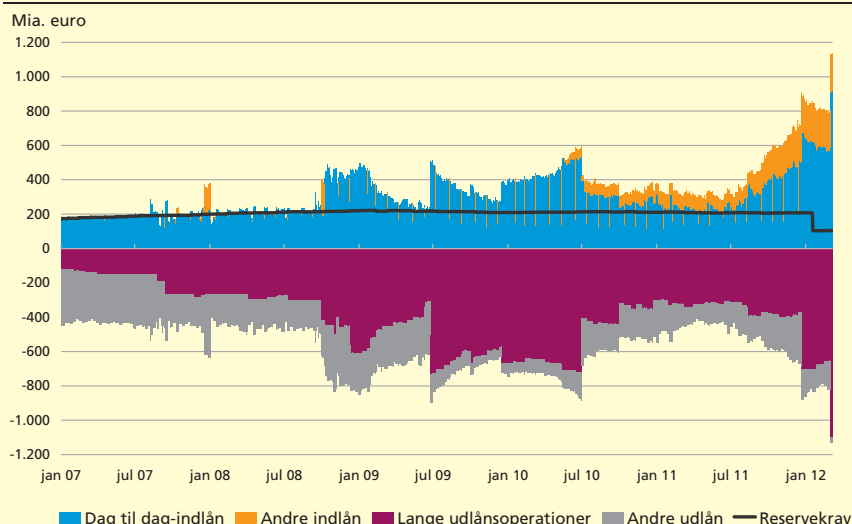
De forbedrede forhold på pengemarkedet i euroområdet viste sig også i Danmark. I januar og februar optog flere af de store pengeinstitutter usikret seniorgæld i det europæiske marked. Det var første gang siden maj 2011, at danske pengeinstitutter udstedte i det internationale kapitalmarked. Pengemarkedsrenterne fulgte Nationalbankens rentenedsættelse i december. Fra udgangen af december til udgangen af

FORTSAT

Boks 3

BANKERNES LÅN OG INDLÅN I ECB

Figur 8



Anm.: Udlån har negativt fortegn, indlån har positivt. Dagsobservationer. Dag til dag-indlån omfatter indlån på reservekravskonti og indlån på den stående indlånsfacilitet. Andre indlån er ECB's fixed-term deposits. Lange udlånsoperationer er ECB's longer-term refinancing operations (LTRO). Andre udlån er ECB's stående udlånsfacilitet, main refinancing operations og fine-tuning operations (MRO og OT), hvor de ugentlige MRO udgør langt størstedelen.

Kilde: ECB.

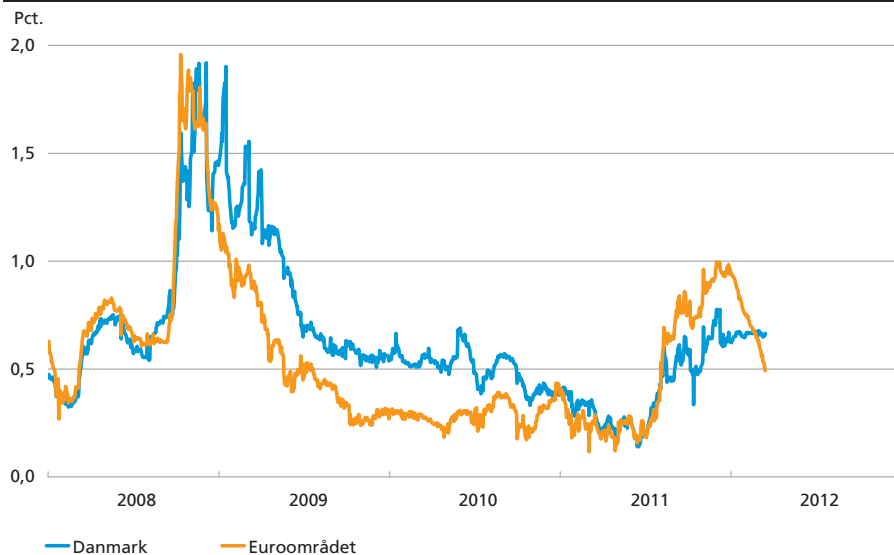
¹ De syv centralbanker, som har fået ret til at anvende særlige nationale vurderinger og regler for udlån, der kan inkluderes i sikkerhedsstillelsen hos ECB, er Central Bank of Ireland, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, Central Bank of Cyprus, Oesterreichische Nationalbank og Banco de Portugal.

februar faldt spændet mellem usikrede og sikrede pengemarkedsrenter i euroområdet markant som følge af faldet i de usikrede renter. I Danmark forblev spændet i samme periode nogenlunde uændret og var i begyndelsen af marts 2012 omtrent på samme niveau som i euroområdet, jf. figur 9. I 2009 og 2010 var det danske spænd højere end euroområdets bl.a. som følge af, at den usikrede danske rente faldt langsommere end de europæiske renter.

Rentespændet mellem indskudsbevisrenten og foliorenten blev indsnævret til 0,05 procentpoint ved Nationalbankens rentenedsættelse 16. december 2011. Den relativt lavere forrentning af indskudsbeviser har gjort det mere attraktivt for de pengepolitiske modparter at placere likviditet på foliokonti, og folioindeståendet er steget. Det har betydet, at sandsynligheden for, at modparternes folioindestående konverteres til indskudsbeviser, er øget. I januar konverterede Nationalbanken for første gang siden 2006 indestående på foliokonti til indskudsbeviser, da de pengepolitiske modparter samlede folioindestående overskred foliorammen på 23,5 mia. kr.

3-MÅNEDERS SPÆND MELLEM USIKREDE OG SIKREDE PENGEMARKEDSRENTER I DANMARK OG EUROOMRÅDET

Figur 9



Anm.: Usikrede renter er Cibur og Euribor. Sikrede renter er givet ved renteswaps. Seneste observation er 14. marts 2012.
Kilde: Reuters EcoWin.

I begyndelsen af december annoncerede Nationalbanken muligheden for, at de pengepolitiske modparter kan optage lån med 3 års løbetid. I midten af januar offentliggjorde Nationalbanken vilkårene for de 3-årige lån. Faciliteten tilbydes 30. marts og 28. september 2012. Lånet kan optages mod sikkerhed, og der anvendes ligesom i Nationalbankens øvrige udlånsoperationer et åbent vindue, hvor modparter frit kan bestemme mængden af lån. Renten vil være variabel og følge Nationalbankens 7-dages pengepolitiske udlånsrente plus et rentetillæg. Indtil 31. juli 2013 vil rentetillægget være nul. Såfremt Nationalbanken efter dette tidspunkt vurderer, at der er sket en normalisering af adgangen til finansiering på penge- og kapitalmarkedet, vil tillægget blive forøget. Nationalbankens udlån giver pengeinstitutterne mulighed for at opnå finansiering med længere løbetid, som kan hjælpe med at styrke likviditetssituationen på kortere sigt. 3-årige lån optaget i Nationalbanken kan tælle med som stabil funding ved opgørelsen af den såkaldte funding ratio i Finanstilsynets tilsynsdiamant, jf. artiklen "Nationalbankens og pengeinstitutternes likviditet" i denne Kvartalsoversigt.

Kapitalmarkedet

De politiske partier bag bankpakkerne indgik i begyndelsen af marts 2012 en aftale om en række initiativer til at fremme især små og mel-

BANKPAKKE 5 ¹	Boks 4
Bankpakke 5 indeholder følgende initiativer: • Finansiell Stabilitet A/S overtager en portefølje af ejendomsrelaterede udlån fra FIH Erhvervsbank. Transaktionen skal styrke FIH Erhvervsbanks fundingmuligheder og hjælpe til at reetablere banken som en specialiseret erhvervsbank for små og mellemstore virksomheder. Modellen indebærer mere konkret, at FIH Erhvervsbank udskiller ejendomsengagementer for ca. 17 mia. kr. til et nyt selskab, der overdrages til Finansiell Stabilitet A/S. Finansiell Stabilitet A/S overtager samtidig finansieringen af engagementerne, hvorved FIH Erhvervsbank tilføres likviditet, der skal anvendes til at indfri gæld med individuel statsgaranti. Overdragelsen sker til anslåede markedsværdier og i overensstemmelse med statsstøttereglerne. Det nye selskab har til formål at afvikle de overtagne engagementer hurtigst muligt, økonomisk forsvarligt og på en ordentlig og redelig måde. Afviklingen skal som udgangspunkt være afsluttet senest 31. december 2016, dog med mulighed for forlængelse i op til tre år. Finansiell Stabilitet A/S er sikret fuld kompensation fra FIH Holding, såfremt der opstår økonomiske tab. • Det planlægges at etablere et specialiseret landbrugsfinansieringsinstitut, LFI, til at yde anlægsfinansiering til landbrug med effektive driftsledere og nye unge landmænd. LFI skal overtage levedygtige landbrugsengagementer fra Finansiell Stabilitet A/S og andre pengeinstitutter. Engagementerne overdrages kun, hvis den pågældende landmand og hans pengeinstitut er enige herom. LFI skal operere på markedsvilkår på linje med andre finansielle virksomheder og må ikke forvride konkurrencen, hverken mellem pengeinstitutter eller mellem landmænd, der får finansiering i LFI, og landmænd, der får finansiering i andre pengeinstitutter. Initiativet har bl.a. til formål at løse op for den fastlåste finansielle situation, der forhindrer strukturtilpasning og udvikling i landbruget. • EKF's (vækstfondens og eksport kredit fondens) muligheder for at give garantier og lån styrkes. Bl.a. forøges eksportlåneordningen under EKF med 15 mia. kr., mens lånerammen for vækstkaution forøges med 550 mio. kr. Der etableres desuden en ny ordning, hvor Vækstfonden får mulighed for at udstede ansvarlige lån til små og mellemstore virksomheder inden for en ramme på 500 mio. kr. De ansvarlige lån skal muliggøre vækst og ejerskifte og bidrage til en højere soliditet, som kan øge virksomhedernes muligheder for at opnå bæredygtig vækst.	

¹ Aftale af 2. marts 2012 mellem regeringen (Socialdemokraterne, Radikale Venstre og Socialistisk Folkeparti) og Venstre, Dansk Folkeparti, Det Konservative Folkeparti og Liberal Alliance om en række udviklingsinitiativer.

lemstore virksomheders finansiering. Initiativerne i udviklingspakken, også kaldet Bankpakke 5, er beskrevet i boks 4.

Finanstilsynet fremlagde i begyndelsen af februar et forslag til skærpede regler for pengeinstitutternes nedskrivninger. Forslaget indebærer, at pengeinstitutterne fremover skal nedskrive udlån til nødlidende ejendomskunder til ejendommens værdi. Derudover præciseres kriterierne for, hvornår der er objektiv indikation for værdiforringelse på et udlån. Forslaget skal hindre institutterne i at medregne usikre, fremtidige betalinger, når nedskrivningsbehovet opgøres. Det skal skabe større troværdighed om institutternes nedskrivninger og øge tilliden til deres regn-

skaber. Finanstilsynet vurderer, at de fleste pengeinstitutter allerede i dag har en praksis for nedskrivning af udlån til ejendomme, der er i overensstemmelse med forslaget. For en mindre gruppe pengeinstitutter må forslaget imidlertid forventes at føre til en forøgelse af nedskrivningerne. Nationalbanken støtter de foreslåede ændringer, som vil reducere risikoen for, at nedskrivningspraksis bliver uensartet mellem pengeinstitutter. Erfaringerne fra den finansielle krise har vist, at flere pengeinstitutter var for optimistiske, når de skulle vurdere behovet for nedskrivninger. I forbindelse med Finanstilsynets inspektioner har der i flere tilfælde været konstateret behov for yderligere nedskrivninger, der med ét har bragt tvivl om de pågældende institutters evne til at fortsætte driften. Der er derfor behov for en mere ensartet og forsigtig praksis på området. For en nærmere beskrivelse af reglerne for nedskrivninger i pengeinstitutternes regnskaber se artiklen "Modeller for bankers nedskrivninger i stresstest af det finansielle system" i del 2 af denne Kvartalsoversigt.

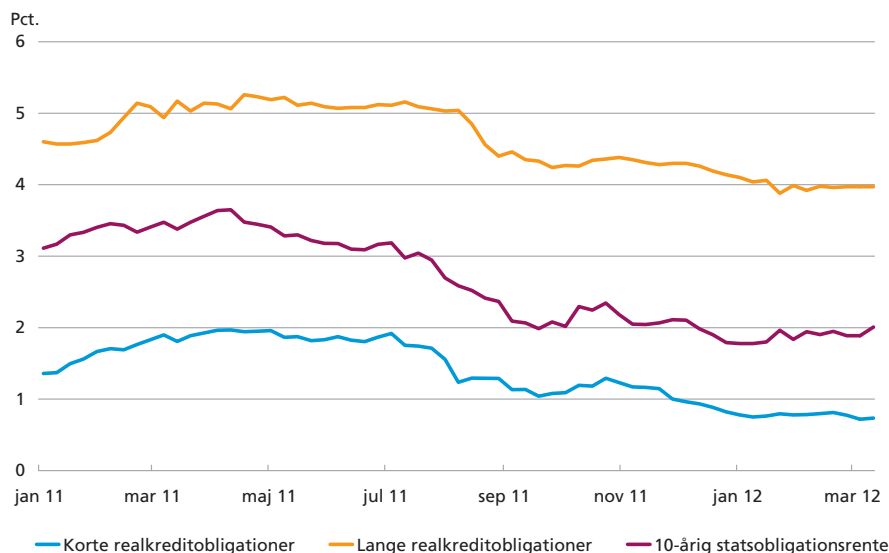
Penge- og realkreditinstitutternes renter og udlån

Renten på såvel korte som lange realkreditobligationer befinder sig på et meget lavt niveau. Efter at være faldet lidt fra slutningen af oktober til begyndelsen af januar har renterne indtil midten af marts ligget nogenlunde stabilt. Renten på 1-årige rentetilpasningsobligationer var medio marts 0,7 pct., mens renten på de lange realkreditobligationer var 4,0 pct., jf. figur 10. Rentetilpasningsauktionerne for obligationer bag lån med rentetilpasning i april 2012 forløb roligt. Der blev solgt for 180 mia. kr., og renten for de 1-årige lån blev i gennemsnit ca. 0,9 pct. Realkreditinstitutterne åbnede i begyndelsen af januar finansiering ved udstedelse af 30-årige 3,5 pct. obligationer. Der har været stor efterspørgsel efter lånene, og i januar udgjorde realkreditinstitutternes udstedelse af 3,5 pct. obligationer godt en fjerdedel af det samlede bruttonyudlån. De variabelt forrentede lån udgjorde dog stadig størstedelen af bruttonyudlånet.

De fleste realkreditinstitutter har over det seneste år meddelt, at bidragssatserne på især rentetilpasningslån og lån med afdragsfrihed øges. Institutterne har begrundet forhøjelserne med øgede omkostninger og krav til sikkerhed bag lånene. Nykredit har annonceret, at de i løbet af 2012 vil indføre tolagsbelåning for ejerboliger, således at kun belåningen op til 60 pct. af ejendommens værdi kan ske efter reglerne for SDO-obligationer. Belåning mellem 60 og 80 pct. af ejendommens værdi vil ske med traditionelle RO-obligationer, og lån i denne del af pantet må hverken være 1-årige rentetilpasningslån eller afdragsfrie lån. Realkredit Danmark planlægger også fremadrettet at ændre deres lå-

RENTER PÅ DANSKE REALKREDITOBLIGATIONER OG DEN 10-ÅRIGE STATSOBLIGATIONSRENTE

Figur 10



Anm.: Den korte rente er den 1-årige rente på rentetilpasningsobligationer. Den lange rente er en gennemsnitlig effektiv rente baseret på 30-årige fastforrentede, konverterbare realkreditobligationer. Seneste observation er 14. marts 2012.

Kilde: Nordea Analytics, Realkreditrådet og Danmarks Nationalbank.

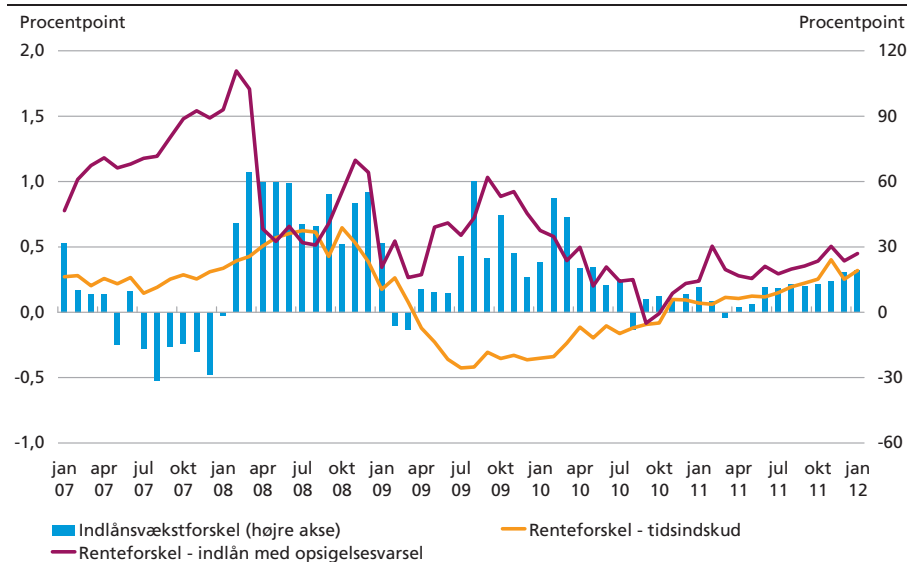
nemodel, så ejendomme værdiansættes ud fra en langsigtet betragtning om priserne.

Renten på 10-årige danske statsobligationer var nogenlunde uændret i januar og februar. Efter at have ligget lidt lavere end den tilsvarende tyske i det meste af november og december 2011 fulgte renten i de første måneder af 2012 den tyske med et spænd på omkring 0 procentpoint. Den store efterspørgsel efter danske statsobligationer i slutningen af 2011 viste sig også ved skatkammerbevisauktionen den 29. december, hvor den danske stat for første gang nogensinde solgte skatkammerbeviser til negativ rente. Der blev solgt skatkammerbeviser med 2- og 5-måneders løbetid til henholdsvis -0,21 og -0,07 pct.

Fra ultimo november til ultimo januar 2012 slog Nationalbankens rentenedsættelser delvis igennem på pengeinstitutternes renter over for erhverv, der faldt med 0,2 procentpoint, mens udlånsrenterne over for husholdninger forblev nogenlunde uændrede. Indlånsrenterne faldt i samme periode med henholdsvis 0,2 og 0,1 procentpoint. Set over hele 2011 steg pengeinstitutternes gennemsnitlige udlånsrente over for husholdninger og erhverv dog mere end de pengepolitiske renter. Udlånsrenterne steg med omkring 0,6 procentpoint, mens indlånsrenterne over for husholdninger kun steg med 0,2 procentpoint og over for erhverv var stort set uændrede.

**FORSKEL MELLEM MELLEMSTORE OG STORE PENGEINSTITUTTERS
INDLÅNSRENTE OG INDLÅNSVÆKST**

Figur 11



Anm.: Store og mellemstore pengeinstitutter er defineret ud fra Finanstilsynets gruppe 1 og 2 for 2011. Indlånsvækstforskellen er forskellen mellem mellemstore og store pengeinstitutters år til år-vækst i tidsindskud og indlån med opsigelsesvarsel fra husholdninger. Seneste observation er januar 2012.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Over det seneste år har nogle pengeinstitutters øgede fokus på at nedbringe indlånsunderskuddet øget konkurrencen om indlån. Der er en tendens til, at forskellen mellem de mellemstore og store pengeinstitutters indlånsrente er steget, jf. figur 11. Forskellen er mest markant for indlån med rentebinding i form af tidsindskud og indlån med opsigelsesvarsel. For indlån fra husholdninger især har der over den samme periode været en tendens til, at de mellemstore pengeinstitutters indlånsvækst har været højere end de store institutters.

I begyndelsen af februar 2012 meddelte Sydbank og Jyske Bank, at de havde indgået et samarbejde med BRFKredit om fælles finansiering af boliglån. Pengeinstitutterne kan herefter overdrage kundernes boliglån til BRFKredit, der kan udstede SDO'er til finansieringen. Aftalen gør det muligt for Jyske Bank og Sydbank at tilbyde boliglån med sikkerhed i boligen, som finansieres på samme måde som realkreditudlån. Tidligere var Danske Bank det eneste pengeinstitut, der finansierede lån ved at udstede SDO'er.

I januar 2012 steg penge- og realkreditinstitutternes sæsonkorrigerede udlån til husholdninger med 6,4 mia. kr., og udlånet til erhverv steg med 1,2 mia. kr. Institutternes samlede udlån til husholdninger og erhverv har været omtrent uændret de seneste tre år, hvor realkreditinstitutter-

nes udlån har bidraget positivt til væksten, mens pengeinstitutternes bidrag har været negativt.

Nationalbankens udlånsundersøgelse for 4. kvartal 2011 viste, at penge- og realkreditinstitutterne har strammet kreditpolitikken lidt over for erhverv. I modsætning til kvartalet før var det hovedsageligt pengeinstitutterne, der angav stramninger, og især for de store pengeinstitutter skete det delvis gennem øgede priser. Penge- og realkreditinstitutterne angav, at eksisterende erhvervs- og privatkunders låneefterspørgsel faldt en del i 4. kvartal.

DANSK ØKONOMI

Aktiviteten steg sidste år med 1,0 pct. Den positive vækst skyldtes overvejende fremgang i eksporten, mens det private forbrug og de private investeringer stort set var uændrede, jf. tabel 2 og figur 12. Det offentlige forbrug faldt med 0,7 pct. Det er første gang siden 1990, at der er registreret et fald i det årlige offentlige forbrug.

Sidst på året var der for første gang i over et år igen fremgang i det private forbrug, bl.a. som følge af et øget salg af biler. Det bidrog til, at økonomien voksede med 0,2 pct. i 4. kvartal, når der korrigeres for pris-

CENTRALE ØKONOMISKE STØRRELSER

Tabel 2

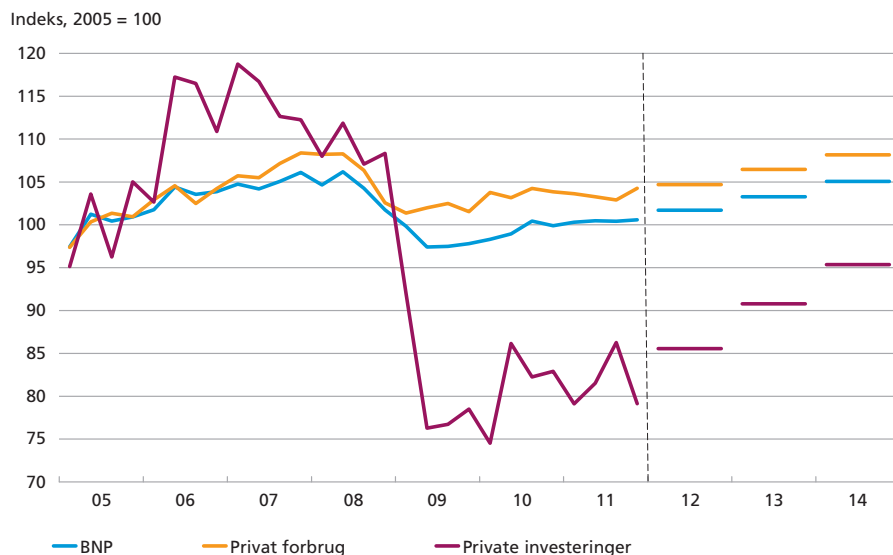
Realvækst i forhold til perioden før, pct.	2011	2012	2013	2014	2011		
					2. kv.	3. kv.	4. kv.
BNP	1,0	1,2	1,6	1,7	0,2	-0,1	0,2
Privat forbrug	-0,2	1,1	1,7	1,6	-0,3	-0,4	1,3
Offentligt forbrug	-0,7	0,9	0,5	0,4	1,1	-1,4	-0,2
Boliginvesteringer	8,5	0,3	3,0	2,7	1,9	0,6	-3,4
Offentlige investeringer	9,5	10,6	-19,9	0,7	24,9	-4,0	5,8
Erhvervsinvesteringer	-4,5	5,5	7,2	6,8	2,4	2,2	-0,6
Lagerinvesteringer ¹	0,2	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,6	-1,1
Eksport	7,1	1,9	3,4	3,7	-0,5	0,4	0,5
Industrieksport	6,4	3,0	5,5	5,7	5,6	-0,4	-1,0
Import	5,4	3,3	3,5	4,0	1,5	1,0	-0,7
Beskæftigelse, 1.000 personer ...	2.736	2.738	2.746	2.761	2.741	2.727	2.734
Ledighed, brutto 1.000 personer	163	161	159	150	161	164	162
Ledighed, netto, 1.000 personer	109	109	111	106	108	110	109
Betalingsbalance, pct. af BNP	6,5	5,6	5,7	5,5	6,5	6,3	5,7
Offentlig saldo, pct. af BNP	-2,3	-5,0	-2,7	-2,0	-1,6	-3,1	-3,5
Kontantpriser, pct. år-år	-3,4	-3,3	3,2	2,2	-1,0	-4,9	-8,1
Forbrugerpriser, pct. år-år	2,7	2,5	1,8	1,8	2,9	2,6	2,6
Timeløn, pct. år-år	2,3	2,3	2,5	2,7	2,2	2,3	2,5

¹ Bidrag til BNP-vækst.

Anm.: Beregningerne er baseret på statistisk information til og med den 12. marts 2012.

BNP, PRIVAT FORBRUG OG PRIVATE INVESTERINGER

Figur 12



Anm.: BNP, privat forbrug og private investeringer er i mængder. Private investeringer omfatter erhvervs- og boliginvesteringer. Fremskrivningen er vist som årgennemsnit.

Kilde: Danmarks Statistik og Nationalbankens prognose.

udvikling og sæsonbevægelser. I det forudgående kvartal var der et lille fald i BNP, så der i 2. halvår 2011 stort set var nulvækst.

Trods den positive udvikling i det private forbrug i årets sidste kvartal er billedet uændret, at husholdningerne konsoliderer sig. Opsparingskvoten er steget til samme høje niveau som i 2002. Faldet i formuen som følge af den mindre værdi af boliger og aktier har betydet, at en større del af husholdningernes aktiver i dag er lånefinansierede.

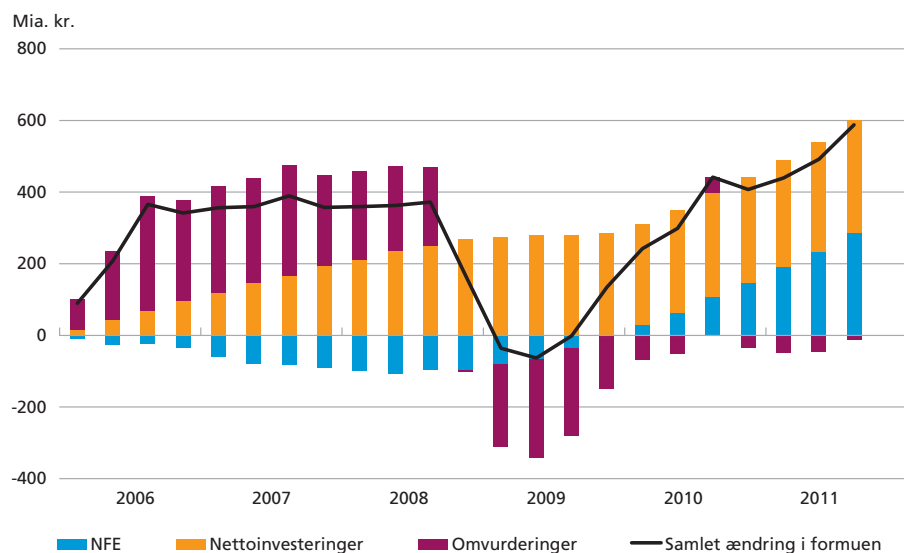
Den høje private opsparing akkumulerer imidlertid over tid, og formuen vil på et tidspunkt nå et niveau, som husholdninger og virksomheder finder passende under de givne omstændigheder. Det vil ske under hensyntagen til de forudgående formuetab på boliger og aktiebeholdninger. Tager man udgangspunkt i 2005, hvor produktionsgabet var tæt på nul, ligger den private sektors formue i dag betydeligt over 2005-niveauet, jf. figur 13. Ser man imidlertid alene på husholdningerne, ligger formuen aktuelt lidt under 2005-niveauet.

En normalisering af den i øjeblikket lave forbrugskvote vil have et betydeligt vækstpotentiale, da det private forbrug udgør omkring halvdelen af BNP. Der ventes i år en vis positiv vækst i husholdningernes reale disponible indkomster. Hertil kommer udbetaling af akkumulerede efterlønsbidrag til dem, der træder ud af efterlønsordningen.

Det sæsonkorrigerede boligbyggeri voksede over 8 pct. sidste år, hovedsagelig som følge af en høj byggeaktivitet i den almenyttige sektor.

FORMUEUDVIKLINGEN I DEN PRIVATE SEKTOR

Figur 13



Anm.: Akkumulerede værdier siden 2005. "NFE" viser bidraget fra nettofordringserhvervelsen, dvs. erhvervelsen, netto, af finansielle aktiver. Nettoinvesteringerne viser erhvervelsen af reale aktiver. "Omvurderinger" angiver kapitalgevinster/tab på ejerboliger og aktiebeholdninger.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Væksten i byggeaktiviteten var dog aftagende hen over året og negativ i 4. kvartal. De private investeringer lå i 2011 stort set fladt på et lavt niveau. Det afspejler bl.a., at der fortsat er en del ledig kapacitet, men også at boliginvesteringerne er faldet meget i forhold til niveauet forud for krisen.

En stor del af den private sektors opsparringsoverskud ligger i virksomhederne. Det giver basis for, at erhvervsinvesteringerne kan løftes, efterhånden som kapaciteten skal øges for at dække en stigende efterspørgsel. Selv ved uændret efterspørgsel vil der efter nogen tid være behov for investeringer blot for at opretholde et givet kapitalapparat. Fremadrettet ventes investeringerne at stige fra det aktuelt lave niveau, så disse igen vil bidrage positivt til væksten.

Den afdæmpede aktivitetsudvikling i euroområdet og hos andre af Danmarks samhandels partnere betyder, at eksporten i år kommer til at vokse langsommere end sidste år, jf. appendiks 1. Afdæmpningen modereres af, at store dele af den danske eksport ikke er så konjunkturfølsom, samt af svækkelsen af den effektive kronekurs siden efteråret. Det forbedrer isoleret set danske virksomheders konkurrenceevne. De kommende år ventes en højere eksportvækst end i år.

Trods den ledige kapacitet i dansk økonomi er importen de sidste to år steget hurtigere end produktionen. Det afspejler en underliggende tendens til stigende international arbejdsdeling, som forventes at fortsætte

i fremskrivningsperioden. Importen vil vokse hurtigere end eksporten i 2012, hvor dansk økonomi vokser hurtigere end vore handelspartnere.

Væksten i BNP skønnes at blive lidt over 1 pct. i år og dermed på samme niveau som sidste år. Det har baggrund i en svag udvikling på mange af vore største eksportmarkeder og at danske husholdninger og virksomheder fortsat ventes at være tilbageholdende trods den lave rente. Fremgangen i produktionen herhjemme vil dog være noget stærkere end i euroområdet. I 2013 og 2014 ventes væksten at tiltage til lidt over 1,5 pct. Der forventes ikke nogen markant forbedring af arbejdsmarkedet, og lønstigningen skønnes på den baggrund at komme til at ligge på omkring 2,5 pct. pr. år.

Usikkerhed om bl.a. olieprisen, gældskrisen og generelt om udviklingen i især euroområdet er nedadrettede risici til fremskrivningen. Omvendt vil en begyndende udløsning af den private sektors opsparede potentiale for øget forbrug og investeringer kunne gøre væksten stærkere end skønnet.

Boligmarkedet

En behersket fremgang i boligpriserne i 2. halvår 2009 og igennem 2010 blev afløst af et markant prisfald i 2011. Ifølge Danmarks Statistiks månedsstatistik, der ved første offentliggørelse baserer sig på ca. 70 pct. af alle handler, faldt prisen på parcel- og rækkehuse med 8,7 pct. fra december 2010 til samme måned 2011. Prisen på ejerlejligheder er faldet tilsvarende, og særligt stærkt mod slutningen af perioden. Ifølge kvartalsstatistikken fra Realkreditrådet mfl. har huspriserne været faldende i alle regioner af landet frem til 3. kvartal 2011.

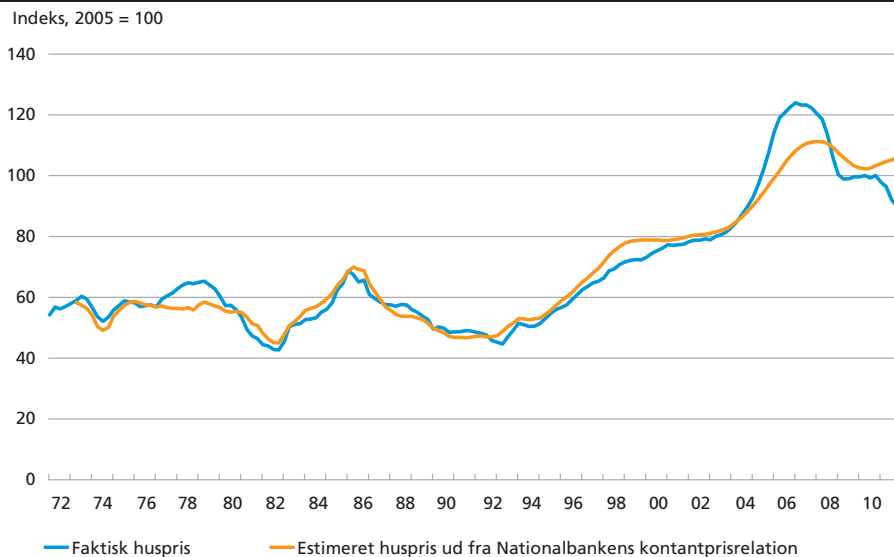
Antallet af handler med boliger har ligget fladt de seneste måneder på omkring to tredjedele af det gennemsnitlige niveau i de seneste årter. Tallet for december ligger lavere, men justeres efterfølgende op i takt med, at tinglysningerne registreres. Antallet af boliger til salg er faldet siden sidste sommer. Det er imidlertid ikke en konsekvens af flere solgte huse, men af at der er kommet færre boliger på markedet. De mange boliger til salg og den lave omsætning har betydet en yderligere stigning i liggetiden til i gennemsnit ni måneder for et parcel- eller rækkehus.

Svækkelsen af boligmarkedet det seneste år kan ikke forklares ud fra udviklingen i renter og indkomster. Nationalbankens boligprisrelation, der søger at forklare udviklingen i huspriserne ud fra grundlæggende forhold som rente efter skat og disponibel indkomst, viser omvendt svagt stigende huspriser, jf. figur 14.

Boligrelationen fangede ikke prisudviklingen under højkonjunktoren særlig godt. Det kan indikere, at der var tale om en forventningsdrevet

REAL HUSPRIS, FAKTISK OG ESTIMERET

Figur 14



Anm: Seneste observation 4. kvartal 2011. Nationalbankens boligrelation er beskrevet i Niels Arne Dam, Tina Saabye Hvolbøl, Erik Haller Pedersen, Peter Birch Sørensen og Susanne Hougaard Thamsborg, *Udviklingen på ejerboligmarkedet i de senere år – Kan boligpriserne forklares?*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2011, Del 2.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

boligboble i årene 2005-07. Det synes, som om noget tilsvarende – blot med modsat fortegn – har udviklet sig på det danske boligmarked det seneste år. Boligpriserne er ved de aktuelle rentevilkår formentlig under ligevægtsniveauet.

En medvirkende årsag kan være indretningen af boligbeskatningen. Faldet i boligpriserne sammenholdt med afkoblingen mellem boligens pris og ejendomsværdiskatten betyder, at for langt de fleste boligejere er den effektive ejendomsværdiskat – dvs. skat som andel af boligens handelsværdi – øget de senere år. Det gælder i endnu højere grad for grundskylden, hvor der er loft over den tilladte årlige stigning i grundskatten. Det betyder, at en del af beskatningen af den kraftige vækst i grundpriserne under højkonjunkturen først indfases nu, hvor priserne er faldet. Alt i alt er boligbeskatningens indretning medvirkende til at forstærke prislefaldet på ejerboliger under den nuværende lavkonjunktur, mens den omvendt forstærkede stigningerne under den forudgående højkonjunktur, jf. artiklerne om udviklingen på ejerboligmarkedet i de senere år i *Kvartalsoversigten* fra 1. kvartal 2011, Del 2.

Boligmarkedet er i perioder derudover drevet af selvforstærkende forventninger. Når boligpriserne falder, kan det være rationelt at udskyde boligkøb og fremskynde boligsalg, hvilket reducerer priserne yderligere. Når der kommer en vending, er der omvendt tilskyndelse til at købe

hurtigt og sælge senere, hvilket presser priserne yderligere op. Det gør det svært at forudsige tidspunktet for vendingen i boligpriserne.

I prognosen ventes den negative stemning at bevirke et fortsat fald i huspriserne i første del af året, men mindre end i sidste del af 2011. Herefter stabiliseres markedet med svagt stigende priser.

Udenrigshandel

Eksporten af varer har været svagt stigende de seneste måneder frem til januar. I forhold til foråret 2011 har den sæsonkorrigerede eksport, herunder af industrivarer, imidlertid ligget nogenlunde fladt på et niveau lidt under toppunktet umiddelbart forud for finanskrisen i 2008. Samme forløb ses i importen, og overskuddet på handelsbalancen ekskl. skibe og fly har over året været stabil omkring 6 mia. kr. pr. måned, når der korrigeres for normale sæsonudsving. I januar i år var overskuddet dog godt 8 mia. kr.

De seneste tre måneder er eksporten af kemikalier og kemiske produkter steget over 6 pct. som følge af øget salg af især lægemidler til bl.a. Kina. Eksporten af landbrugsvarer er steget godt 3 pct. Det skyldes hovedsagelig øget salg af korn og svin.

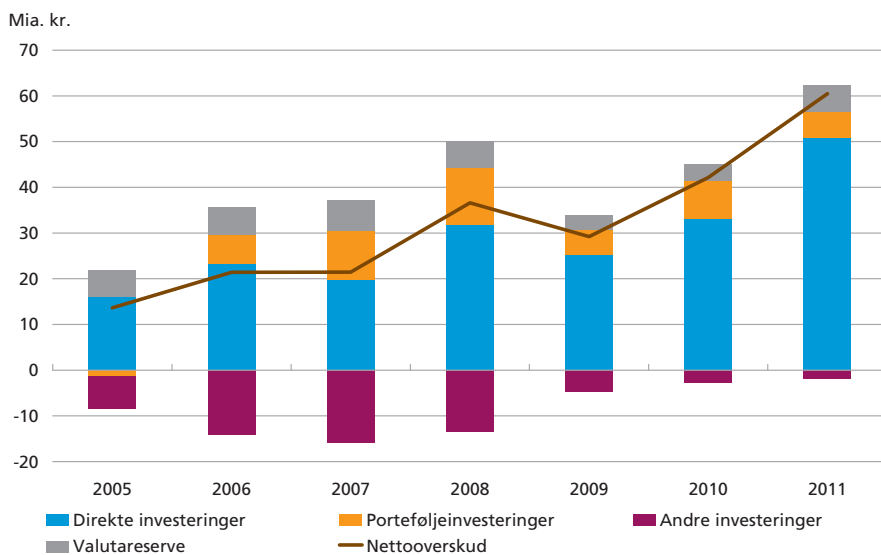
Væksten i eksporten i mængder ventes i år at blive omkring 2 pct. Den lavere eksportvækst i år i forhold til sidste år afspejler hovedsageligt den forventede ringe vækst i euroområdet. Omvendt er den effektive kronkurs svækket et par procent siden efteråret, bl.a. som følge af en stærkere dollar og svensk krone. Det forbedrer danske virksomheders konkurrenceevne og afbøder nogle af konsekvenserne for eksporten af den svagere udenlandske efterspørgsel.

Betalingsbalancen udviste i 2011 et overskud på 116 mia. kr. svarende til 6,5 pct. af BNP. Det var 19 mia. kr. mere end i 2010. I januar 2012 var der et plus på 5,9 mia. kr. Overskuddet de seneste 12 måneder er sammensat af et overskud på handel med varer og tjenester på 95 mia. kr., indtægterne fra løn- og formueindkomst har oversteget udgifterne med 50 mia. kr., mens løbende overførsler gav et underskud på 30 mia. kr.

Især overskuddet på posten "formueindkomst" er steget de senere år og nåede i 2011 op på 60 mia. kr., 18 mia. kr. mere end i 2010, jf. figur 15. Det skyldes især stigende nettoindtægter fra direkte investeringer og faldende udgifter for andre investeringer. Overskuddet skal ses i lyset af, at de danske direkte investeringer i udlandet ved udgangen af 2011 udgjorde 1.355 mia. kr., mens udlandets direkte investeringer i Danmark kun var på 851 mia. kr. Dette afspejler bl.a., at danske virksomheder i en årrække har investeret kraftigere i udlandet, end udenlandske virksomheder har investeret i Danmark.

FORMUEINDKOMST, NETTO

Figur 15



Anm.: Tallene for 2011 er foreløbige.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Arbejdsmarked og kapacitet

Beskæftigelsen er ifølge nationalregnskabet faldet med 17.500 personer i 2011 især som følge af fald i den offentlige sektor. I år ventes der igen svagt stigende beskæftigelse, men som følge af faldet i 2011 bliver årsniveauerne ens. Væksten i beskæftigelsen ventes at fortsætte igennem hele prognoseperioden.

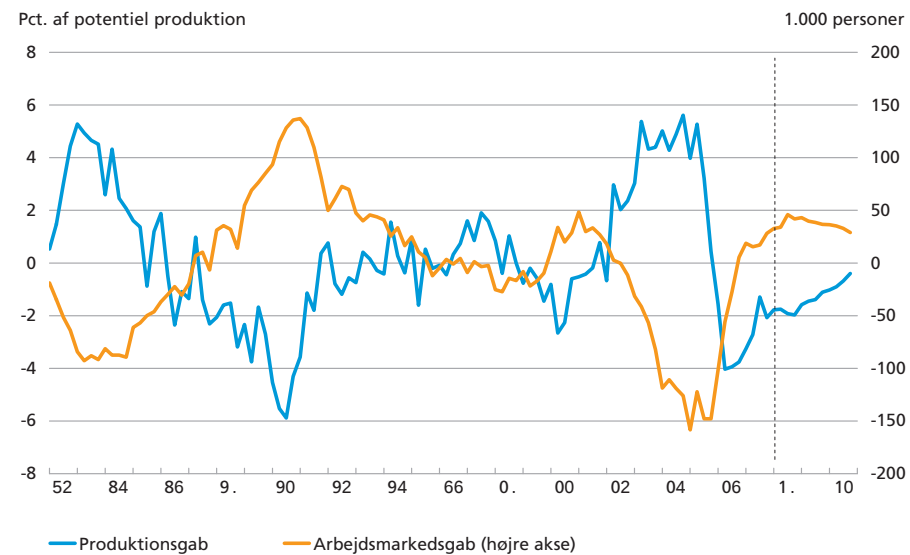
Ledigheden har ligget stort set fladt de sidste to år, men er faldet lidt de seneste måneder. I januar 2012 var bruttoledigheden 160.000 personer, når der korrigeres for sædvanlige sæsonudsving, svarende til 6,0 pct. af arbejdsstyrken. I fremskrivningen stiger ledigheden svagt i år for at falde igen i de kommende år.

I vurderingen af kapacitetspresset i økonomien anvendes ofte et mål for produktionsgab. Det viser, hvor meget den faktiske produktion afviger fra den potentielle, forstået som det produktionsniveau økonomien kan præstere, uden at der opstår et inflationært pres. Den moderate fremgang i den danske økonomi siden 2009 har indsnævret det negative produktionsgab, jf. figur 16. Produktionsgabets størrelse er ved det aktuelle aktivitetsniveau estimeret til -2,0 pct. af potentielt BNP i 4. kvartal 2011. Der forventes en gradvis lukning af gabet frem mod 2014 i takt med den stærkere økonomiske vækst.

Det negative produktionsgab afspejler især, at arbejdsstyrken vurderes at ligge under sit strukturelle niveau, samt at produktiviteten i de private byrhverv efter et stort fald fra 2006-09 endnu ikke er nået tilbage til

PRODUKTIONS- OG ARBEJDSMARKEDSGAB

Figur 16



Anm: 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.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

sin trend. Derimod skønnes ledigheden at ligge tæt på det holdbare niveau. Det er bemærkelsesværdigt, at det seneste konjunkturtilbage-slag er slået ud i faldende arbejdsstyrke snarere end i stigende nettole-dighed. Det står i kontrast til situationen i begyndelsen af 1990'erne og afspejler, at arbejdsstyrken er blevet mere konjunkturfølsom, bl.a. som følge af en større andel af udenlandsk arbejdskraft.

Lønninger

Lønnen i den private sektor steg 1,9 pct. i 4. kvartal 2011 i forhold til samme kvartal 2010. Det var lidt mere end i 3. kvartal og lavt set i et længere forløb. Lønstigningen var med 2,5 pct. størst inden for industri mv., mens den i bygge- og anlægssektoren var 1,0 pct.

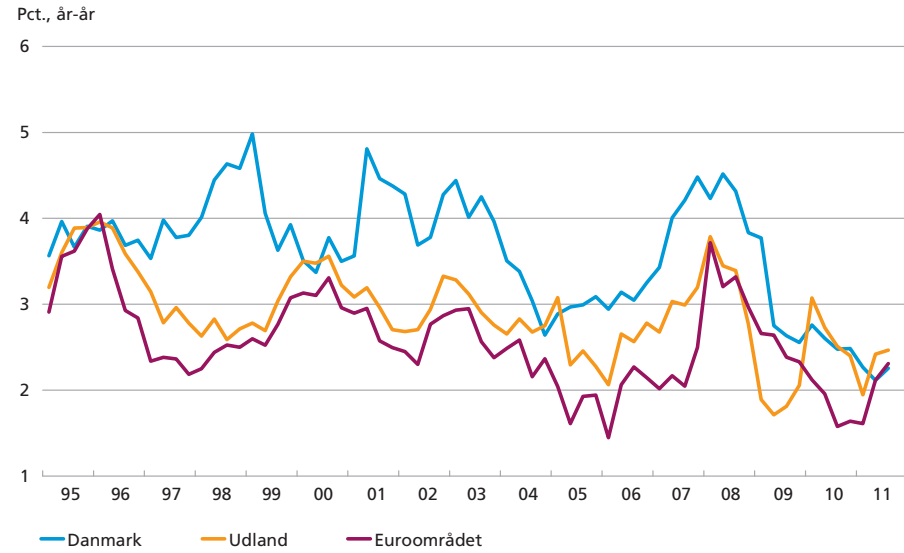
Lønudviklingen på det private arbejdsmarked var i gennemsnit noget over niveauet for de statsansatte. Her var den årlige lønfremgang 1,0 pct. i 4. kvartal.

De danske lønninger i den konkurrenceudsatte fremstillingssektor er de seneste kvartaler steget langsommere end i udlandet. Det følger en lang forudgående periode med lønstigninger over de udenlandske konkurrenter og dermed tab af lønkonkurrenceevne, jf. figur 17.

Overenskomstforligene på det private arbejdsmarked, der endnu ikke er vedtaget, ligger på linje med den tidligere overenskomst og holder sig inden for en forholdsvis snæver ramme, med stigninger i størrelses-

LØNUDBIKLINGEN I DANMARK OG UDLANDET

Figur 17



Anm.: "Udland" og "Euroområdet" er beregnet med vægtene fra den reale effektive kronekurs.
Kilde: Danmarks Statistik, OECD og egne beregninger.

ordenen 1,5 pct. om året i de næste to år, jf. boks 4. Inden for minimal-lønsområdet forhandles lønnen decentralt, men tages den overordnede ramme som referencepunkt, er der udsigt til, at de danske lønstigninger kan komme på niveau med udlandets de kommende år. Hvorvidt dette vil forbedre den danske konkurrenceevne, afhænger af produktivitetsudviklingen herhjemme i forhold til i udlandet. Den store forudgående forringelse af den danske lønkonkurrenceevne rettes ikke op i løbet af nogle få år.

Priser

Årstilligningstakten i det harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, var 2,7 pct. i februar mod 2,8 pct. i januar, jf. tabel 3. Ved årsskiftet blev afgifterne på øl, vin, sodavand, is og sukkerholdige fødevarer forhøjet, ligesom punktafgifterne er blevet indekseret med prisudviklingen. Eksklusive indirekte skatter og afgifter steg priserne 2,4 pct. i både januar og februar.

Set over det seneste år er nettopriserne på energi steget 7,1 pct. og på fødevarer 3,5 pct. Det er med til at holde årstilligningstakten i HICP oppe. Inflationen i euroområdet var 2,7 pct. i både januar og februar. Den danske prisstilligningstakt ligger dermed igen på niveau med euroområdet efter i nogle få måneder at have ligget lidt under.

Kerneinflationen, som ekskluderer energi- og fødevarerkomponenterne i forbrugerprisindekset, har siden sidste forår bevæget sig omkring en

OVERENSKOMSTFORLIG PÅ DET PRIVATE ARBEJDSMARKED

Boks 4

Der blev i februar opnået enighed om en række 2-årige overenskomster på det private arbejdsmarked. Forligene blev indgået inden for bl.a. industri, transport, byggeri, handel og kontor samt det finansielle område. Overenskomsterne er endnu ikke godkendte ved urafstemning.

På industriområdet indebærer forliget en stigning i mindstebetalingen på 1,27 pct. pr. 1. marts 2012 og yderligere 1,26 pct. pr. 1. marts 2013. Hertil kommer mulighed for uddannelse med fuld løn ved arbejdsfordeling, ret til løn under sygdom efter seks måneders ansættelse mod hidtil ni måneder samt mulighed for individuelle aftaler om en seniorordning op til fem år før ordinær pension. Ifølge seniorordningen kan medarbejderen få reduceret arbejdstid og vælge at få den løbende pensionsindbetaling udbetalt som et tillæg til lønnen. Industrien er et minimallønsområde, hvor den egentlige lønstigning efterfølgende fastsættes ved forhandlinger på den enkelte virksomhed. Industriområdet er traditionelt toneangivende for overenskomsterne på andre minimallønsområder.

På normallønsområdet, hvor der ikke er decentrale lønforhandlinger, er der indgået forlig på bl.a. transportområdet, der er toneangivende inden for normallønsområdet. Her er lønnen aftalt til at stige ca. 1,5 pct. pr. 1. marts i både 2012 og 2013. Genetillægget forhøjes med 1,4 pct., men samtidig udvides den normale arbejdstid om lørdagen med 1,5 time fra 2014, men med hurtigere indfasning i detailhandlen. Ligesom på industriområdet opnås der hurtigere ret til løn under sygdom, samt en seniorordning med reduceret arbejdstid. I modsætning til industrien er det dog ikke muligt at få udbetalt den løbende pensionsindbetaling som tillæg til lønnen. I stedet kan den omsættes til ekstra feriefridage. De øvrige forlig på normallønsområdet ligger tæt op ad forliget på transportområdet.

Inden for det finansielle område er der aftalt en lønstigning på 1 pct. pr. år over to år. Hertil kommer øgede muligheder for fravær ved barns sygdom.

FORBRUGERPRISER

Tabel 3

Pct., år-år	Vægt ¹	2011	2012	2013	2014	2011-12					
						4.kvt.	1.kvt.	2.kvt.	feb.	mar.	apr.
HICP		2,7	2,5	1,8	1,8	2,6	2,7	2,5	2,7	2,6	2,3
Nettoprisindeks ...	100	2,6	2,3	1,8	1,7	2,3	2,4	2,2	2,4	2,2	2,0
Eksogene:											
Energi	8,5	12,6	6,2	1,4	-0,8	11,1	6,3	7,0	7,1	5,7	5,2
Fødevarer	13,6	3,8	2,4	1,6	1,7	3,5	3,3	2,2	3,5	3,0	2,7
Adm. priser	4,6	2,4	2,3	2,7	2,6	2,1	1,9	2,9	2,0	2,0	3,1
Husleje	21,8	2,9	2,8	3,0	2,8	3,0	2,7	2,7	2,6	2,6	2,7
Ekskl. eksogene ...	51,6	0,5	1,3	1,3	1,5	0,3	1,3	1,1	1,3	1,2	0,9
Import	14,7	3,9	1,1	2,7	2,5	2,6	1,0	0,2	1,1	0,5	0,1
IMI	36,9	-0,9	1,4	0,7	1,0	-0,6	1,3	1,5	1,4	1,4	1,2

Anm.: Seneste faktiske tal er februar 2012.

¹ Vægt i nettoprisindekset, procent.

årstigningstakt på 1,5 pct. Prisindekset for indenlandsk vareforsyning, engrospriserne, belyser prisudviklingen i første omsætningsled og opgøres uden afgifter. Indekset har efter en kraftig stigning i en periode stort set ligget fladt i 2. halvår af 2011. Inflationsforventningerne, der måles ved at spørge til forventningerne til priserne om et år i forhold til i dag, er faldet siden efteråret, men ligger dog stadig på et forholdsvis højt niveau.

Samlet tyder disse forhold på, at der ikke er noget stærkt underliggende inflationspres i den danske økonomi. De indgåede overenskomstforlig giver forhåbninger om, at den midlertidigt lidt højere inflation ikke får lov at slå ud i de nominelle lønninger. Dermed hindres anden runde-effekter, og mulighederne for en stabil prisudvikling forbedres. På den baggrund ventes inflationen at aftage de kommende år og nå ned på 1,8 pct. i 2013 og 2014.

Offentlige finanser

I indeværende år ventes finanspolitikken at blive lempet lidt. Det afspejler, at den ekspansive effekt af det midlertidigt højere niveau for de offentlige investeringer og muligheden for skattefri tilbagebetaling af efterlønsbidrag i 2012 overstiger den underliggende konsolidering af de offentlige finanser.

I prognosen skønnes i år en realvækst i det offentlige forbrug på 0,9 pct. af BNP mod et fald på 0,7 pct. i 2011. Også de kommende to år ventes svag positiv vækst i det reale offentlige forbrug, mens der sker en reduktion af de højere offentlige investeringer. Trods reduktionen i de kommende år vil investeringsomfanget ved udgangen af 2014 stadig ligge over niveauet umiddelbart før krisen.

I år ventes et underskud på de offentlige finanser på 93 mia. kr. svarende til 5,0 pct. af BNP, mod et skønnet underskud i 2011 på 2,3 pct. af BNP. Af forværringen på 51 mia. kr. kan de 17 mia. kr. henføres til engangsudbetaling af efterlønsbidrag. Dertil kommer et fald i det forventede provenu fra pensionsafkastskatten. I 2013 ventes det offentlige underskud at falde igen til under 3 pct. af BNP. Ud over en reduktion af de ekstraordinære investeringer bidrager også den øgede økonomiske vækst til at reducere underskuddet de kommende år.

Hermed vil Danmark have opfyldt henstillingen fra Ecofin-Rådet om, at underskuddet senest i 2013 skal være nedbragt til under 3 pct. af BNP, som krævet i stabilitets- og vækstpagten.

Ifølge Økonomi- og Indenrigsministeriet vil den konjunkturrensede offentlige saldo, dvs. den strukturelle saldo, være i balance næste år. Hermed vil Danmark også have opfyldt henstillingen om at nedbringe den strukturelle saldo med 1,5 pct. af BNP fra 2011-13, ligesom den finanspolitiske regel i finanspagten vil være opfyldt.

Det er vanskeligt at forudsige saldoen på de offentlige budgetter særlig præcist. Det skyldes bl.a., at indtægterne fra pensionsafkastskatten svinger meget fra år til år. Pensionsformuen udgjorde ultimo 2010 mere end 140 pct. af BNP. Skatten opgøres ud fra et lagerprincip, således at der betales skat af kapitalgevinster. Provenuet fra skatten er dermed følsomt over for udviklingen på de finansielle markeder, herunder specielt renteudviklingen.

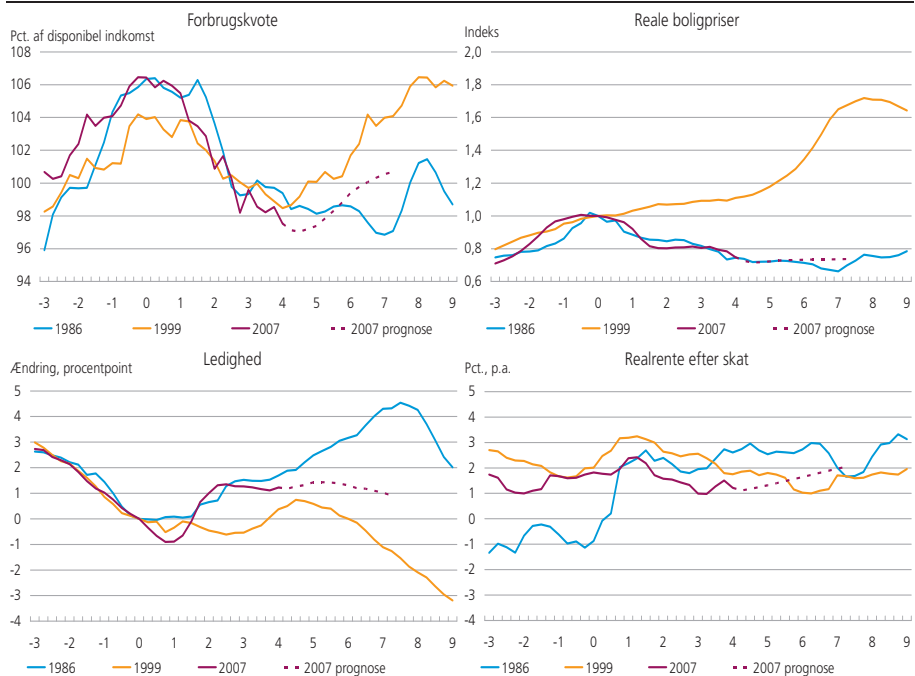
Udvikling i det private forbrug under tre konjunkturvendinger

Det er usikkert, hvornår den store private opsparingstilbøjelighed vender, og det betydelige forbrugspotentiale begynder at blive omsat i faktisk forbrug. For at undersøge, om tidligere konjunkturvendinger kan bidrage til at belyse dette, sammenholdes i det følgende den seneste konjunkturvending med vendingerne i henholdsvis 1986 og 1999, jf. figur 18.

Det økonomiske opsving fra 2004-06 ebbede ud i løbet af 2007. Konjunkturvendingen indtraf først på boligmarkedet, hvor priserne stagne-

HUSHOLDNINGERNES FORBRUGSKVOTE, REALE BOLIGPRISER, LEDIGHED OG REALRENTE EFTER SKAT

Figur 18



Anm.: De konjunkturrelle vendepunkter, som dateres 0 i figurene, er fastsat som henholdsvis 2. kvartal 1986, 2. kvartal 1999 og 3. kvartal 2007. X-aksen viser antal år før og efter vendepunktet. Forbrugskvoten er centreret fire kvartalers glidende gennemsnit. Til beregning af deflatoren i realrenten efter skat er anvendt adaptive forventninger. Forløbet med vending i 2007 er fremskrevet med seneste prognose – vist som stiplede linje.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

rede efter nogle år med høj vækst. I sensommeren 2007 begyndte den internationale finansielle uro, og i 2008 og 2009 fulgte en konjunkturunedgang med bratte fald i både det private forbrug og huspriserne. Samtidig betød et voldsomt fald i verdenshandlen, at eksporten faldt.

Udviklingen op til den seneste konjunkturvending minder på mange måder om situationen i første del af 1980'erne. Fra 1983-86 udløste et stort rentefald i kølvandet på indførelsen af fastkurspolitikken i 1982 betydelige stigninger i huspriserne. Det ansporede det private forbrug og førte til en generel overophedning af økonomien. Medvirkende var også en meget høj skattemæssig værdi af rentefradraget. Realrenten efter skat var negativ, hvilket tilskyndede til lånefinansieret forbrug og lav opsparing. Resultatet var bl.a. et stort underskud på betalingsbalancen.

Der er flere paralleller mellem omsvinget i 1980'erne og det seneste. Fald i de reale boligpriser medførte stigninger i boligejernes gennemsnitlige belåningsgrad. Samtidig faldt forbrugskvoten. Det resulterende fald i den økonomiske aktivitet medførte stigende ledighed med godt et års forsinkelse. I begge tilfælde fulgte omsvinget en økonomisk opgang, der havde rod i økonomisk-politiske tiltag, som bidrog til lavere omkostninger og/eller ydelser ved låntagning, ikke mindst boligkøb – i 1980'erne ved den omtalte fastkurspolitik og medfølgende rentefald, og i den seneste opgang ved fastfrysning af ejendomsværdiskat og introduktion af lån med variabel rente og afdragsfrihed. Det er også fælles for begge episoder, at stigningen i den private efterspørgsel ikke blev imødegået af passende finanspolitiske stramninger.

Efter at overophedningerne var indtruffet, har den økonomisk-politiske reaktion imidlertid været væsensforskellig. I 1980'erne blev rammebetingelserne strammet med kartoffelkur og beskæring af rentefradraget, hvilket bidrog til, at realrenten efter skat steg. Den seneste lavkonjunktur blev imødegået med ekspansiv finanspolitik samtidig med, at historisk lave renter bidrog til at holde hånden under økonomien.

Omsvinget sidst i 1990'erne skete også efter indgreb mod en forværring af betalingsbalancen. Yderligere beskæring af rentefradraget fik realrenten efter skat til at stige, men boligmarkedet kom næsten upåvirket igennem den følgende noget mildere nedtur. Forbrugskvoten var ikke nået helt så højt op som i 1986 og 2007, men faldet minder alligevel om de to episoder.

Mens den aktuelle nedgang kan synes at minde mest om den fra 1986, er der også vigtige forskelle. Der har ikke været en stor stigning i realrenten efter skat, og balancerne i danske økonomi er bedre, jf. tabel 4. Det har givet mulighed for ekspansive tiltag uden at sætte den finanspolitiske troværdighed over styr. Opbygningen af en betydelig pensions-

GÆLD OG NETTOFORMUE I TRE ØKONOMISKE OMSVING		Tabel 4		
Gennemsnit over perioden	1986-89	1999-02	2007-10	
Statsgæld ¹ , pct. af BNP	44	41	16	
Udlandsgæld, pct. af BNP	46	18	1	
Husholdningernes bruttogæld, pct. af disponibel indkomst	175	204	300	
Husholdningernes nettoformue ² , pct. af disponibel indkomst	240	358	478	

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank

¹ Opgjort som den nominelle værdi af indenlandsk og udenlandsk gæld fratrukket statens indestående i Danmarks Nationalbank og statens aktiver i Den Sociale Pensionsfond, Højteknologifonden og Forebyggelsesfonden.

² Opgjort efter skat.

opsparing betyder, at husholdningerne under ét har en positiv nettoformue trods stor gældsfinansiering på boligmarkedet. Samtidig har de seneste 15 års strukturpolitiske tiltag på arbejdsmarkedet bidraget til at nedbringe den strukturelle ledighed og øge fleksibiliteten.

Sundere balancer, bedre strukturer på arbejdsmarkedet og lave realrenter er medvirkende til, at der i de kommende år er mulighed for en hurtigere normalisering af forbrugskvoten, end det var tilfældet i 1980'erne, ligesom der er udsigt til en gunstigere udvikling på arbejdsmarkedet.

Den svage udvikling på boligmarkedet de senere år minder om årene efter 1986. Sammenholdt med en høj belåningsgrad og fortsatte spændinger i den finansielle sektor bevirker det, at vi næppe vil opleve så hurtigt et omsving som i årene efter 1999-nedturen. Omvendt er de nuværende låneomkostninger og ydelsesniveauer ganske fordelagtige.

Økonomisk politik

Den europæiske statsgældskrise har tydeligt vist, hvor vigtigt det er at føre en sund finanspolitik. På Det Europæiske Råds møde den 1. og 2. marts blev der vedtaget en finanspagt til ikrafttrædelse pr. 1. januar 2013. Pagtens regler skal indskrives i de nationale lovgivninger. Regeringen har bebudet, at dette herhjemme vil ske i form af den budgetlov, som under alle omstændigheder var planlagt.

Baggrunden for budgetloven er bl.a. erfaringerne med styringen af de offentlige finanser gennem flere årtier med gentagne overskridelser af de lagte budgetter. Især kommunerne har haft svært ved at holde sig inden for de lagte rammer. Det er blevet bedre de senere år ved brug af nye styringsredskaber og sanktioner. Indførelsen af en budgetlov er et yderligere skridt i den retning. Loven vil lægge nogle faste flerårige rammer for styring af økonomien i stat, regioner og kommuner med regler for, hvad der skal ske ved eventuel overskridelse. I det kommende finanspolitiske regime, hvor den økonomiske politik skal overvåges tættere fra EU's side, og sammenholdt med de finansielle markeders skær-

pede fokus på de offentlige finanser, er der ikke plads til store afvigelser fra de lagte budgetter.

Den danske banksektor blev som banksektorerne i mange andre lande ramt af den internationale finanskrisen fra efteråret 2008. Finansieringen af bankerne blev vanskeligere, og der opstod sammen med stigende tab en risiko for, at en generel kreditklemme kunne opstå.

Til afhjælpning af problemerne er der herhjemme vedtaget fem bankpakker i perioden 2008-12. Hvor den første bankpakke udstedte en ubegrænset garanti til hele sektoren, er bankpakkerne gradvis blevet mere målrettede. Bankpakkerne har bidraget til, at forholdene i sektoren nu er forbedret mærkbart. Flere pengeinstitutter har på det seneste igen hentet likviditet, også på de internationale kapitalmarkeder. Solvensen er øget, og kvaliteten af basiskapitalen er forbedret i forhold til situationen forud for krisen. Samtidig er det tidligere store indlånsunderskud nedbragt betragteligt. Det øger alt i alt banksektorens robusthed. Hertil kommer, at der er skabt rammer for håndtering af nødlidende pengeinstitutter, bl.a. gennem fusioner eller overtagelser inden for sektoren ved Finansiell Stabilitets mellemkomst og senest ved den politiske aftale om at oprette et finansieringsinstitut for landbrug. Der vil stadig kunne opstå enkelttilfælde med banker i problemer, men det er kommet ned i en størrelse, så det er håndterbart inden for de gældende rammer.

De lovgivnings- og tilsynsmæssige rammebetingelser har bidraget til en mere robust finansiell sektor. Samtidig hjælper det lave renteniveau markedet. Hertil kommer, at Nationalbanken i lighed med en række andre centralbanker siden 2008 har lavet en række tiltag med henblik på at understøtte pengeinstitutternes likviditet.

Med den forventede vækst i økonomien og med det betydelige forbrugspotentiale, der ligger i den lave forbrugskvote, kan den fortsatte konsolidering af de offentlige finanser og reduktionen af de offentlige investeringer i 2013 til et mere normalt niveau vise sig at komme på et godt tidspunkt i forhold til konjunkturen. Det er desuden nødvendigt for at opfylde Ecofin-Rådets henstilling i henhold til proceduren om uforholdsmæssigt store underskud.

Boligmarkedet er, særligt med de nuværende rammer, præget af selvforstærkende udsving, som i de seneste år har været i nedadgående retning. Det er ikke muligt at forudsige, hvornår boligmarkedet vender igen, men når det sker, må også opgangen forventes at blive selvforstærkende. Det medfører ikke nødvendigvis problemer i de nærmeste år efter en sådan vending, men sammen med et ganske stort potentiale for løft i det private forbrug og investeringer understøtter det behovet for årvågenhed med de finansielle forhold og i den økonomiske politik.

Mulighederne for at detailstyre den økonomiske vækst med aktiv finanspolitik er i praksis begrænsede, og finanspolitikken fastlægges mest hensigtsmæssigt ud fra et mellemfristet perspektiv. I den henseende er der behov for en opdatering af den 2020-plan, der blev udarbejdet i foråret 2011. Siden offentliggørelsen er der bl.a. gennemført en tilbage-trækningsreform, en dagpengereform, forhøjet en række overførsels-indkomstsatser og senest fremlagt forslag til en førtidspensionsreform. Regeringens ambition om at øge arbejdsudbuddet med 135.000 personer i 2020 må vurderes at ligge ud over, hvad de hidtil gennemførte reformer kan give. Det er derfor vigtigt, at det lagte reformspor videreføres.

APPENDIKS 1: ANTAGELSER I PROGNOSEN FOR DANSK ØKONOMI

Prognosen er udarbejdet ved brug af den makroøkonomiske model MONA¹ og tager udgangspunkt i den foreliggende konjunkturstatistik, herunder Danmarks Statistiks foreløbige kvartalsvise nationalregnskab for 4. kvartal 2011.

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

International økonomi

De internationale organisationer forventer afdæmpet vækst i den globale aktivitet. Denne vurdering gælder også for Danmarks vigtigste samhandelsspartnere. På den baggrund antages afsætningsmarkedet for den danske eksport at vokse med 3,4 pct. i 2012, hvorefter væksten ventes øget til knap 7 pct. i 2014, jf. tabel 5.

De svage vækstudsigter bevirker, at de udenlandske priser ventes at stige beskedent i år, hvorefter stigningen øges til knap 2 pct. i 2014. Det samme gælder for prisudviklingen 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 rentekurven på de finansielle markeder. Den korte danske rente antages at følge pengemarkedsrenterne i euroområdet. 3-måneders-pengemarkedsrenten målt ved Cita-swaprenten var i begyndelsen af marts 2012 0,3 pct. og ligger dermed lidt lavere end ved tidspunktet for udarbejdelsen af sidste prognose. Det ventes, at den korte pengemarkedsrente vil stige svagt til 0,5 pct. i 2014.

Den gennemsnitlige obligationsrente er defineret som et gennemsnit af de effektive renter på udestående stats- og realkreditobligationer. Den gennemsnitlige obligationsrente var i begyndelsen af marts 2,4 pct. og ventes at stige til 3,4 pct. gennem fremskrivningsperioden.

Den effektive kronekurs er svækket de seneste måneder. Det dækker over en generel svækkelse af euroen og dermed også den danske krone over for en række valutaer. I fremskrivningen antages dollarkursen og den effektive kronekurs at holde sig konstant på niveauet fra begyndelsen af marts.

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

Prisen på olie lå ved prognosens udarbejdelse omkring 125 dollar pr. tønde. I fremskrivningen antages olieprisen at følge futurepriserne, så den falder til knap 105 dollar pr. tønde i 2014.

Finanspolitiske forudsætninger

Finanspolitikken i prognosen tager udgangspunkt i den annoncerede finanspolitik, herunder finansloven for 2012. Det reale offentlige forbrug antages i år at stige 0,9 pct. efter et fald på 0,7 pct. i 2011. I 2013 forventes den at blive 0,5 pct. og i 2014 0,4 pct. De offentlige investeringer ventes at stige godt 10 pct. i år, hvorefter de næste år reduceres i takt med, at det midlertidigt forhøjede investeringsniveau udfases.

OVERSIGT OVER PROGNOSENS ANTAGELSER				Tabel 5
	2011	2012	2013	2014
International økonomi:				
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år	6,1	3,4	5,9	6,9
Pris på eksportmarkedet ¹ , pct. år-år	1,9	0,5	1,7	1,8
Udenlandsk pris ² , pct. år-år	2,1	0,6	1,8	1,8
Udenlandsk timeløn, pct. år-år	2,3	2,3	2,5	2,8
Finansielle forhold mv.:				
3-måneders-pengemarkedsrente, pct. p.a.	0,9	0,3	0,3	0,5
Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a. .	2,7	2,5	2,9	3,4
Effektiv kronekurs, 1980 = 100	103,6	101,7	101,7	101,7
Dollarkurs, kroner pr. dollar	5,4	5,6	5,6	5,6
Oliepris, Brent, dollar pr. tønde	110,8	119,8	113,5	105,0
Finanspolitik:				
Offentligt forbrug, pct. år-år	-0,7	0,9	0,5	0,4
Offentlige investeringer, pct. år-år	9,5	10,6	-19,9	0,7
Offentlig beskæftigelse, 1.000 personer	828	829	834	837

¹ Sammenvejlet importpris for de lande, Danmark eksporterer til.

² Sammenvejlet eksportpris for de lande, Danmark importerer fra.

APPENDIKS 2: REVISIONER I FORHOLD TIL SENESTE PROGNOSE

Skønnet for BNP-væksten i år er opjusteret marginalt, mens det er uændret for 2011 og 2013 i forhold til december-prognosen. Det fremgår af tabel 6, hvor revisionerne i BNP og forbrugerpriser er dekomponeret på vigtige baggrundsfaktorer.

De omtrent uændrede vækstske for 2012-13 dækker over flere modsatrettede ændringer i grundlaget for prognosen. Eksportmarkedsvæksten er nedrevideret, hvilket trækker i retning af lavere BNP-vækst; det opvejes omtrent af, at den effektive kronekurs er svagere i denne prognose end i december. Udviklingen på arbejdsmarkedet tegner også bedre nu, end der blev lagt til grund i december. Det underbygger en lidt stærkere indenlandsk efterspørgsel end skønnet i december, som ligger bag bidraget til højere BNP-vækst under posten "Andre faktorer". Til gengæld skønnes olieprisen i fremskrivningen nu højere end i december, hvilket mindsker væksten i 2012 og 2013.

Stigningerne i forbrugerpriserne er revideret op i år og næste år. Oprevideringen af olieprisen i prognoseperioden øger prisstigningstakten, mens den svagere effektive kronekurs øger prisen på importerede varer.

REVISIONER I FORHOLD TIL SENESTE PROGNOSE

Tabel 6

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

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

Produktivitetsudviklingen i Danmark – sammenfatning

Asger Lau Andersen og Morten Spange, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING

Produktivitet betegner effektiviteten i en produktionsproces. Forenklet sagt er begrebet et udtryk for, hvor meget værditilvækst produktionsprocessen frembringer i forhold til mængden af input. *Timeproduktiviteten*, som er et af de mest benyttede mål for produktivitet, udtrykker eksempelvis, hvor meget der i gennemsnit produceres pr. arbejdstime.

En stigning i timeproduktiviteten indebærer, at der kan produceres mere med en given arbejdsindsats. Højere timeproduktivitet muliggør derfor et højere velstandsniveau og levestandard på nationalt plan. Velstandsstigninger kan også opnås ad andre veje, fx ved forbedringer af bytteforholdet eller ved at øge det gennemsnitlige antal arbejdstimer pr. person. På længere sigt er der imidlertid grænser for, hvor meget arbejdstiden pr. person kan øges, og det er heller ikke realistisk at tro, at bytteforholdet kan blive ved med at blive forbedret. Fortsatte stigninger i velstandsniveauet kræver derfor, at produktiviteten også stiger fremover.

Produktivitetsvæksten har imidlertid været svag i de senere år – ikke bare i Danmark, men også i langt de fleste andre vestlige lande. Nedgangen i produktivitetsvæksten har dog været særlig udtalt i Danmark, og produktivitetsudviklingen har siden midten af 1990'erne været svagere end i vores nabolande.

Nationalbanken og Den Internationale Valutafond, IMF, afholdt i september 2011 en konference om udviklingen i dansk produktivitet set i et internationalt perspektiv. I del 2 af denne Kvartalsoversigt videreformidler og uddyber vi den indsigt, der blev opnået på konferencen. Denne artikel sammenfatter de vigtigste pointer og konklusioner.

Det er vanskeligt at identificere den præcise årsag til, hvorfor produktivitetsvæksten siden midten af 1990'erne har været svagere i Danmark end i de fleste af vores nabolande. Målt på en række af de strukturelle parametre, der normalt regnes for vigtige for produktivitet og vækst – såsom kapitalakkumulation, uddannelse, forskning og udvikling samt fleksibilitet på arbejdsmarkedet – ligger Danmark pænt placeret i forhold til andre højtudviklede lande.

Det er derfor mere oplagt at fokusere på, hvordan produktivitsudviklingen i Danmark kan forbedres fremover. Der er imidlertid mange forhold, der kan tænkes at påvirke produktiviteten, og en fyldestgørende gennemgang af alle relevante faktorer er ikke mulig i denne artikel. Som afgrænsning fokuserer vi derfor på de emner, der blev behandlet på Nationalbankens og IMF's konference. På baggrund af konferencen og den eksisterende økonomiske litteratur argumenterer vi for, at øget konkurrence og åbenhed over for udlandet kan være midler til at forbedre produktiviteten i Danmark, særligt i servicesektoren. På uddannelsesområdet kan en opprioritering af specifikke fagområder, særligt samfundsvidenskab og naturvidenskab, medvirke til en øget produktivitet. Omlægninger af skattesystemet kan ligeledes bidrage til en øget produktivitet.

Endelig er det vigtigt at fokusere på bevægeligheden og omstillings- evnen i dansk økonomi. En stor del af den samlede produktivitsfremgang kan således tilskrives, at økonomiske resurser, herunder arbejdskraft, frit bevæger sig over mod de aktiviteter, hvor værdiskabelsen er højest. Det er derfor vigtigt at undgå tiltag, der medvirker til at fastholde unødigt mange resurser i mindre produktive aktiviteter. Det gælder fx byggesektoren, som fik en uforholdsmæssig størrelse under overop- hedningen af dansk økonomi i årene inden finanskrisen.

DANSK PRODUKTIVITETSUDVIKLING 1975-2010

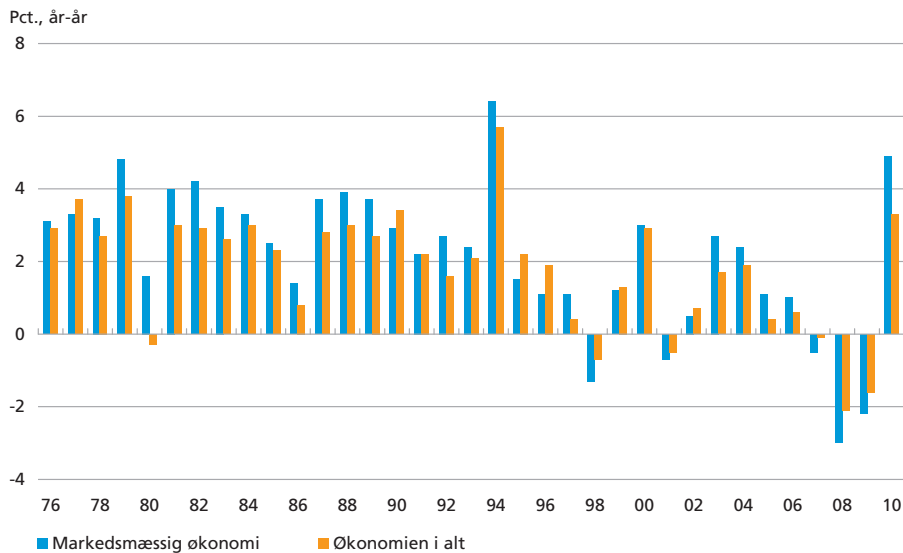
Produktionen pr. arbejdstime i dansk økonomi, målt ved bruttofaktorindkomsten, BFI, blev næsten fordoblet i årene 1975-2010, svarende til en gennemsnitlig årlig vækstrate for hele perioden på 1,8 pct. Dette tal dækker dog både den private og den offentlige sektor under ét. Det er problematisk, idet værditilvæksten i den offentlige sektor måles ud fra omkostningssiden i nationalregnskabet. Hermed tages der ikke højde for produktivitsfremskridt i den offentlige sektor. Ser man i stedet alene på den markedsmæssige økonomi, var den gennemsnitlige vækstrate i arbejdstimeproduktiviteten 2,1 pct pr. år i perioden 1975-2010.¹

Væksten i timeproduktiviteten varierer imidlertid kraftigt fra år til år, jf. figur 1. Produktiviteten faldt fx markant i både 2008 og 2009, mens 2010 bød på en kraftig positiv produktivitsvækst. Disse årlige udsving skal ses i lyset af konjunktursituationen. I begyndelsen af en lavkonjunktur vil produktiviteten typisk falde, fordi virksomhedernes produktion falder, mens beskæftigelsen normalt først reagerer med en vis forsinkel-

¹ Der er dog også væsentlige udfordringer forbundet med måling af produktivitet i den markedsmæssige økonomi. Vi henviser til artiklen i del 2 af denne Kvartalsoversigt for en nærmere beskrivelse af disse udfordringer.

ÅRLIG VÆKST I TIMEPRODUKTIVITET, 1975-2010

Figur 1



Anm.: Figuren viser årlige vækstrater i bruttofaktorindkomst pr. præsteret time, 2005-priser, kædede værdier. Markedsmæssig økonomi betegner hele økonomien ekskl. sektoren Offentlig forvaltning og service.

Kilde: Danmarks Statistik.

se. Virksomhederne vil dog efterhånden tilpasse deres anvendelse af arbejdskraft til de nye forhold, således at produktiviteten øges.

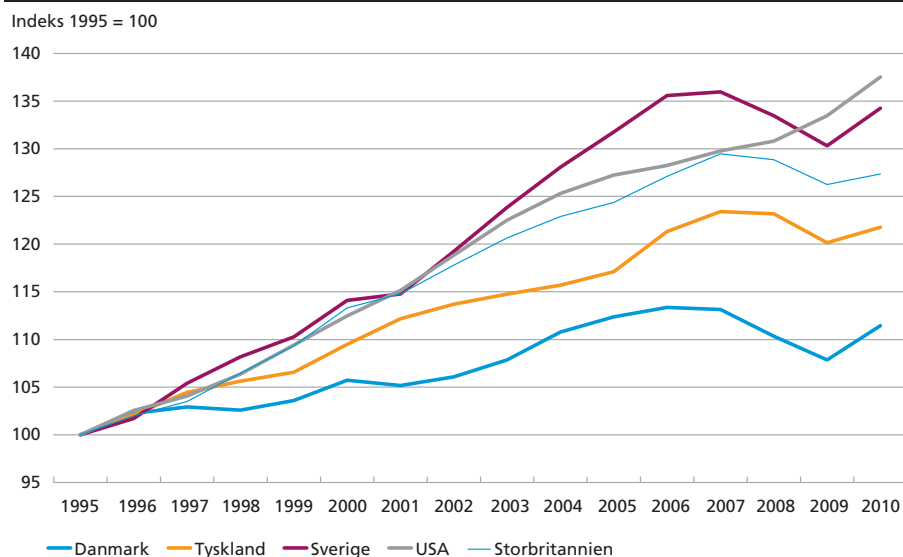
Produktivitetsudviklingen er imidlertid også præget af bevægelser, som ikke umiddelbart kan forklares af konjunkturcyklen. I årene 1975-95 var den gennemsnitlige årlige vækst i timeproduktiviteten i den markedsmæssige økonomi 3,2 pct. I årene 1995-2010 var det tilsvarende tal derimod kun 0,7 pct. Sammenlignet med de foregående årtier har produktivitetsvæksten siden midten af 1990'erne altså været væsentligt lavere.

Sammenligner man med produktivitetsudviklingen i en række af vores nabolande, tegner der sig ligeledes et billede af en svag dansk produktivitetsudvikling i de senere år. Siden 1995 er arbejdsproduktiviteten i Danmark, målt ved BNP pr. præsteret time, steget med i alt 11 pct., jf. figur 2. I samme periode er produktiviteten i Tyskland steget med 22 pct., mens Sverige og USA har oplevet produktivitetsvækst på henholdsvis 34 og 38 pct. Samme overordnede billede fås, hvis man i stedet måler fra et andet begyndelsesår, som fx 1990.

Produktivitetsudviklingen i Danmark har altså været svag siden midten af 1990'erne, både set i forhold til de foregående år og i forhold til udviklingen i en række af de lande, vi normalt sammenligner os med. Efter mange års "catch-up" i forhold til USA har Danmark i lighed med stort set alle andre vesteuropæiske lande oplevet et stigende efterslæb i for-

BNP PR. ARBEJDSSTIME, HELE ØKONOMIEN, 1995-2010

Figur 2



Kilde: OECD.

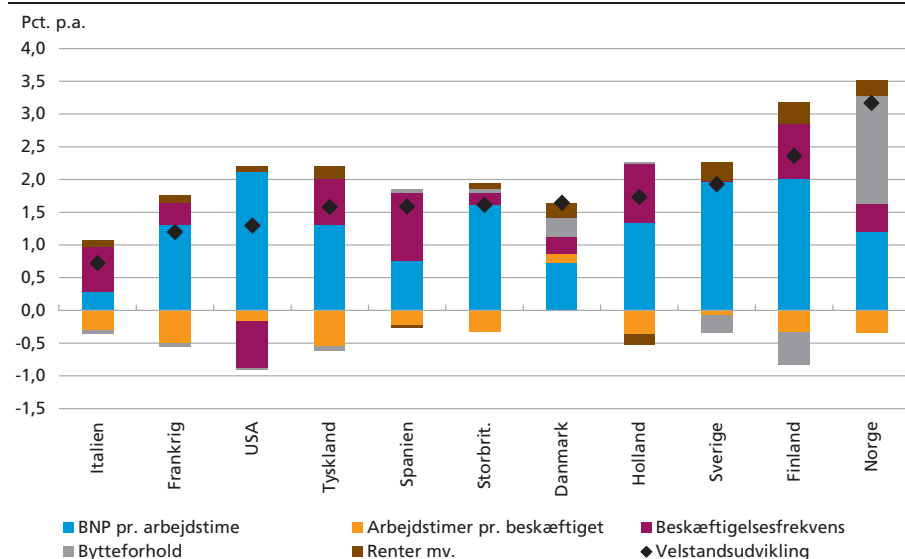
hold til det amerikanske produktivetsniveau. Opbremsningen i produktivetsvæksten har dog været særligt udtalt i Danmark, som siden 1995 har haft en svagere udvikling i BNP pr. arbejdstime end andre lande med samme initiale indkomstniveau.

Den svage danske produktivetsudvikling har tiltrukket betydelig opmærksomhed fra politisk hold. Produktivetsvækst var således blandt de centrale fokusområder for både Globaliseringsrådet og Vækstforum, der blev nedsat af den daværende regering i henholdsvis 2005 og 2009. Den nye regering lægger i regeringsgrundlaget op til at nedsætte en produktivetskommission, som skal kortlægge årsagerne til den svage produktivetsvækst og komme med anbefalinger til produktivetsfremmende tiltag, jf. Regeringen (2011).

Produktiviteten er imidlertid ikke den eneste faktor, der har betydning for velstandsniveauet i Danmark. Også antal arbejdstimer pr. person, bytteforholdet og indkomst fra udlandet spiller, som nævnt indledningsvist, væsentlige roller. Den svage udvikling i produktiviteten siden midten af 1990'erne har været sammenfaldende med en markant forbedring af bytteforholdet, en stigning i antallet af arbejdstimer pr. beskæftiget og stigende rente- og formueindkomster fra udlandet. Tager man højde for disse forhold, fremstår den danske velstandsudvikling siden midten af 1990'erne knap så svag i international sammenligning, som udviklingen i produktiviteten antyder. Efter skønsmæssig korrektion for udviklingen i bytteforholdet er den gennemsnitlige årlige

VELSTANDSUDVIKLING, GENNEMSNITLIG ÅRLIG STIGNING 1995-2010

Figur 3



Anm.: Velstandsudviklingen er udregnet som den gennemsnitlige årlige vækstrate i BNI pr. person i den arbejdsdygtige alder, korregeret for bytteforholdseffekter. For en nærmere redegørelse for de foretagne bytteforholdskorrektio-
ner henvises til Ølgaard (2006).

Kilde: OECD, Eurostat, IMF og egne beregninger.

vækstrate i bruttonationalindkomsten, BNI, pr. person i Danmark således på niveau med de tilsvarende vækstrater i lande som Tyskland, Spanien, Storbritannien og Holland, jf. figur 3.¹ Sverige, Finland og Norge ligger noget højere, men det skyldes i de to førstnævnte tilfælde valget af 1995 som begyndelsesår. Vælger man i stedet 1990 som begyndelsesår, ligger Danmark på niveau med både Sverige og Finland, mens Norge fortsat ligger højere.

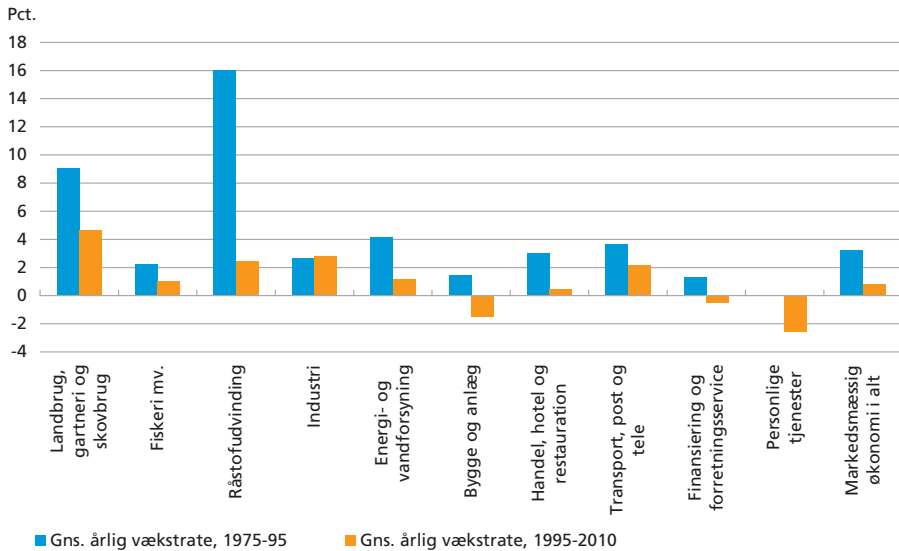
Det er dog ikke sandsynligt, at bytteforholdsforbedringer og øget indkomst fra udlandet fremover vil kunne kompensere fuldt ud for en fortsat svag produktivitetsvækst. Hvis produktivitetsvæksten i Danmark bliver ved med at være lavere end i vores nabolande, vil det derfor resultere i et faldende dansk velstandsniveau relativt til disse lande.

Nedgangen i produktivitetsvæksten er et fænomen, der har ramt stort set alle brancher i dansk økonomi, jf. figur 4. Kun industrien har i årene 1995-2010 formået at opretholde den samme produktivitetsvækst som i de foregående 20 år. I byggeriet og serviceerhvervene er produktivitetsvæksten derimod aftaget markant. Særligt sidstnævnte har haft stor

¹ Sammenfaldet mellem en svag produktivitetsudvikling og et forbedret bytteforhold er ikke nødvendigvis tilfældigt. I den statistiske opgørelse af eksporten kan det være vanskeligt at afgøre, i hvilket omfang en øget produktpris på en eksportvare afspejler en kvalitetsmæssig forbedring (og dermed en højere real værditilvækst) eller en stigning i prisniveauet. I førstnævnte tilfælde vil kvalitetsforbedringen blive registreret som en stigning i produktiviteten, mens den i det andet tilfælde registreres som en forbedring af bytteforholdet.

VÆKST I ARBEJDSPRODUKTIVITET INDEN FOR BRANCHER, 1975-2010

Figur 4



Anm.: Figuren angiver gennemsnitlige årlige vækstrater i BVT pr. arbejdstime, 2000-priser, kædede værdier. Beregningerne er baseret på den markeds-mæssige økonomi, dvs. hele økonomien ekskl. sektoren Offentlig forvaltning og service. Sammenligninger af produktivitetsvækst på tværs af brancher kompliceres af, at produktivitetsudviklingen kan være vanskeligere at måle i nogle brancher end i andre. I nogle brancher kan det fx være vanskeligt at tage højde for effekten af kvalitetsforbedringer. Øget produktkvalitet gør det muligt at sælge produktet til en højere pris. I den statistiske opgørelse af produktionen kan det være vanskeligt at afgøre, om en sådan stigning skal behandles som en forøgelse af den reale værdiskabelse, og dermed af produktiviteten, eller som en stigning i prisniveauet. Vanskelighederne forbundet hermed er formentlig betydelige i serviceerhverv og byggeri, mens den mængdemæssige produktion er nemmere at opgøre inden for fx landbrug.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

betydning for den samlede produktivitetsvækst. Den svagere produktivitetsvækst i servicesektoren kan således forklare næsten halvdelen af nedgangen i produktivitetsvæksten i dansk økonomi i forhold til 1975-95. Produktivitetsudviklingen i den danske servicesektor siden midten af 1990'erne fremstår også relativt svag, når man sammenligner med den tilsvarende udvikling i andre lande, herunder særligt USA.

KAN DEN SVAGE DANSKE PRODUKTIVITETSUDVIKLING FORKLARES?

Opbygning af kapitalapparatet er en af de vigtigste kilder til vækst i timeproduktiviteten, idet øget anvendelse af kapitaludstyr, såsom maskiner og bygninger, giver mulighed for, at der kan produceres mere pr. arbejdstime. En langsommere kapitalakkumulation vil derfor alt andet lige resultere i en svagere produktivitetsvækst. Beregninger på tal fra Danmarks Statistik viser, at dette kan forklare en del af nedgangen i produktivitetsvæksten i perioden siden 1995 i forhold til årene 1975-95. Hovedparten af denne nedgang skyldes dog en lavere vækst i den såkaldte totalfaktorproduktivitet, TFP, som er et samlet udtryk for, hvor effektivt produktionsfaktorerne

anvendes i produktionsprocessen. Et lignende billede tegner sig, hvis man sammenligner udviklingen siden 1995 med den tilsvarende udvikling i andre lande. Den relativt lave danske produktivitetsvækst i denne periode skal således tilskrives en svag TFP-udvikling, mens kapitalakkumulationen ikke har været langsommere end i vores nabolande.

Investeringer i forskning og udvikling fremhæves ligeledes som en af de vigtigste kilder til produktivitetsvækst. Forskning og udvikling fører til, at der genereres ny viden, som kan gøre både arbejdskraft og kapital mere produktiv. I 2009 udgjorde de danske virksomheders samlede udgifter til forskning og udvikling 2,08 pct. af BNP, jf. tabel 1. Det er betydeligt mere end i euroområdet. Der er dog store forskelle imellem landene i euroområdet, og tyske virksomheders udgifter til forskning er næsten på højde med de danske. Medregner man den forskning, der foregår i uddannelsessektoren og den øvrige økonomi, ligger Danmark med 3,06 pct. af BNP også betydeligt over euroområdet. Der er derfor ikke tegn på, at vi i Danmark investerer mindre i videnopbygning end i sammenlignelige lande.

En tredje vigtig kilde til produktivitetsvækst er befolkningens uddannelsesniveau. Ser man på andelen af befolkningen i den arbejdsdygtige alder med en videregående uddannelse, ligger Danmark på linje med de fleste sammenlignelige lande. Blandt de beskæftigede har andelen med en videregående uddannelse desuden været stigende over en lang årække, mens andelen med en grundskoleuddannelse som højeste uddannelse har været faldende, jf. figur 5. Overordnet set giver dette ikke anledning til at konkludere, at udviklingen i det danske uddannelsesniveau har været årsag til den svage produktivitetsvækst.

Beregninger fra Europa-Kommissionen indikerer dog, at bidraget til produktivitetsvæksten fra forbedringer i de beskæftigedes uddannelsesniveau er blevet markant mindre siden midten af 1990'erne, jf. McMorro (2011). Det kan muligvis skyldes, at ledigheden er faldet mar-

UDGIFTER TIL FORSKNING OG UDVIKLING I PCT. AF BNP, 2009

Tabel 1

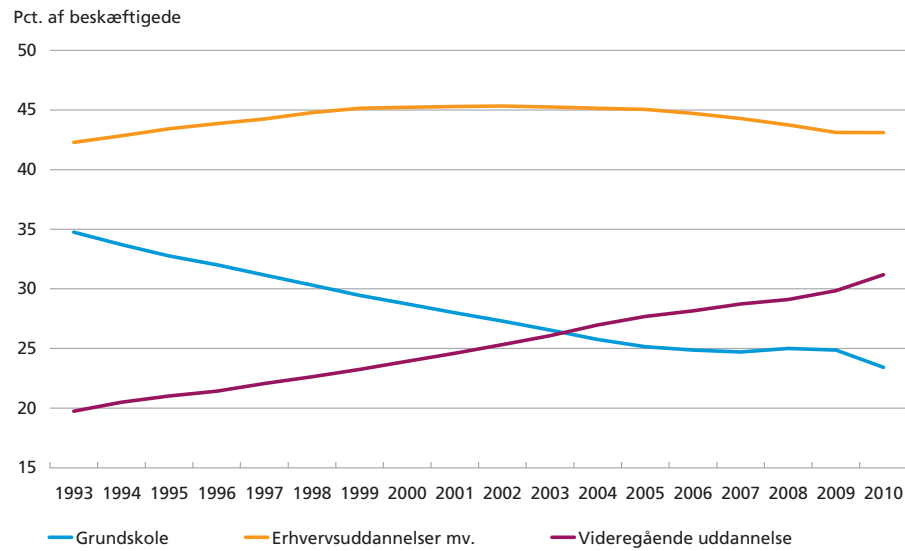
Enhed	Private virksomheder	Privat non-profit-sektor	Uddannelsessektor	Øvrig offentlig sektor	I alt
Danmark	2,08	0,01	0,90	0,06	3,06
Frankrig	1,39	0,03	0,47	0,37	2,26
Norge	0,93	-	0,58	0,29	1,80
Sverige	2,54	0,00	0,91	0,16	3,61
Tyskland	1,91	-	0,50	0,42	2,82
Storbritannien	1,12	0,05	0,52	0,17	1,86
USA	2,02	0,11	0,36	0,30	2,79
Euroområdet	1,27	0,02	0,47	0,29	2,06

Anm.: Tallet for den øvrige offentlige sektors udgifter til forskning i USA inkluderer ikke forskning i militært regi. Tallet for USA er for 2008.

Kilde: Eurostat.

UDDANNELSELSSAMMENSETNING BLANDT BESKÆFTIGEDE

Figur 5



Kilde: Danmarks Statistik.

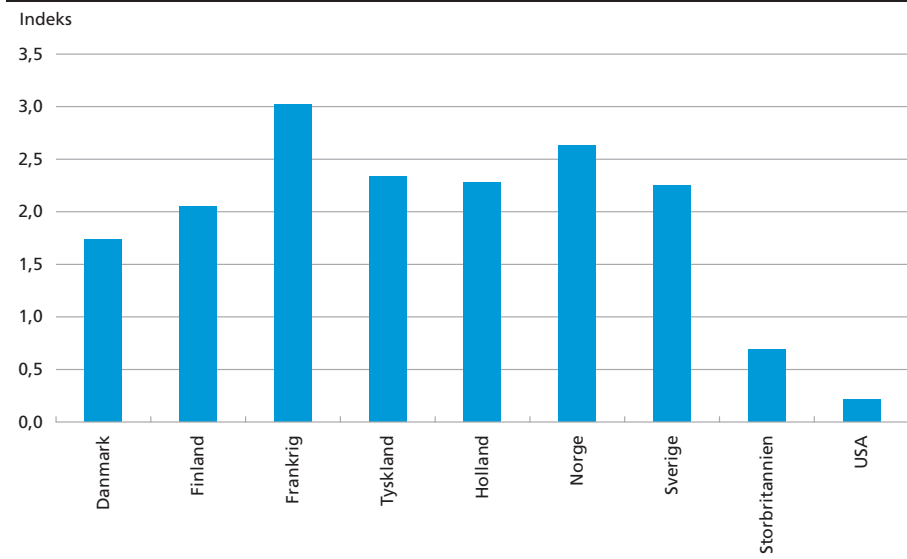
kant i samme periode, hvormed grupper med relativt lav uddannelse har vundet øget fodfæste på arbejdsmarkedet. Denne tendens blev mærkbart forstærket under den kraftige højkonjunktur i forrige årti. Manglen på arbejdskraft i disse år betød, at andelen af beskæftigede med en grundskoleuddannelse som højeste uddannelse begyndte at flade ud, efter at den havde været faldende i en lang årrække. Det kan have bidraget til en lavere produktivitetsvækst i disse år.

Det bør dog understreges, at et fald i produktiviteten, der skyldes, at bredere grupper inkluderes på arbejdsmarkedet, ikke er et problem i sig selv. Tværtimod vil den øgede beskæftigelse føre til betydelige samfundsøkonomiske gevinster. Det er imidlertid vigtigt at fokusere på, om den mindre produktive del af arbejdsstyrken kan opkvalificeres og dermed komme mere på niveau med de øvrige beskæftigede.

En fjerde faktor, som ofte fremhæves som vigtig for produktiviteten, er indretningen af arbejdsmarkedet. På baggrund af et studie af OECD-landenes arbejdsmarkeder finder Bassanini mfl. (2008), at regler, der beskytter de ansatte mod at blive afskediget, har en negativ indflydelse på produktivitetsvæksten. Det kan skyldes, at sådanne regler forhindrer virksomhederne i at tilpasse beskæftigelsen til det aktuelle behov, hvorved arbejdskraften fastholdes i mindre produktive aktiviteter. Det danske arbejdsmarked er karakteriseret ved en relativt lav grad af beskyttelse mod afskedigelser, jf. figur 6. Det er en del af den såkaldte flexicurity-model, som kombinerer fleksible regler for ansættelser og afskedigelser

BESKYTTELSE MOD AFSKEDIGELSE, GENNEMSNI 1990-2008

Figur 6



Anm.: Skalaen går fra 0 (mindst beskyttelse) til 6 (mest beskyttelse).
Kilde: OEDC.

med en relativt generøs arbejdsløshedsunderstøttelse og en aktiv arbejdsmarkedspolitik. Flexibilitetselementet i modellen medvirker til, at arbejdskraften lettere kan bevæge sig mod de mere produktive virksomheder og brancher til gavn for den samlede produktivitet. Omvendt er det også muligt, at fleksibiliteten fører til for hyppige jobskift, således at der ikke er tilstrækkeligt incitament til at udvikle kompetencer, der er specifikke for den beskæftigedes aktuelle jobfunktion. Ovennævnte empiriske resultater indikerer dog, at de positive effekter af flexicurity-modellen opvejer de negative, og der er derfor ikke belæg for at konkludere, at indretningen af det danske arbejdsmarked er årsagen til den relativt svage produktivitetsudvikling.

Endelig kan produktivitetsvæksten i den samlede økonomi afhænge af virksomhedernes fordeling på størrelse. Eksempelvis kan store virksomheder potentielt få et større udbytte af forskning og udvikling og dermed højere produktivitetsvækst. Der er dog ikke noget, som tyder på, at virksomhedsstrukturen er en væsentlig forklaring bag den svage danske produktivitetsvækst. Overordnet er virksomhedernes fordeling på størrelse sammenlignelig med de øvrige europæiske landes.

HVORDAN KAN PRODUKTIVITETSUDVIKLINGEN FORBEDRES FREMMER?

Bedømt ud fra de faktorer, der oftest nævnes i forbindelse med produktivitet, er det altså vanskeligt at forklare, hvorfor Danmark siden midten

af 1990'erne har oplevet en stærkere nedgang i produktivitetsvæksten end vores nabolande. I den resterende del af denne artikel fokuserer vi derfor på faktorer, som kan medvirke til at forbedre produktivitetsudviklingen fremover – uanset om disse faktorer har spillet en afgørende rolle for de seneste 15 års relativt svage danske produktivitetsvækst eller ej.

Forskning, udvikling og uddannelse

Som påvist i det foregående afsnit ligger Danmark pænt placeret i internationale sammenligninger af investeringer i uddannelse samt forskning og udvikling. Spørgsmålet er imidlertid, om indsatserne inden for disse områder prioriteres hensigtsmæssigt. McMorro (2011) argumenterer for, at Danmark har haft et lavt afkast på sine investeringer i forskning og udvikling sammenlignet med andre lande. Det åbner op for, at svaret på produktivitetsudfordringen ikke nødvendigvis blot er at forske mere, og der kan være god grund til at se på, om forskningsindsatsen i Danmark er prioriteret hensigtsmæssigt. Der kan også være grund til at undersøge, om danske virksomheder i tilstrækkelig grad drager nytte af den viden, der frembringes uden for landets grænser. Ny viden og teknologi kan især spredes på tværs af landegrænser gennem international handel og direkte investeringer. Disse emner behandler vi yderligere i det følgende afsnit.

En lignende pointe gør sig gældende for uddannelsesområdet. Junge og Skaksen (2010) finder således, at produktivitsgevinsten ved øget uddannelse er betydeligt større for samfunds faglige og naturvidenskabelige uddannelser end for humanistiske uddannelser inden for både fremstillings- og servicesektoren. En øget prioritering af samfundsvidenskabelige og naturvidenskabelige uddannelser vil derfor potentielt kunne hjælpe til at løfte produktiviteten.

Beskatning

Indretningen af skattesystemet kan også have betydning for produktiviteten. Danmark har gradvist nedsat virksomhedsskatten fra 50 pct. i 1989 til 25 pct. i dag. Dermed ligger vi nu på linje med en række europæiske lande. Vores personskatter er derimod i den høje ende internationalt set. Derudover sætter den højeste marginalskat ind ved en indkomst, der kun ligger lidt over gennemsnittet. I lande som Tyskland, Storbritannien og USA skal man derimod tjene mellem 4 og 9 gange landets gennemsnitsindkomst for at blive ramt af den højeste marginalskat.

Arnold mfl. (2011) finder på baggrund af data for 21 OECD-lande i perioden 1971-2004, at både personskatter og virksomhedsskatter har en

dæmpende effekt på produktivitetsvæksten. Det kan skyldes, at højere skatter reducerer afkastet af produktivitetsfremmende investeringer. Beskatning af fast ejendom har ifølge forfatterne derimod en langt mindre skadelig effekt på produktivitetsvæksten. Højere ejendomsbeskatning kan således føre til, at investeringer i boliger kanaliseres over i mere produktivitetsfremmende aktiviteter. En provenuneutral skatteomlægning, som reducerer indkomstskatten og hæver ejendomsskatterne, vil ifølge denne argumentation derfor have en positiv virkning på produktivitetsvæksten og den økonomiske vækst generelt.

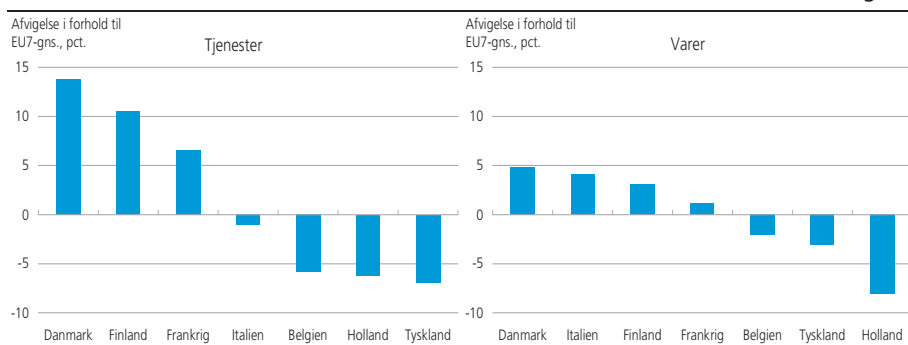
Konkurrenceforhold og erhvervsstruktur

Øget konkurrence mellem virksomheder kan medvirke til en højere produktivitet. Både som følge af produktivetsforbedringer inden for de enkelte virksomheder, og af at de mest produktive virksomheder vokser på bekostning af de mindst produktive. Der er visse tegn på svage konkurrenceforhold i dele af dansk økonomi. Det ses bl.a. ved, at prisniveauet i Danmark er væsentligt højere end i andre EU-lande, særligt for tjenester, jf. figur 7.

Den relativt svage konkurrence i Danmark skyldes bl.a. konkurrencebegrænsende regulering i visse brancher. Det gør sig fx gældende i byggeriet og detailhandlen, hvor der er store problemer med svag konkurrence, jf. Gaard (2011) og McKinsey & Company (2010). Begge brancher er kendetegnet ved en svag produktivitetsudvikling samt en del regulering, der hæmmer konkurrencen fra udenlandske virksomheder. En opblødning af denne konkurrencebegrænsende regulering vil kunne medvirke til en forbedret produktivitetsudvikling. For byggebranchens ved-

PRISFORSKELLE I EU7-LANDE, 2009

Figur 7



Anm.: Figuren viser Eurostats Purchasing Power Parities fratrukket moms og produktspecifikke afgifter. Der er desuden korrigeret for forskelle i landenes velstand. For varer kan det ikke udelukkes, at Eurostats opgørelse af prisniveauet i Danmark er en smule overvurderet. Det skyldes, at kortvarige tilbud på varer er væsentligt mere udbredte i Danmark end i andre lande. Uden tilstrækkelig korrektion for sådanne tilbud vil det beregnede prisniveau overstige det faktiske. Problemet er dog formentlig mindre udtalt for tjenesteydelser, hvor kortvarige tilbud ikke forekommer i samme omfang.

Kilde: Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen (2011).

kommende kan det desuden tænkes, at organiseringen i mange små specialiserede virksomheder har en negativ indvirkning på produktiviteten som følge af manglende udnyttelse af stordriftsfordele.

Svag konkurrence kan også skyldes mangelfuld håndhævelse af konkurrencelovgivningen. Konkurrencemyndighederne i Danmark har i de senere år fået forbedrede muligheder for at håndhæve lovgivningen effektivt, men der er ifølge Gersing (2010) fortsat betydelige udfordringer forbundet hermed, særligt i forhold til kartelsager. Tiltag, der styrker håndhævelsen af den eksisterende lovgivning, kan potentielt føre til bedre konkurrenceforhold og dermed øget produktivitetsvækst.

Et særligt aspekt omkring konkurrenceforhold og erhvervsstruktur vedrører vilkårene for etablering af nye virksomheder. Foreløbige beregninger fra De Økonomiske Råd indikerer, at etableringen af nye virksomheder bidrog negativt til den danske produktivitetsudvikling i perioden 2002-07. Det kan skyldes konjunktursituationen i disse år. Under en højkonjunktur kan der således blive opstartet en række virksomheder med relativt lav produktivitet, som ikke er levedygtige, når konjunkturerne vender, og det vil bidrage negativt til den samlede produktivitet.

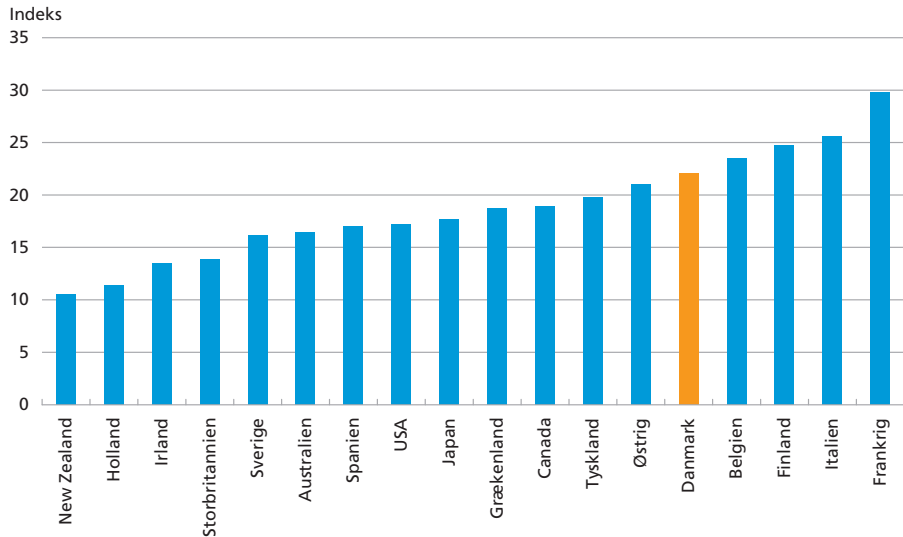
International handel

Højere produktivitet kan også opnås ved øget åbenhed over for handel med udlandet. Muligheden for import vil således udsætte danske virksomheder for større konkurrence fra udenlandske virksomheder, hvilket kan føre til højere produktivitet i de berørte brancher. Potentialet for produktivetsforbedringer via denne kanal er formentlig særligt stort inden for mange serviceerhverv, hvor omfanget af samhandel med udlandet er mindre end i andre sektorer. Der kan være flere forklaringer på det relativt beskedne omfang af international handel i servicesektoren; virksomheder i denne sektor producerer først og fremmest tjenesteydelser, og for mange typer tjenesteydelser gælder, at international handel forudsætter, at én af de handlende parter bevæger sig over grænsen.

International handel med tjenesteydelser vanskeliggøres i visse tilfælde dog også af lovgivningsmæssige restriktioner, fx i form af et reguleret antal af udbydere inden for en bestemt branche eller krav om national certificering af udbydere. Omfanget af sådanne restriktioner er vanskelige at kvantificere, men ifølge internationale organisationer som OECD og Verdensbanken hører Danmark til den mere restriktive del af gruppen af højtudviklede lande, jf. figur 8 og Francois og Hoekman (2010). Der er således god grund til at se nærmere på, om reguleringerne inden for servicesektoren kan afvikles eller begrænses, således at mulighederne for samhandel med udenlandske virksomheder udvides.

RESTRIKTIONER PÅ INTERNATIONAL HANDEL MED TJENESTEYDELSER, 2005

Figur 8



Anm.: Figuren viser Verdensbankens indeks for politiske restriktioner på international handel med tjenesteydelser. En højere værdi af indekset indikerer en mere restriktiv politik. Indekset er baseret på offentligt tilgængelig information om politisk praksis og dækker den finansielle sektor, telekommunikation, detailhandel, skibsfart, luftfart (passagertransport) og forretningsservice.

Kilde: Borchert mfl. (2011).

Øget samhandel med udlandet kan også øge produktiviteten i service-sektoren via eksportsiden. Beregninger på danske virksomhedsdata viser, at virksomheder, der eksporterer tjenesteydelser, er mere produktive end ikke-eksporterende virksomheder i servicesektoren, jf. Skaksen (2011). Det skyldes formentlig, at det er de virksomheder, som i forvejen er mest produktive, der begynder at eksportere, snarere end en egentlig produktivitetsfremmende effekt af selve eksporthandlingen. Beregningerne viser dog også, at adgangen til udenlandske markeder får de produktive eksportvirksomheder til at vokse hurtigere end andre – og mindre produktive – virksomheder. Det indikerer, at øget handel med tjenesteydelser vil kunne øge den aggregerede produktivitet i servicesektoren via reallokering af resurser fra de mindst produktive virksomheder til de mest produktive. Borchsenius mfl. (2010) beregner potentialet for international handel i en række serviceerhverv og vurderer, at de største uudnyttede potentialer findes i brancher inden for bl.a. transport, rådgivning, it-service samt forskning og udvikling.

Direkte udenlandske investeringer

Økonomisk interaktion med udlandet kan også tage form af direkte investeringer i både indadgående og udadgående retning. Direkte investeringer medfører ejerskab og indflydelse i virksomheder i andre lande

KARAKTERISTIKA FOR VIRKSOMHEDER I DANMARK, 2008

Tabel 2

Gennemsnit	Virksomheder med udenlandsk ejerskab	Virksomheder med dansk ejerskab
Antal ansatte (årsværk)	86	11
Værditilvækst (mio. kr.)	58	6
Arbejdsproduktivitet (1.000 kr.)	683	540
Andel med videregående uddannelse (pct.)	27	15
Andel med lang videregående uddannelse (pct.) .	8	5
Andel med forskeruddannelse (pct.)	0,4	0,2
Kapitalintensitet (1.000 kr.)	267	325

Anm.: Opgørelsen omfatter virksomheder med mindst 0,5 fuldtidsansatte (målt i årsværk), ekskl. virksomheder inden for Landbrug, fiskeri og råstofudvinding, Energi- og vandforsyning, Offentlige og personlige tjenester, Udlejning og Ejendomsformidling samt Uoplyst aktivitet. Arbejdsproduktiviteten og kapitalintensiteten er udregnet som henholdsvis værditilvækst og kapitalapparat pr. årsværk.

Kilde: Økonomi- og Erhvervsministeriet (2011).

og er dermed en potentiel kilde til overførsel af kapital, viden og teknologi på tværs af landegrænser. Omfanget af direkte investeringer til og fra udlandet kan derfor have afgørende betydning for produktiviteten.

Virksomheder med udenlandsk ejerskab, der opererer i Danmark, er generelt mere produktive end rent danske virksomheder, jf. tabel 2. En del af denne forskel kan tilskrives forskelle i bl.a. størrelse og de ansattes uddannelsesmæssige sammensætning. Selv efter justering for sådanne faktorer har udenlandsk ejede virksomheder imidlertid en merproduktivitet i størrelsesordenen 17-19 pct. i forhold til danskejede virksomheder, jf. Pedersen (2011) og Økonomi- og Erhvervsministeriet (2011).

Man kan forestille sig flere forklaringer på den observerede forskel mellem virksomheder med henholdsvis dansk og udenlandsk ejerskab. Det er eksempelvis muligt, at udenlandsk ejerskab har en direkte positiv effekt på produktiviteten på grund af fx international erfaring inden for ledelse og organisation. Man kan dog også forestille sig, at de udenlandsk ejede virksomheders merproduktivitet skyldes, at de mest produktive danske virksomheder bliver opkøbt af udenlandske investorer i højere grad end lavproduktive virksomheder. Endelig peger internationale studier på en tredje mekanisme, der kan bidrage til at forklare de udenlandsk ejede virksomheders højere produktivitet: Det er de aller mest produktive virksomheder, der opretter datterselskaber i udlandet og bliver multinationale, jf. Helpman, Melitz og Yeaple (2004). Tilstedeværelsen af sådanne højproduktive virksomheder vil alt andet lige øge den gennemsnitlige produktivitet i samfundet, og direkte investeringer fra udlandet i denne form må derfor forventes at gavne den danske produktivitetsudvikling.

Som afsluttende bemærkning er det imidlertid vigtigt at gøre sig klart, at de udenlandske virksomheders tilstedeværelse i Danmark også kan påvirke produktiviteten i danskejede virksomheder via såkaldte *spill-*

over-effekter. Disse kan både være positive (fx som følge af overførsel af viden og teknologi) eller negative (fx på grund af tab af markedsandele og dermed skalamæssige fordele). Den eksisterende empiriske litteratur giver imidlertid ikke nogen håndfast konklusion om betydningen af spillover-effekter, og der er behov for yderligere undersøgelser af, hvordan direkte investeringer fra udlandet påvirker produktivetsniveauet i danske virksomheder – særligt på længere sigt.

LITTERATUR

Arnold, Jens Matthias, Bert Brys, Cristopher Heady, Åsa Johansson, Cyrille Schwellnus og Laura Vartia (2011), Tax policy for economic recovery and growth, *The Economic Journal*, nr. 121, s. 59-80.

Bassanini, Andrea, Luca Nunziata og Danielle Venn (2008), Job protection legislation and productivity growth in OECD countries, *IZA discussion paper*, nr. 3555.

Borchert, Ingo, Batshur Gootiiz og Aaditya Mattoo (2011), Services in Doha. What's on the Table?, i *Unfinished Business? The WTO's Doha Agenda*, redigeret af Will Martin og Aaditya Mattoo, World Bank.

Borchsenius, Vibeke, Nikolaj Malchow-Møller, Jakob Roland Munch og Jan Rose Skaksen (2010), International trade in services – Evidence from Danish micro data, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, vol. 148(1).

Francois, Joseph og Bernard Hoekman (2010), Services trade and policy, *Journal of Economic Literature*, vol. 48(3).

Gaard, Søren (2011), Barriers to competition in the Danish economy: Potential implications for productivity, præsentation ved konferencen *Explaining and Improving Productivity* afholdt i Danmarks Nationalbank, september.

Gersing, Agnete (2010), Nyorientering af Konkurrencestyrelsen, *Samfundsøkonomen*, nr. 3, juni.

Helpman, Elhanan, Marc J. Melitz, og Stephen R. Yeaple (2004), Export versus FDI with heterogeneous firms, *American Economic Review*, vol. 94(1).

Junge, Martin og Jan Rose Skaksen (2010), Produktivitet og videregående uddannelse, Rapport udarbejdet for DEA.

Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen (2011), Konkurrence- og Forbruger-redegørelse.

McKinsey & Company (2010), Creating economic growth in Denmark through competition, rapport udarbejdet til møde i Vækstforum, november.

McMorrow, Kieran (2011), TFP trends: How different is Denmark?, præsentation ved konferencen on "Explaining and improving productivity" afholdt i Danmarks Nationalbank, september 2011.

Pedersen, Torben (2011), Foreign Multinationals: Effect on Productivity in Denmark?, præsentation ved konferencen *Explaining and Improving Productivity* afholdt i Danmarks Nationalbank, september 2011.

Regeringen (2011), Et Danmark der står sammen, Regeringsgrundlag.

Skaksen, Jan Rose (2011), International trade in services – an unexploited possibility for higher productivity?, præsentation ved konferencen Explaining and improving productivity afholdt i Danmarks Nationalbank, september 2011.

Økonomi- og Erhvervsministeriet (2011), Internationale virksomheder i Danmark, *Økonomisk Tema*, nr. 11.

Ølgaard, Christian (2006), Relevansen af BNP-vækstrater, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

Modeller for bankers nedskrivninger i stresstest af det finansielle system – sammenfatning

Kim Abildgren, Økonomisk Afdeling og Jannick Damgaard, Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Finanskrisen har internationalt set givet fornyet fokus på udvikling af modelværktøjer til vurdering af den finansielle stabilitet. Det gælder ikke mindst i forhold til makrostresstest af bankernes kapitalforhold.

Et centralt element i makrostresstest er beregningen af bankernes nedskrivninger i makroøkonomiske scenarier, hvor økonomien udsættes for kraftige negative stød. Nedskrivninger er ofte den altafgørende faktor for bankernes regnskabsmæssige resultat og kapitaloverdækning i perioder med en ugunstig makroøkonomisk udvikling. Det skyldes, at kreditgivning udgør den centrale del af ordinær bankvirksomhed, hvorfor det naturligt nok er herfra, at de væsentligste tabsrisici opstår.

I del 2 af denne Kvartalsoversigt er der foretaget en empirisk belysning af sammenhængen mellem konjunkturudviklingen og pengeinstitutternes nedskrivninger, jf. Abildgren og Damgaard (2012). Endvidere opstilles og sammenlignes to konkrete økonometriske modeller for pengeinstitutternes nedskrivninger, der kan anvendes i forbindelse med stresstest. Endelig diskuteres begrænsningen ved brug af sådanne modeller til makrostresstest. I denne oversigtsartikel gives et ikke-teknisk sammendrag af artiklens vigtigste resultater og konklusioner.

Der er efter de gældende regnskabsprincipper en betydelig konjunkturvariation i pengeinstitutternes nedskrivningsprocenter. Nedskrivningerne er relativt høje i år med lavkonjunktur og pres på indtjeningen i pengeinstitutsektoren, mens de er relativt lave i år med høj vækst i økonomien og god indtjening hos pengeinstitutterne. Det er denne sammenhæng mellem pengeinstitutternes nedskrivninger og konjunkturforløbet, som skal være afspejlet i de modelværktøjer, som anvendes til beregning af nedskrivninger i stresstest.

Nedskrivninger efter de gældende regnskabsprincipper øger alt andet lige bankernes udlånskapacitet i en højkonjunktur og reducerer udlåns-

kapaciteten i en lavkonjunktur. Der tales i denne forbindelse om, at regnskabsreglerne for nedskrivninger virker konjunkturforstærkende (procyklisk). I kølvandet på den seneste finanskrise har det derfor været diskuteret, om der er behov for en justering af regnskabsreglerne, så det sikres, at bankerne i gode tider får opbygget en reserve, der kan anvendes til dækning af tab i dårlige tider.

Begge de estimerede nedskrivningsmodeller giver en god beskrivelse af den historiske udvikling i nedskrivningerne og er i stand til at forklare de høje niveauer for nedskrivningsprocenterne under krisen i årene 2008 og frem.

Alle modeller er pr. definition simplificerede fremstillinger af virkeligheden. Ved udarbejdelse af modelbaserede fremskrivninger er det derfor almindeligt at inddrage mere information, end der ligger i modellens estimerede relationer. Under den seneste finanskrise har staten eksempelvis foretaget omfattende støtteindgreb for at sikre den finansielle stabilitet. Uden disse offentlige støtteindgreb ville den økonomiske krise uden tvivl være blevet værre og nedskrivningerne i pengeinstitutterne dermed større, end det faktisk blev tilfældet. Dette må holdes for øje, såfremt modellerne skal anvendes til simulation af nedskrivninger i stressscenarier uden tilsvarende massive offentlige støtteindgreb.

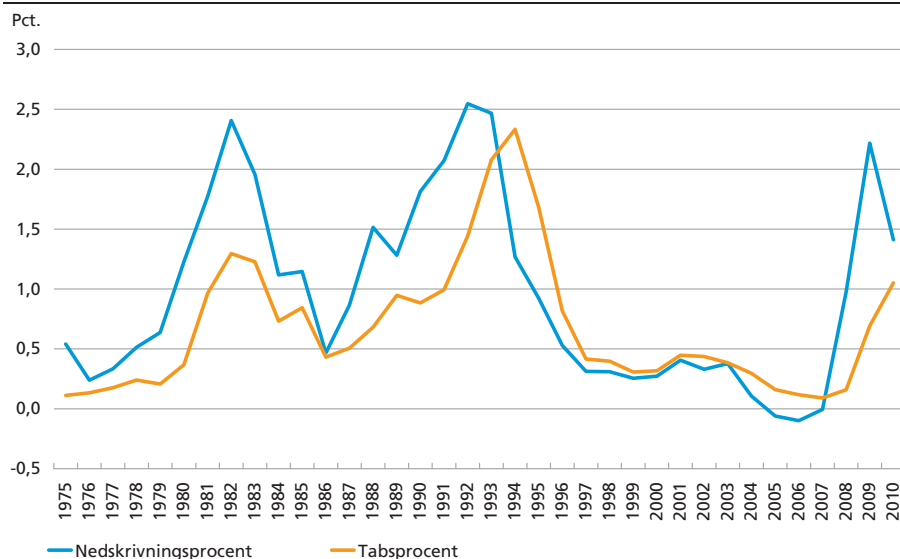
PENGEINSTITUTTERNES NEDSKRIVNINGER

Der er en betydelig konjunktuel variation i pengeinstitutternes nedskrivningsprocenter, jf. figur 1. I henhold til de nuværende regnskabsregler fra 2005 skal der først nedskrives på et engagement, når der foreligger objektiv indikation på værdiforringelse. I gode tider med lav ledighed og god indtjening i virksomhederne vil der være relativt få tilfælde, hvor lånekontrakter misligholdes osv., hvilket giver lave nedskrivningsprocenter. Omvendt vil der være relativt mange misligholdelser i en lavkonjunktur og dermed høje nedskrivningsprocenter.

Der var ligeledes en betydelig konjunkturmæssig variation i pengeinstitutternes nedskrivninger før 2005. Nedskrivningerne i årene frem til begyndelsen af 1990'erne bidrog til, at pengeinstitutterne havde en polstring mod tab, der kunne tæres på under den økonomiske krise i første halvdel af 1990'erne. Det var medvirkende til, at Danmark slap betydeligt lettere gennem kriseårene end de øvrige nordiske lande. I Finland var driftsregnskaberne frem til 1990 kun baseret på udgiftsførelse af de faktiske tab. I Norge og Sverige var der krav om hensættelser til at imødegå forventede tab, men i Sverige var kravene til hensættelser blevet lempet, da bankkrisen satte ind, og i Norge var kravet om hensættelser i praksis langt fra blevet fulgt, jf. Abildgren mfl. (2010).

DANSKE PENGEINSTITUTTERS TAB OG NEDSKRIVNINGER PÅ UDLÅN OG GARANTIER

Figur 1



Anm.: Nedskrivninger er opgjort netto for tilbageførsel af tidligere foretagne nedskrivninger som indtægter. Der er et databrud i serien for nedskrivninger i 2005, hvor regnskabsprincipperne blev ændret.

Kilde: Finanstilsynet, Baldwinsson mfl. (2005) og Busch-Nielsen mfl. (1996).

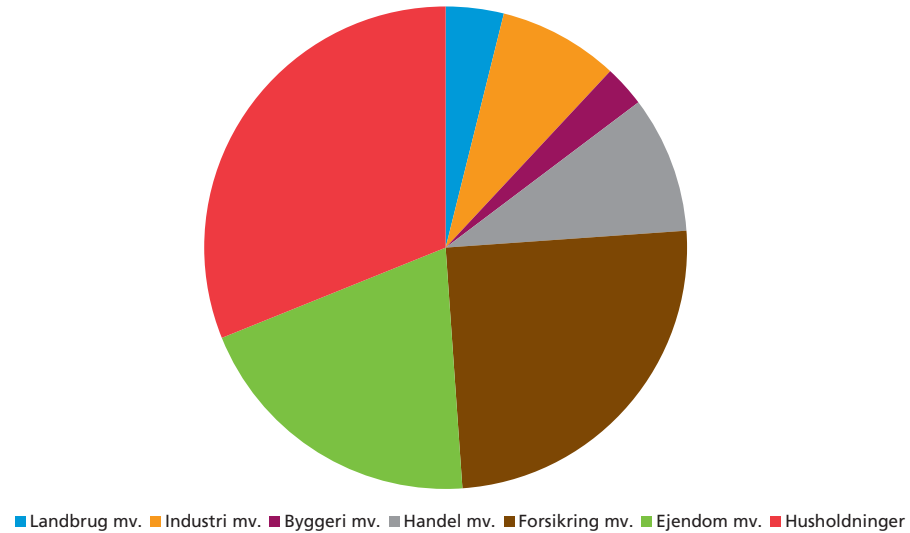
Siden midten af 1980'erne har der været en tendens til, at nedskrivningerne bogføres et til to år før realiseringen af tabene. Denne sammenhæng ser indtil nu ikke ud til at være ændret efter overgangen til de nye regnskabsregler i 2005.

Der findes meget få detaljerede statistiske oplysninger om pengeinstitutternes nedskrivninger. I Abildgren og Damgaard (2012) er der beregnet approksimative data for pengeinstitutternes branche- og sektorvise nedskrivningsprocenter siden 1992 på basis af de statistikker over pengeinstitutternes tab og akkumulerede nedskrivninger, som Finanstilsynet har offentliggjort.

Pengeinstitutternes eksponering fordelt på brancher ved udgangen af 2010 er vist i figur 2, og de beregnede nedskrivningsprocenter siden 1992 er vist i figur 3. Det skal bemærkes, at der er tale om nedskrivningsprocenter på pengeinstitutternes samlede krediteksponering over for den pågældende branche eller sektor – uanset om kunden er residerende i Danmark eller udlandet. Ifølge Nationalbankens MFI-statistik er udenlandske residerter – især fra Sverige, Norge, Irland, Storbritannien, de baltiske lande og USA – modparter til omkring 40 pct. af udlån til ikke-MFI'er fra danske pengeinstitutter og deres udenlandske filialer. Det er imidlertid på basis af det foreliggende statistiske grundlag ikke muligt at opdele nedskrivningsprocenterne efter kundernes geografiske tilhørsforhold.

BRANCHE- OG SEKTORFORDELING AF DANSKE PENGEINSTITUTTERS UDLÅN OG GARANTIER, ULTIMO 2010

Figur 2



Anm.: Landbrug mv. omfatter landbrug, jagt, skovbrug og fiskeri. Industri mv. omfatter industri, råstofindvinding og energiforsyning. Byggeri mv. omfatter bygge- og anlægsvirksomhed. Handel mv. omfatter handel, transport, hoteller og restauranter samt information og kommunikation. Forsikring mv. omfatter finansiering (ekskl. kreditinstitutter) og forsikring. Ejendom mv. omfatter fast ejendom, øvrige private erhverv samt det offentlige. Husholdninger omfatter lønmodtagere og pensionister mv., men ikke selvstændigt erhvervsdrivende. Udlån til privatpersoner med sikkerhed i fast ejendom indgår under husholdninger og ikke under Ejendom mv.

Kilde: Finanstilsynet.

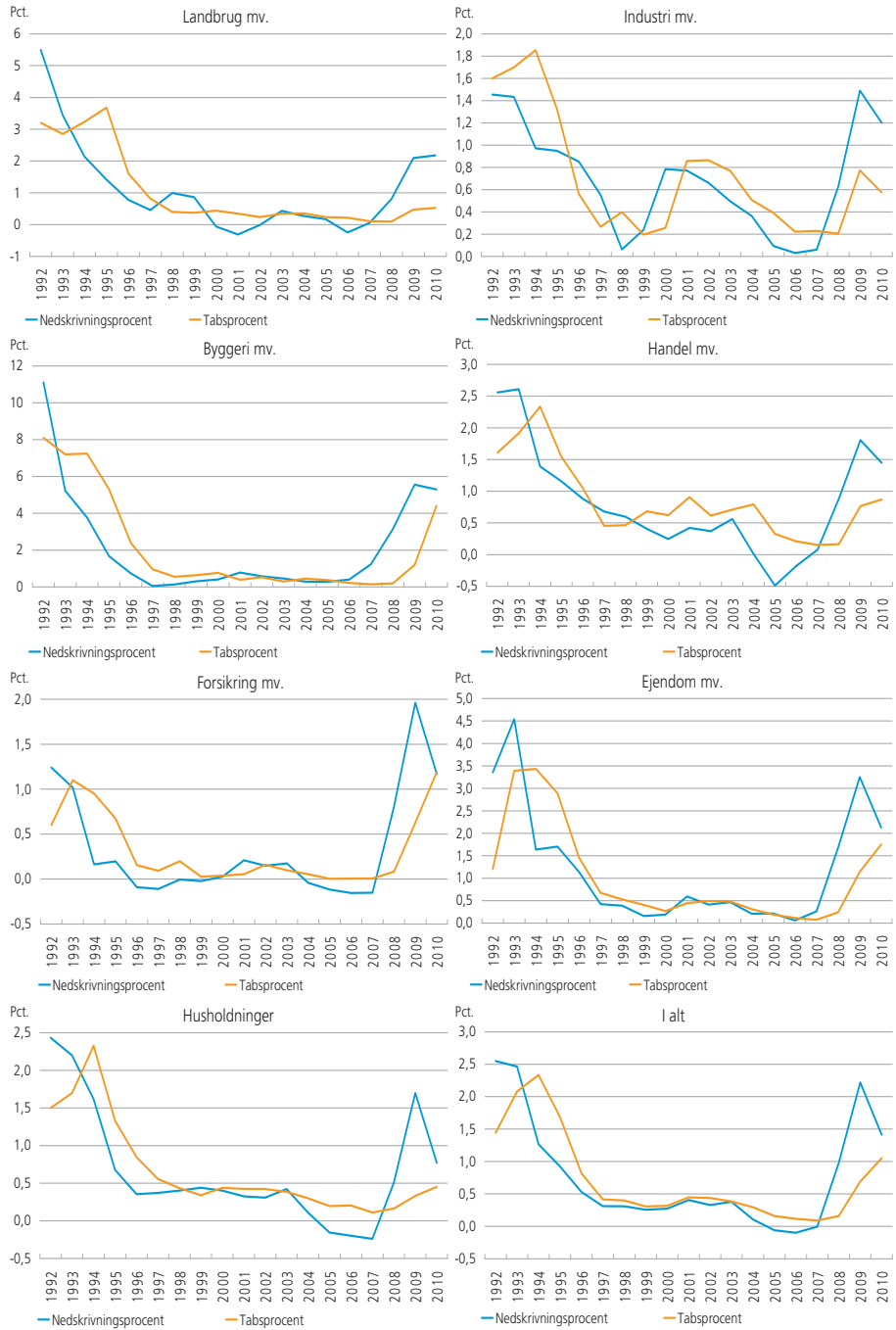
Selv om de approksimative nedskrivningsprocenter er behæftet med en vis usikkerhed, er det dog muligt at observere flere tydelige tendenser. For alle brancher og sektorer ses en tendens til, at nedskrivninger bogføres et til to år før realiseringen af tabene. Det fremgår endvidere, at der var relativt høje nedskrivningsprocenter i forbindelse med den økonomiske krise i begyndelsen af 1990'erne og finanskrisen i årene fra 2008 og frem, især inden for landbrug mv., byggeri mv. og ejendom mv.

Den konjunkturrelle variation i pengeinstitutternes nedskrivningsprocenter genfindes i pengeinstitutternes rentemarginaler. Der er således en tendens til, at rentemarginalen er relativt lav i perioder med konjunkturopgang og relativt høj i perioder med konjunktturnedgang, jf. Abildgren (2012). Pengeinstitutternes forventede tab og dermed nedskrivninger kan opfattes som en omkostning ved udlån og garantier på linje med personale- og it-omkostninger mv., som pengeinstitutterne skal have inddækket ved, at der tages en passende merrente, som bliver lagt oven i finansierungs- og administrationsomkostninger mv., jf. Andersen mfl. (2001).

De gældende regnskabsprincipper for nedskrivninger bidrager alt andet lige til at øge pengeinstitutternes udlånskapacitet i en højkonjunk-

DANSKE PENGEINSTITUTTERS BRANCHE- OG SEKTORFORDELTE TAB OG NEDSKRIVNINGER PÅ UDLÅN OG GARANTIER

Figur 3



Anm.: De samlede nedskrivninger er ikke beregnede, men er baseret direkte på Finanstilsynets regnskabsstatistik.
 Kilde: Abildgren og Damgaard (2012).

tur og reducere udlånskapaciteten i en lavkonjunktur. Der tales i den forbindelse om, at de gældende nedskrivningsregler har en konjunkturforstærkende (procyklisk) effekt. I kølvandet på den seneste finanskriser har det derfor været diskuteret, om der er behov for en justering af nedskrivningsreglerne med henblik på at reducere procyklikaliteten i banksektoren, jf. Babic (2009) og Babic og Rasmussen (2010). Et element i debatten har bl.a. været den såkaldte "spanske model" for hensættelser. Modellen indebærer, at spanske kreditinstitutter ikke alene skal nedskrive efter princippet om objektiv indikation for værdiforringelse ("specifikke hensættelser"), men ligeledes foretage hensættelser på basis af gennemsnitlige historiske tabsprocenter over en konjunkturcykel ("dynamiske hensættelser"). I perioder med lave specifikke hensættelser til tab øges de dynamiske hensættelser, mens de dynamiske hensættelser reduceres i perioder med høje specifikke hensættelser. Dermed bliver en banks totale nedskrivninger i en given periode mindre cykliske, og banken får i gode tider opbygget en reserve, der kan anvendes til dækning af tab i dårlige tider.

Europa-Kommissionen offentliggjorde i juli 2009 sine overvejelser vedrørende implementering af dynamiske hensættelser efter den spanske model som supplement til nedskrivninger efter de eksisterende internationale regnskabsstandarder. I Europa-Kommissionens høringspapir fra februar 2010 var tankerne om dynamiske hensættelser blevet erstattet med overvejelser om såkaldte "modcykliske hensættelser", der ligeledes sigtede mod at sikre, at bankerne via nedskrivninger får opbygget reserver til dækning af de forventede tab over en konjunkturcykel. Kommissionen har ikke efterfølgende fulgt op på disse forslag. Fokus i den reguleringsmæssige opfølgning på finanskrisen i forhold til spørgsmålet om procyklikalitet i banksektoren har hidtil mest været på indførelse af modcykliske kapitalbuffere, jf. Harmsen (2010) og Babic (2011).

Aktuelt arbejder de internationale regnskabsorganisationer, IASB¹ og FASB², på forslag til nye regnskabsstandarder, der skal sikre, at nedskrivninger foretages på et tidligere tidspunkt end efter de nuværende principper. Der er imidlertid ikke i forslagene fra IASB og FASB lagt op til en udjævning af nedskrivningerne over konjunkturcyklen.

¹ International Accounting Standards Board, der er en uafhængig organisation, som arbejder for at gøre regnskaber sammenlignelige på tværs af lande.

² Financial Accounting Standards Board, som udvikler regnskabsprincipper, der generelt er accepteret i USA.

TO ØKONOMETRISKE MODELLER FOR DANSKE PENGEINSTITUTTERS NEDSKRIVNINGER

Der findes flere forskellige tilgange til at modellere bankernes nedskrivninger i forbindelse med makrostress-test af det finansielle system. Tilgangene adskiller sig med hensyn til såvel detaljeringsniveau som metodevalg. I Abildgren og Damgaard (2012) opstilles og sammenlignes to konkrete økonometriske modeller for pengeinstitutternes nedskrivninger.

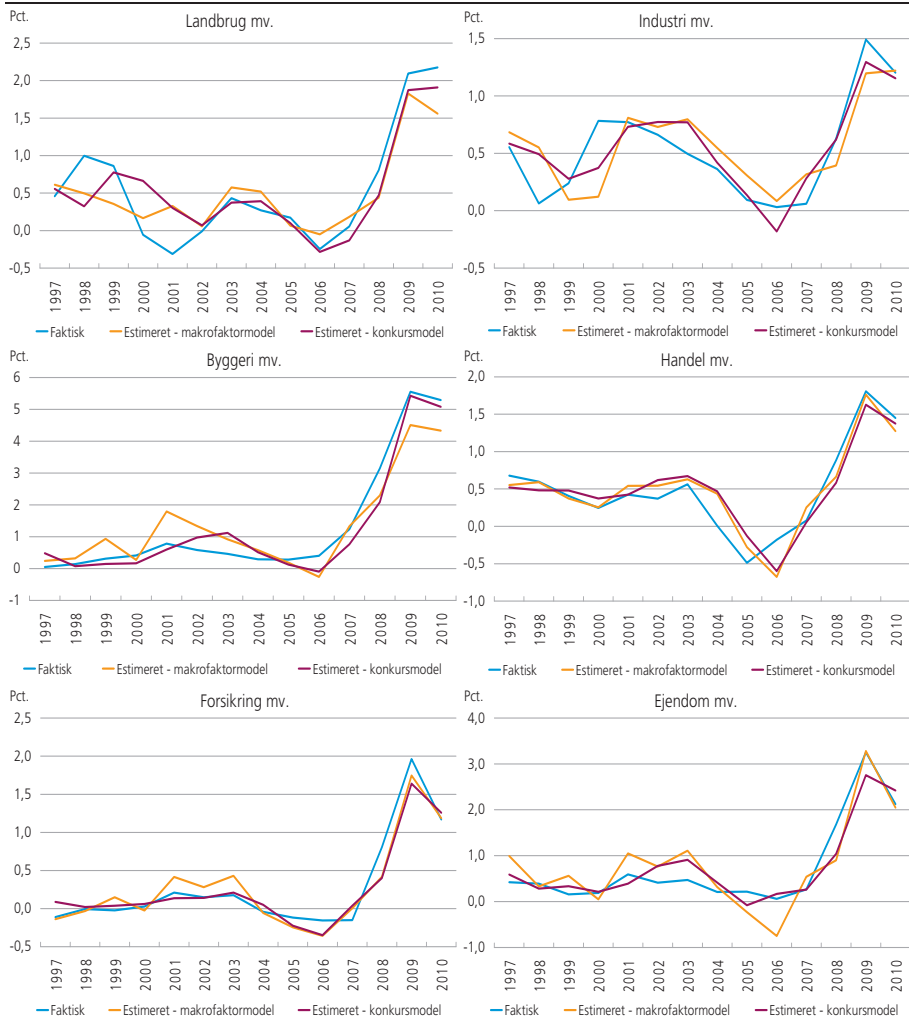
Den første model er en makrofaktormodel, hvor nedskrivningsprocenten på danske pengeinstitutters udlån og garantier modelleres som en funktion af en række makroøkonomiske variable fra perioden 1992-2010. For nedskrivningsprocenten på udlån og garantier til husholdninger er de forklarende variable ledighedsprocenten og realvækst i huspriser. For nedskrivningsprocenterne på udlån og garantier til de seks erhvervsbrancher er de forklarende variable realvækst i efterspørgslen efter branchens produktion, realrenter og realvækst i huspriser. Sidstnævnte kan opfattes som en indikator for realvækst i priser på erhvervs-ejendomme. Med den estimerede makrofaktormodel er det muligt at beregne branche- og sektorfordelte nedskrivningsprocenter i fremskrivningsperioden for hvert af de scenarier, der indgår i en stresstest. Kombineret med hvert enkelt pengeinstituts branche- og sektorfordelte krediteksponeringer i fremskrivningsperioden kan de enkelte institutters nedskrivninger i hvert af de opstillede scenarier beregnes. I beregningen af de enkelte pengeinstitutters nedskrivninger i scenarierne kan der dermed tages hensyn til fordelingen af de enkelte institutters krediteksponeringer over for husholdninger og forskellige erhvervsbrancher.

Den anden model er en regnskabsbaseret konkursmodel for danske pengeinstitutters nedskrivningsprocenter på krediteksponeringer over for erhverv. Modellen estimeres på basis af årsregnskaber fra i gennemsnit omkring 96.000 virksomheder fra perioden 1995-2009. Overordnet set indebærer stresstest med denne modeltype, at der opstilles en række makroøkonomiske scenarier for den fremtidige økonomiske udvikling. På baggrund af udviklingen i det reale bruttonationalprodukt, bygge- og anlægsinvesteringer og realrenter fremskrives udviklingen i hver enkelt virksomheds regnskabsmæssige nøgletal i de forskellige scenarier, hvorefter de enkelte virksomheders konkurssandsynlighed og bankernes nedskrivninger kan beregnes.

I figur 4 er de faktiske nedskrivningsprocenter sammenholdt med de estimerede nedskrivningsprocenter fra henholdsvis makrofaktormodelen og den regnskabsbaserede konkursmodel, for så vidt angår udlån til erhverv. Begge modeller giver en rimelig god beskrivelse af den histori-

FAKTISKE OG ESTIMEREDE NEDSKRIVNINGSPROCENTER PÅ UDLÅN OG GARANTIER FRA DANSKE PENGEINSTITUTTER

Figur 4



Kilde: Abildgren og Damgaard (2012).

ske udvikling i nedskrivningerne og er i stand til at forklare de høje niveauer for nedskrivninger under krisen i årene 2008 og frem. Det er en vigtig egenskab for modeller, som skal anvendes til makrostræsstest.

BEGRÆNSNINGER VED ANVENDELSE AF ØKONOMETRISKE MODELLER TIL STRESSTEST

Alle økonometriske modeller er pr. definition simplificerede fremstillinger af virkeligheden. Ved udarbejdelse af modelbaserede fremskrivninger er det derfor almindeligt at inddrage mere information, end der

ligger i modellens estimerede relationer. Implementeringen af den ekstra information sker ved hjælp af såkaldte justeringsled.

En model er at betragte som et værktøj, der i dialog med modelbrugeren kan anvendes til en fremskrivning. Det gælder også modeller for bankernes nedskrivninger. Modeller støtter brugeren i at sikre konsistens i de analyser, der gennemføres, og kan give inspiration til formidlingen af de "fortællinger", som scenarierne indeholder.

Det er endvidere almindeligt at arbejde med en vifte af modeller baseret på forskellige tilgange. Ved at anvende forskellige typer af modeller til at belyse bankernes nedskrivninger fås et mere robust billede af risiciene i forskellige stressscenarier. Forskellige modeller kan have hver deres styrke og give forskellige muligheder for at illustrere de opstillede scenarier, fx hvad angår dækningsgrad, detaljeringsniveau mv. Konkursmodellen giver eksempelvis mulighed for at få et meget detaljeret overblik over udviklingen i konkurssandsynlighederne i fremskrivningsperioden, fx opdelt på underbrancher og virksomhedernes gælds niveau. Det gør det lettere at indarbejde ekstra information i arbejdet med stress-test.

Der skal anføres et par mere specifikke bemærkninger i relation til anvendelse af de to estimerede nedskrivningsmodeller i forbindelse med stresstest af det finansielle system.

Perioden 1992-2010, der er anvendt til estimation af makrofaktormodellen, er karakteriseret ved en klar nedadgående tendens i såvel ledigheden som de korte og lange realrenter. Det er derfor usikkert, om modellernes parameterestimerater kan antages at være gældende for forløb med markante stigninger i ledighed og renter i løbet af kort tid. Tilsvarende problemstillinger er forbundet med den regnskabsbaserede konkursmodel, der er estimeret på baggrund af en endnu kortere dataperiode end makrofaktormodellen.

Modellerne tager endvidere ikke højde for forskelle i kreditboniteten imellem med hensyn til kreditboniteten af de enkelte institutters udlån og garantier inden for en given branche. Dette kan ligeledes give anledning til justeringsled for visse institutter.

En mulig tilgang til at tage højde for forskelle i kreditboniteten kunne være at tage udgangspunkt i de institutspecifikke data for de samlede nedskrivninger samt udlån og garantier fordelt på branche/sekter, som indberettes til Finanstilsynet. Ud fra den samlede pengeinstitutsektors branche- og sektorfordelte nedskrivningsprocenter i figur 3 og de institutspecifikke eksponeringer kan der for hvert institut beregnes de samlede nedskrivninger, som instituttet ville have haft, såfremt instituttet havde haft nedskrivningsprocenter svarende til sektoren som helhed. Hvis et givet institut systematisk har højere faktiske nedskrivningspro-

center end dem, der kan beregnes via den samlede pengeinstitutsektors branche- og sektorfordelte nedskrivningsprocenter, kunne det være en indikation af, at det pågældende instituts udlån er behæftet med en relativt høj kreditrisiko. Som et supplement kunne det undersøges, om udlåns- og finansieringsrenter kan anvendes som indikatorer for nedskrivninger for kreditboniteten i et pengeinstituts udlånsportefølje. En fordel ved renteindikatorer er, at de i højere grad er fremadskuende end historiske nedskrivninger.

For konkursmodellens vedkommende findes der for omkring halvdel af virksomhederne i datagrundlaget oplysninger om virksomhedens primære bankforbindelse. Såfremt de virksomheder, der angiver deres primære bankforbindelse, kan antages at være repræsentative for de enkelte bankers udlånsportefølje, vil der være basis for at inddrage institutspecifikke forskelle med hensyn til kreditboniteten af udlån og garantier i nedskrivninger beregnet ud fra konkursmodellen.

Under den seneste finanskriser har staten foretaget omfattende offentlige støtteindgreb i form af bl.a. Bankpakke 1 (generel statsgaranti for indskydere og simple kreditorer i pengeinstitutter) og Bankpakke 2 (offentlige kapitalindskud i kreditinstitutter og mulighed for tilkøb af individuelle statsgarantier på ikke-efterstillet usikret gæld) i henholdsvis oktober 2008 og februar 2009. Uden disse offentlige støtteindgreb ville den økonomiske krise uden tvivl være blevet værre og nedskrivningerne i pengeinstitutterne dermed større, end det faktisk blev tilfældet. Dette må holdes for øje, såfremt modellerne skal anvendes til simulation af nedskrivninger i stressscenarier uden tilsvarende massive offentlige støtteindgreb.

Man skal endvidere være opmærksom på, at eventuelle tilbageløbseffekter fra en stresset banksektor til makroøkonomien i et vist omfang må håndteres separat uden for modellerne. De faktiske historiske nedskrivningsprocenter, der er anvendt til estimation af modellerne, afspejler de tilbageløbseffekter, der historisk har været tale om i forbindelse med bankkrise. Såfremt de stressscenarier, som analyseres, indebærer et makroøkonomisk forløb, som er værre end forløbet under de bankkriser, som er indeholdt i estimationsperioden, kan der være behov for at indarbejde ekstra tilbageløbseffekter uden for modellerne.

Det kan endvidere tænkes, at effekterne på nedskrivningerne af bankkriser afhænger af frekvensen af bankkriser. Hvis der eksempelvis kommer en ny bankkrise umiddelbart efter en bankkrise, kan det tænkes, at effekten på nedskrivningerne vil være større, end hvis der går 15-20 år mellem hver bankkrise. Det skal ses i lyset af, at husholdninger og virksomheder ikke får meget tid til at konsolidere sig, såfremt en finanskriser følges af endnu en finanskriser.

Endelig kan det nævnes, at selv om finansielle kriser har mange lighedstræk, så er der også forskelle fra krise til krise. I det omfang et stress-scenario indeholder nye risikofaktorer, som ikke er afspejlet i de historiske sammenhænge, kan det være nødvendigt at foretage korrektioner af de resultater, som beregnes på baggrund af nedskrivningsmodeller estimeret på basis af historiske data.

AFSLUTTENDE BEMÆRKNINGER

Perioden fra midten af 1990'erne har været kendetegnet ved øget fokus på finansiell stabilitet blandt centralbankerne verden over. I 1996 påbegyndte Bank of England regelmæssigt at offentliggøre rapporter om finansiell stabilitet, hvor der blev sat fokus på finansielle institutioner, finansielle markeder og betalingssystemer. Sveriges Riksbank og Norges Bank fulgte efter i 1997, og i dag offentliggør omkring 80 centralbanker verden over denne type af rapporter, jf. Cihák mfl. (2012). Nationalbanken påbegyndte offentliggørelse af rapporter om den finansielle stabilitet i 2000.¹

Et centralt element i mange rapporter om finansiell stabilitet har været makrostress-test af det finansielle system. I 2009 påbegyndte Den Europæiske Banktilsynsmyndighed i samarbejde med Den Europæiske Centralbank og de nationale tilsynsmyndigheder ligeledes regelmæssigt at udarbejde makrostress-test af banksystemet. Der må derfor i de kommende år fortsat forventes at være fokus på en løbende videreudvikling af de tilgange og metoder, der anvendes til modellering af bankernes nedskrivninger i forbindelse med makroøkonomiske stress-test med henblik på at forbedre grundlaget for vurderinger af den finansielle stabilitet.

LITTERATUR

Abildgren, Kim (2012), Business cycles and shocks to financial stability – Empirical evidence from a new set of Danish quarterly national accounts 1948-2010, *Scandinavian Economic History Review*, vol. 60(1).

Abildgren, Kim og Jannick Damgaard (2012), Modeller for bankers nedskrivninger i stress-test af det finansielle system, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal, Del 2.

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

¹ De første to år var rapporterne en del af Nationalbankens Kvartalsoversigt.

Andersen, Kristian Sparre, Jens Verner Andersen og Leif Lybecker Esken (2001), *Modeller til styring af kreditrisiko i bankerne*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

Babic, Borka (2009), *Kreditinstitutter og procyklikalitet*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

Babic, Borka (2011), *Status på Basel III – likviditet og kapital*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

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

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

Busch-Nielsen, Kim, Kai Hammer-Pedersen, Peter Engberg Jensen og Carl Aage Otholm (1996), *Dansk bankvæsen – i dag – i morgen*, 3. udgave, Forlaget FSR.

Cihák, Martin, Sònia Muñoz, Shakira Teh Sharifuddin og Kalin Tintchev (2012), *Financial Stability Reports: What Are They Good For?*, *IMF Working Papers*, nr. 1, januar.

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

Nationalbankens indtjening og risiko under krisen

Søren Schrøder og Susanne Hougaard Thamsborg, Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING

Centralbanker verden over har spillet en vigtig rolle under den finansielle uro, der brød ud i august 2007. Uroen udviklede sig til en international finansiell krise med Lehman Brothers' konkurs i september 2008 og siden til statsgældskrisen i euroområdet. I mange lande er pengepolitikken blevet lempet, renterne er rekordlave, og ekstraordinære tiltag er indført for at understøtte bankernes likviditet og finansieringsmuligheder. Tiltagene har afbødet effekterne af krisen og har samtidig påvirket centralbankernes balance, indtjening og risiko. Det gælder også for Nationalbanken. Valutareserven er næsten femdoblet siden lavpunktet i oktober 2008, og det pengepolitiske instrumentarium er udvidet.

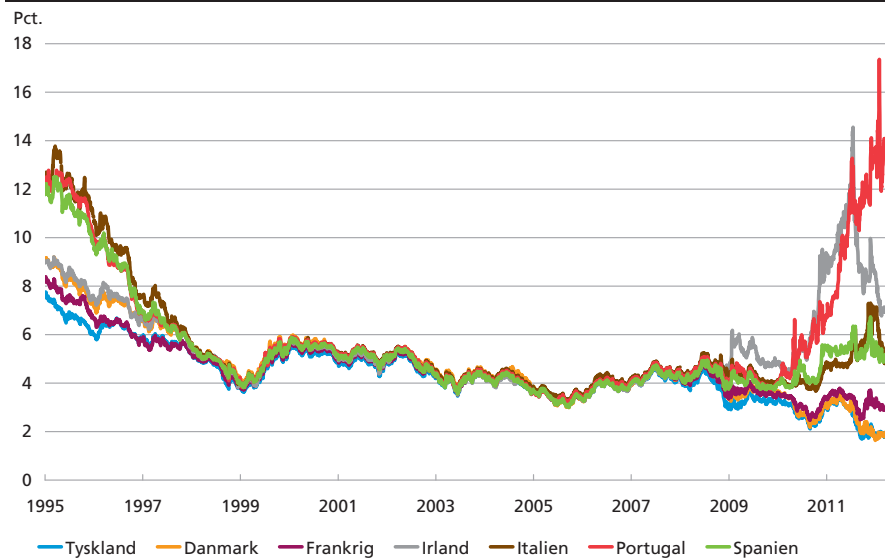
Nationalbankens indtjening har været høj under krisen. En stor del afspejler kursgevinster på guld og obligationer. Bankens underliggende indtjening afhænger af renteniveauet. De aktuelt lave renter indebærer lave renteindtægter for Nationalbanken. Samtidig kan den større valutareserve give større udsving i resultatet fremover. Det indebærer en risiko for underskud.

Nationalbankens finansielle risici er øget. Balancen er øget, og mængden af aktiver, der opfattes som risikofrie, er svundet ind. Der har været talrige nedgraderinger af bankers og staters kreditværdighed. Da valutareserven, af hensyn til fastkurspolitikken, primært er placeret i euroaktiver, er banken i kraft af sin myndighedsrolle eksponeret over for statsgældskrisen i euroområdet. Efter en lang periode, hvor renteforskellene på eurolandenes statsobligationer var små, er forskellene igen blevet synlige, jf. figur 1. Markederne differentierer nu i højere grad mellem eurolandenes kreditkvalitet. Nationalbankens samlede finansielle risici er dog fortsat begrænsede på grund af meget høje krav til kreditkvalitet og risikostyring.

Artiklen skitserer i store træk, hvordan krisen har påvirket Nationalbankens balance og indtjening samt styringen af risiko.

10-ÅRIGE STATSOBLIGATIONSRENTER I UDVALGTE EUROLANDE OG DANMARK

Figur 1



Anm.: Grækenlands tilsvarende statsrente var primo marts 36 pct., men lå i perioden 1999-2008 omtrent på niveau med statsrenterne i de øvrige eurolande.

Kilde: Reuters EcoWin.

NATIONALBANKENS BALANCE UNDER KRISEN

Den finansielle krise har haft stor betydning for Nationalbankens balance og dennes sammensætning. Balancen afspejler bankens myndighedsroller som udøver af Danmarks penge- og valutakurspolitik, seddel- og møntudsteder, bankernes bank og statens bank, jf. boks 1.

I krisens første fase i 2007 var Nationalbankens balance nogenlunde upåvirket. Danmark blev først for alvor påvirket efter Lehman Brothers' konkurs, da internationale investorer trak sig ud af mindre valutaer. Det indebar et pres på kronen, og Nationalbanken understøttede kronen ved at sælge valuta og købe kroner, dvs. ved intervention i valutamarkedet. Selv om Nationalbanken satte de pengepolitiske renter op, kunne det ikke forhindre et betydeligt fald i valutareserven.¹ Vurderingen var, at banken havde behov for en større reserve.

Valutareserven er efterfølgende steget og udgjorde knap 500 mia. kr. ultimo februar 2012, jf. figur 2. I begyndelsen af krisen blev den øget ved, at staten optog ekstraordinære udenlandske lån.² Statens bidrag til reserven er siden reduceret som følge af en betydelig indstrømning af valuta, der har øget reserven.

¹ For yderligere beskrivelse henvises til Danmarks Nationalbank (2010).

² Staten optager udenlandske lån af hensyn til valutareserven. Valutaprovenuet fra statens lån veksles til danske kroner i Nationalbanken. På den måde øges Nationalbankens valutareserve, mens indestående på statens konto i kroner stiger tilsvarende.

NATIONALBANKENS BALANCE

Boks 1

Aktivsiden på Nationalbankens balance består hovedsageligt af fordringer på udlandet (valutareserveaktiver), guld, udlån til pengeinstitutterne og indenlandske obligationer, jf. tabellen. Passivsiden består hovedsageligt af indestående på statens konto og pengeinstitutters indlån. Dertil kommer seddel- og møntomløbet og Nationalbankens egenkapital.

NATIONALBANKENS BALANCE, ULTIMO FEBRUAR 2012, MIA. KR.

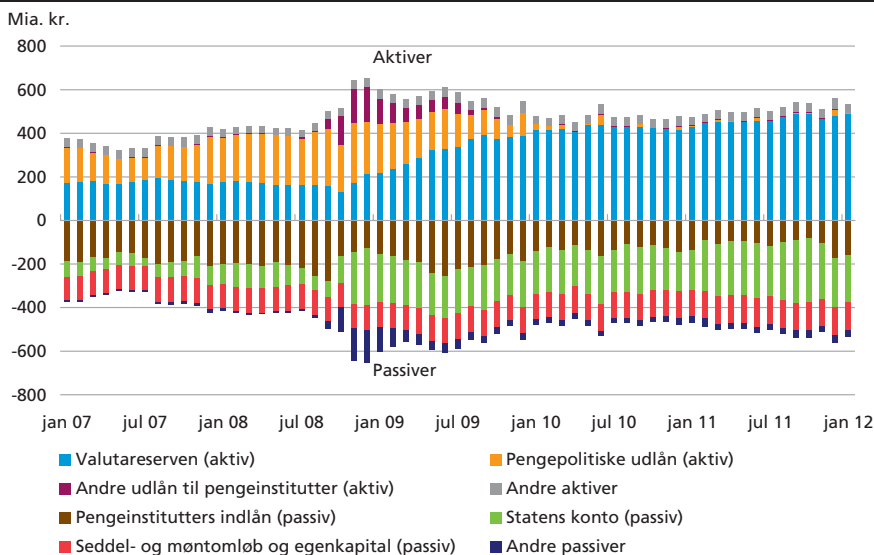
Aktiver	Passiver
Fordringer på udlandet 480	Seddel- og møntomløb 60
Guld 19	Egenkapital 66
Samlede udlån 4	Indestående på statens konto 274
Indenlandske obligationer 34	Pengeinstitutters indlån 111
Andre aktiver 3	Andre passiver 29

Anm.: Samlede udlån omfatter hovedsageligt udlån til pengeinstitutter og pengepolitiske udlån.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Hvis valutareserven øges, modsvares stigningen typisk af øgede indlån fra pengeinstitutterne eller i form af et øget indestående på statens konto, jf. figur 2. Nationalbankens balance påvirkes også af en række andre forhold såsom statens låntagning og betalinger, pengepolitiske operationer og transaktioner med Den Internationale Valutafond, IMF.

NATIONALBANKENS BALANCE

Figur 2



Anm.: Opgjort ultimo måneden. Andre aktiver dækker bl.a. over swaptaler, aktier og materielle anlægsaktiver. Andre passiver dækker bl.a. over swaptaler og modposten til tildelte særlige trækningsrettigheder, SDR, i IMF.

Kilde: Nationalbankens statistikdatabase.

En forøgelse af valutareserven modsvares af øget gæld til pengeinstitutterne eller øgede statslige indlån i Nationalbanken. Reservens størrelse skal ikke forveksles med Nationalbankens nettoformue, som er givet ved egenkapitalen, der ikke er øremærket specifikke aktiver.

Balancen er ikke kun påvirket af stigningen i valutareserven, men også af ekstraordinære pengepolitiske tiltag. I efteråret 2008 indgik Nationalbanken, i lighed med andre centralbanker, swapaftaler med den amerikanske centralbank, Federal Reserve, og Den Europæiske Centralbank, ECB, for at låne dollar og euro ud til pengeinstitutterne i Danmark. Det udvidede midlertidigt balancen.

Lehman Brothers' konkurs førte til, at pengeinstitutterne blev tilbageholdende med at låne ud til hinanden. I stedet placerede de deres overskudslikviditet i Nationalbanken. For at øge deres incitament til at placere hos hinanden indførte Nationalbanken i 2009 en rentemarginal mellem renten på udlån og indskudsbeviser. Det har betydet, at pengeinstitutterne har reduceret deres bruttopositioner over for Nationalbanken. Da nettostillingen samtidig har været positiv, dvs. pengeinstitutternes indlån er større end deres udlån i Nationalbanken, har de stort set ikke lånt penge i Nationalbanken.

Nationalbanken er ikke den eneste centralbank, der har fået en større balance med ændret sammensætning under krisen. Ifølge BIS (2011) udgjorde centralbankernes balance i de vestlige økonomier godt 20 pct. af bruttonationalproduktet, BNP, i 2011 mod kun godt 10 pct. i årene frem til 2008. Det skyldes omfattende likviditetstildelinger og kvantitative lempelser med opkøb af bl.a. statsobligationer for at holde renterne lave og understøtte den økonomiske aktivitet under krisen.¹

Udvidelsen af balancerne og de ekstraordinære tiltag gør centralbankerne mere sårbare over for udviklingen på de finansielle markeder. Det kan påvirke indtjeningen og risikoen i de kommende år.

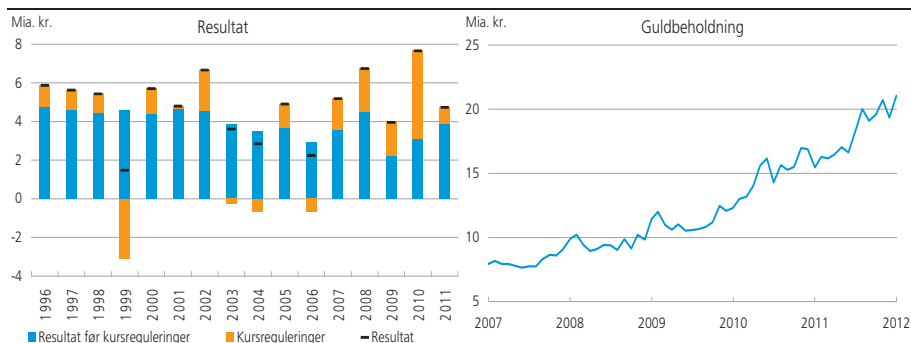
NATIONALBANKENS RESULTAT PÅVIRKET AF KRISEN

Nationalbankens resultat har under krisen varieret mellem 4 og 8 mia. kr. nogenlunde svarende til niveauet før krisen, jf. figur 3. Resultatet afspejler især Nationalbankens myndighedsroller – fx skal banken stå for at udstede sedler og mønter og ifølge nationalbankloven have en guldbeholdning. Dertil kommer fastkurspolitikken, der kræver en anselig valutareserve.

¹ Tiltagene i en række centralbanker er bl.a. beskrevet i Stone mfl. (2011) og i Jørgensen mfl. (2011).

NATIONALBANKENS RESULTAT OG VÆRDIE AF GULDBEHOLDNINGEN

Figur 3



Kilde: Danmarks Nationalbank.

Ud over myndighedsrollerne afspejler resultatet også, at Nationalbanken påtager sig yderligere finansielle risici for at opnå et fornuftigt afkast i forhold til risiko. Valget af risikoniveau er præget af forsigtighed.

I det følgende fokuseres på de vigtigste indtjeningsbidrag, som er renteindtægter og kursreguleringer.

Siden udbruddet af den finansielle krise kan en stor del af resultatet henføres til kursreguleringer. Især har stigende guldpriser øget værdien af Nationalbankens guldbeholdning, jf. figur 3. Stigningen er bl.a. et udtryk for investorers øgede efterspørgsel efter guld i urolige tider.¹

Nationalbanken har som følge af en beskeden styrkelse af kroner over for euro inden for udsvingsbåndet fået tab på valutaeksponeringen i 2011. Valutaeksponeringen er primært i euro, og på grund af fastkurspolitikken over for euro forventes der over tid hverken at være nævneværdige tab eller gevinster.

Dertil kommer, at rentefald på obligationer har givet kursgevinster.

Gevinsterne på guld og obligationer kan ikke forventes at gentage sig, hvorimod det lave renteniveau fremadrettet vil betyde lave renteindtægter. Hvis renterne stiger, kommer der umiddelbart et kurstab, men på længere sigt vil Nationalbanken få højere renteindtægter.

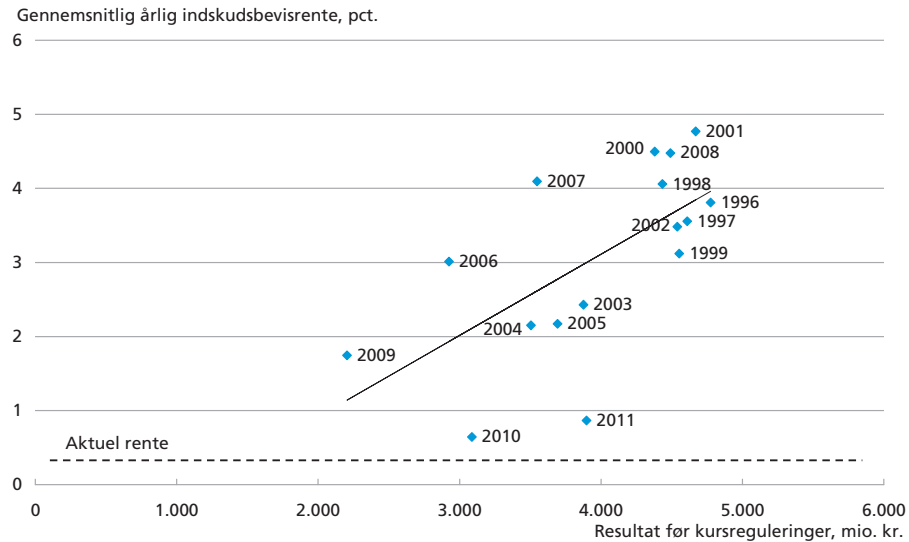
Resultatet før kursreguleringer afhænger primært af renteniveauet

Pengepolitikken både i USA og Europa er særdeles lempelig som reaktion på flere års finansiell krise. Renterne er på et historisk lavt niveau, og det presser alt andet lige Nationalbankens resultat, idet renteniveauet har betydning for resultatet før kursreguleringer, jf. figur 4. Andre forhold end renteniveauet påvirker også resultatet før kursreguleringer de enkelte år. Det forklarer, at resultaterne ikke korrelerer perfekt med

¹ Udviklingen i guldpriserne mv. er nærmere beskrevet i Jensen og Sørensen (2010).

**PENGEPOLITISK RENTE OG NATIONALBANKENS RESULTAT FØR
KURSREGULERINGER**

Figur 4



Kilde: Danmarks Nationalbank.

renteniveauet i figuren. Det afspejler bl.a., at Nationalbanken kan få afkast eller tab af at tage risiko.

Nationalbankens nettorenteindtægter kommer hovedsageligt fra forrentningen af modposten til egenkapitalen og seddel- og møntudstedelsen. Indtægten fra seddel- og møntomløbet kaldes for møntningsgevinsten og afspejler den gevinst, som banken får ved at udstede sedler og mønter. Nationalbanken betaler ikke renter af sedler og mønter og tjener dermed forskellen mellem nul og de pengepolitiske renter på værdien af seddel- og møntomløbet.

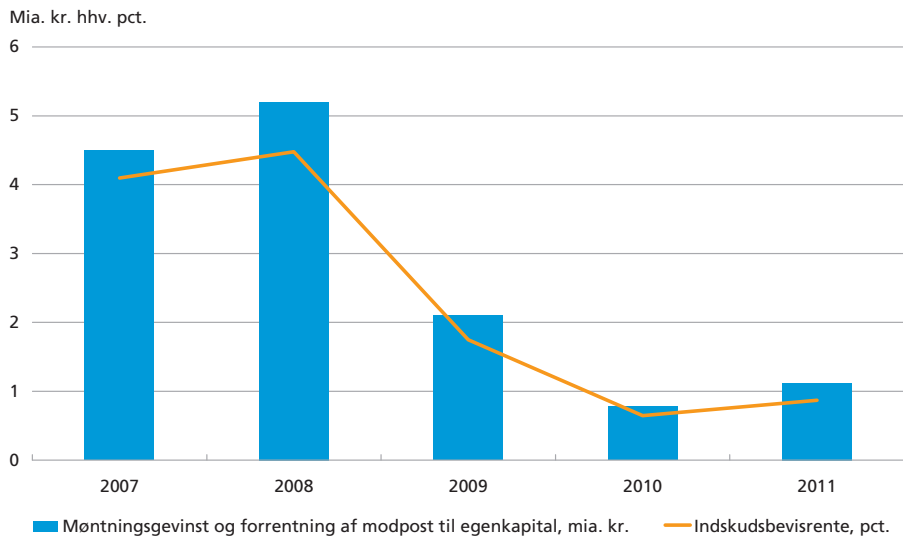
Nationalbankens forrentning af seddel- og møntomløbet samt egenkapitalen er faldet i takt med rentefaldet siden krisens begyndelse, jf. figur 5. Renteniveauet har således stor betydning for renteindtægterne og dermed bankens resultat før kursreguleringer.

Omkostninger ved at holde valutareserven påvirker også resultatet

Valutareserven giver Nationalbanken et beredskab til at intervenere på valutamarkedet. Bankens resultat før kursreguleringer påvirkes af omkostningen ved at holde valutareserven. Omkostningen kan som et groft skøn beregnes ud fra spændet mellem Nationalbankens placeringsrente i udlandet og dens finansieringsrente. Hvis placeringsrenten er en kort eurorente uden renterisiko, og finansieringsrenten er indskudsbevisrenten, vil det normalt være en omkostning for Nationalbanken at have valutareserven. Det skyldes, at de korte eurorenter typisk er lavere end

BEREGNET MØNTNINGSGEVINST OG FORRENTNING AF MODPOST TIL EGENKAPITAL

Figur 5



Anm.: Modposten til egenkapitalen og seddel- og møntløbet antages forrentet til indskudsbevisrenten. I figuren er indskudsbevisrenten den gennemsnitlige årlige rente.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

indskudsbevisrenten. Det var fx tilfældet i 2008, hvor renterne faldt i placeringsvalutaerne, mens Nationalbankens renteomkostninger steg på grund af presset på kronen og de deraf følgende renteforhøjelser, jf. figur 6.

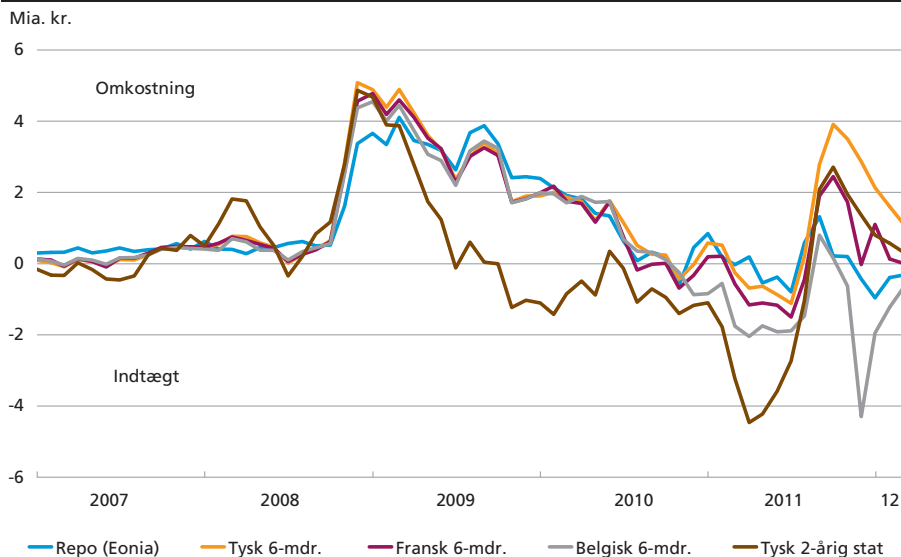
De skønnede omkostninger ved at holde valutareserven afhænger i høj grad af, hvilken placeringsrente der lægges til grund for beregningen. Den korte euro-pengemarkedsrente, Eonia, svarer nogenlunde til Nationalbankens typiske placeringsrente i pengemarkedet. Påtager banken sig mere risiko ved fx at øge kredit- eller renterisikoen, kan banken placere reserven til højere renter. Derved bliver den beregnede omkostning mindre – eller ligefrem til indtægter. Det kan fx være i form af korte belgiske papirer. I praksis holder Nationalbanken størstedelen af reserven i papirer med lav kreditrisiko og høj likviditet. Det sker for at være i stand til at kunne intervenere for betydelige beløb på kort tid. Resten placeres i værdipapirer med en lidt højere risiko for at sikre et fornuftigt afkast i forhold til risiko.

Andre forhold, der påvirker årets resultat

Andre forhold end renteniveauet påvirker også resultatet før kursreguleringer fra år til år. For eksempel fik Nationalbanken i 2011 en éngangsindtægt på 154 mio. kr. fra udfasningen af 25-øren. Banken tjener også

STILISERET BEREKNING AF ÅRLIG OMKOSTNING VED AT HOLDE VALUTARESERVEN

Figur 6



Anm.: Omkostningerne er årlige og beregnes som et groft skøn ved at gange størrelsen på valutareserven med spændet mellem alternative placeringsrenter og finansieringsrenten (indskudsbevisrente). Negative værdier repræsenterer en indtægt, mens positive værdier er omkostninger. 6-måneders-renterne er på tyske, franske og belgiske skattekammerbeviser.

Kilde: Reuters EcoWin og egne beregninger.

på rentemarginalen mellem indlåns- og udlånsrenten til pengeinstitutterne. Udlånene er aktuelt meget begrænsede, og indtægten herfra har de seneste år været beskeden. Dertil kommer, at renten på statens konto blev sat ned under krisen. Den lavere rente gav Nationalbanken lavere renteudgifter og dermed et højere resultat før kursreguleringer. Endelig kan fordelingen mellem renter og kursgevinster på obligationer også have betydning for resultatet før kursreguleringer.¹

Overførsel til staten

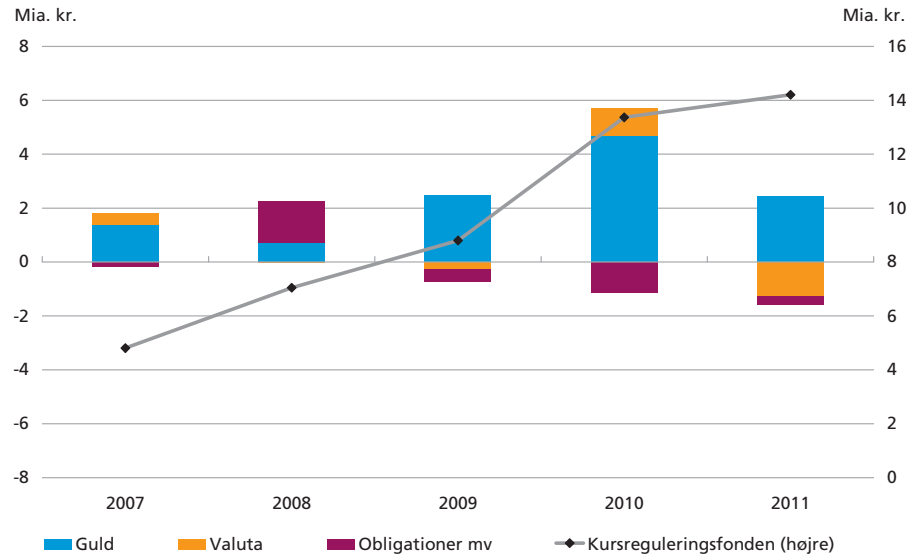
Ifølge nationalbankloven tilfalder Nationalbankens overskud efter henlæggelser staten. De seneste ti år har staten modtaget 60-80 pct. af resultatet før kursreguleringer, mens resten er blevet overført til Nationalbankens sikringsfond, som udgør hovedparten af bankens egenkapital.² Disponeringen af resultatet besluttet efter en konkret vurdering fra år til år.

¹ Samlet set har obligationer overvejende givet kurstab i de seneste par år. Disse negative kursreguleringer er dog i vid udstrækning teknisk begrundet i såkaldte matematiske kursreguleringer, som alene afspejler det forhold, at obligationer, som tiden går, rykker nærmere på udløb (løbetidsforkortelse). Når en obligation nærmer sig udløb, vil kursen på obligationen normalt nærme sig kurs 100. Hvis kuponrenten er større end markedsrenten, vil kursen være over 100 og omvendt. De seneste års negative kursreguleringer afspejler, at kurserne på Nationalbankens obligationsbeholdning typisk har ligget over 100, fordi kuponrenterne er større end markedsrenterne.

² Egenkapitalen udgøres hovedsageligt af sikringsfonden og kursreguleringsfonden. Dertil kommer grundfonden og reservefonden, som tilsammen udgør under 1 pct. af Nationalbankens samlede egenkapital. Grundfonden kan betragtes som aktiekapital og reservefonden som et supplement hertil.

KURSREGULERINGSFONDEN

Figur 7



Anm.: Kursreguleringsfonden er akkumuleret, mens kursreguleringerne fra guld, valuta og obligationer mv. afspejler årlige ændringer.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Tilliden til Nationalbanken hviler på, at dens soliditet er uomtvistelig. Egenkapitalen bør derfor være betydelig set i forhold til bankens balance og aktiviteter, så hensynet til bankens egen indtjening ikke lægger begrænsninger på udøvelsen af pengepolitikken. Overskudsdisponeringen er i en årrække foretaget ud fra et hensyn til, at sikringsfonden fastholdes realt. Det vil sige, at sikringsfonden i grove træk følger prisudviklingen.

Nationalbankens kursgevinster og -tab kan variere meget. For at undgå store udsving i overførslerne til staten indgår kursreguleringer ikke i overskudsdisponeringen med staten, men henlægges derimod i en kursreguleringsfond. Fonden er en del af egenkapitalen og fungerer som en buffer for resultatudsving som følge af kursreguleringer.¹

Kursreguleringsfonden er steget kraftigt under krisen, jf. figur 7. Det skyldes især kursgevinster på guldbeholdningen. Det indebærer, at Nationalbanken vil kunne absorbere kurstab på 14 mia. kr., uden at det påvirker overførslen til staten.

¹ Principperne for overskudsoverførsel til staten er nærmere beskrevet i ledelsens regnskabsberetning i Danmarks Nationalbank (2011).

FINANSIELLE RISICI ER ØGET

Nationalbankens styring af risici er præget af forsigtighed.¹ Med en valutareserve på knap 500 mia. kr. og danske obligationer for over 30 mia. kr. har banken dog måttet acceptere øgede finansielle risici under krisen. Det skyldes i høj grad den øgede risiko på bankens traditionelle kerneplaceringer i statsobligationer fra eurolande. Det afspejles bl.a. i figur 1, der viser overgangen fra stort set ingen renteforskelle til klare renteforskelle mellem eurolandenes statsobligationer.

Afvejningen mellem forskellige typer risici er ikke entydig. De enkelte risikofaktorer kan ikke betragtes isoleret. En reduktion af én type risiko vil som oftest indebære en stigning i en anden. Samtidig har krisen vist, at samvariationen og dermed spredningsgevinsten mellem de forskellige aktiver hurtigt kan ændre sig.

Nedgraderinger har øget koncentration af kreditværdige modparter

Før krisen blev flere aktiver ud fra kreditrisikomæssige overvejelser betragtet som "risikofrie". Ved at sprede placeringerne på flere af disse aktiver kunne risikoen nedbringes til et endnu lavere niveau. Krisen har vist, at mængden af aktiver, der opfattes som risikofrie, er svundet ind. Kreditrisikoen har været i fokus, og et kendetegn har været de mange nedgraderinger. Det gjaldt også for Nationalbankens bankmodparter og investeringslande i 2011, jf. figur 8.

Hovedparten af Nationalbankens placeringer i valutareserven er dog fortsat i aktiver med høj kvalitet målt ved kreditvurderinger, jf. figur 9.

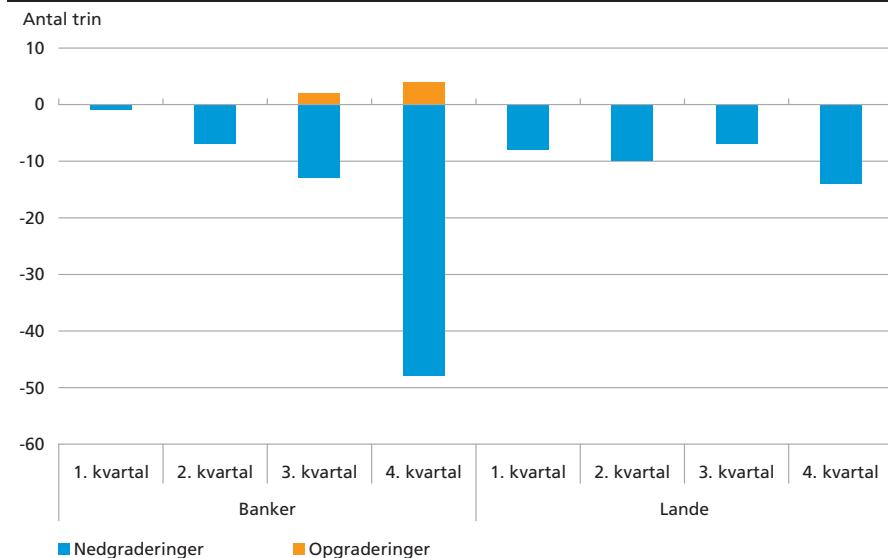
For de statsobligationer, der ikke har en høj kreditvurdering, placerer Nationalbanken kun i obligationer med kort løbetid. Det reducerer risikoen for kurstab som følge af rentestigninger. Samtidig er det ikke nødvendigt at sælge obligationerne, men blot holde dem til udløb, hvis eksponeringen ønskes nedbragt. Banken har placeringer i irske og portugisiske statsobligationer med meget kort løbetid. Det begrænser risikoen, der også skal ses i lyset af, at begge lande er omfattet af låneprogrammer fra EU og IMF.

De mange nedgraderinger har betydet, at Nationalbanken har måttet øge koncentrationen af valutareserveaktiver for at opretholde en høj kreditkvalitet af placeringerne, jf. figur 10. De ti største eksponeringer udgjorde 71 pct. af valutareserven ultimo 2011 mod 56 pct. i 2007. De omfatter bl.a. tyske, franske og amerikanske statspapirer.

¹ De overordnede principper i Nationalbankens finansielle styring er beskrevet i Danmarks Nationalbank (2003). Dertil kommer en årlig gennemgang af bankens risici, senest i Danmarks Nationalbank (2011).

ÆNDRINGER I KREDITVURDERINGEN AF NATIONALBANKENS BANKMODPARTER OG INVESTERINGSLANDE I 2011

Figur 8

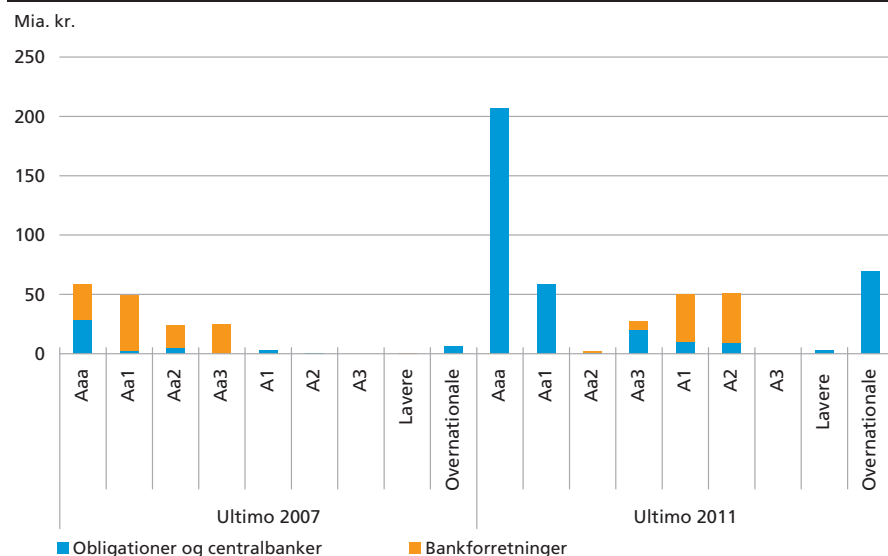


Anm.: Ændring i kreditvurdering i form af antal trin for lande og banker af de tre store kreditvurderingsbureauer Fitch, Moody's og S&P. Der er tale om et skønsmæssigt overslag baseret på Nationalbankens nuværende og tidligere modparter.

Kilde: Fitch, Moody's og S&P samt egne overslag.

VALUTARESERVEN FORDELT PÅ KREDITVURDERINGER

Figur 9

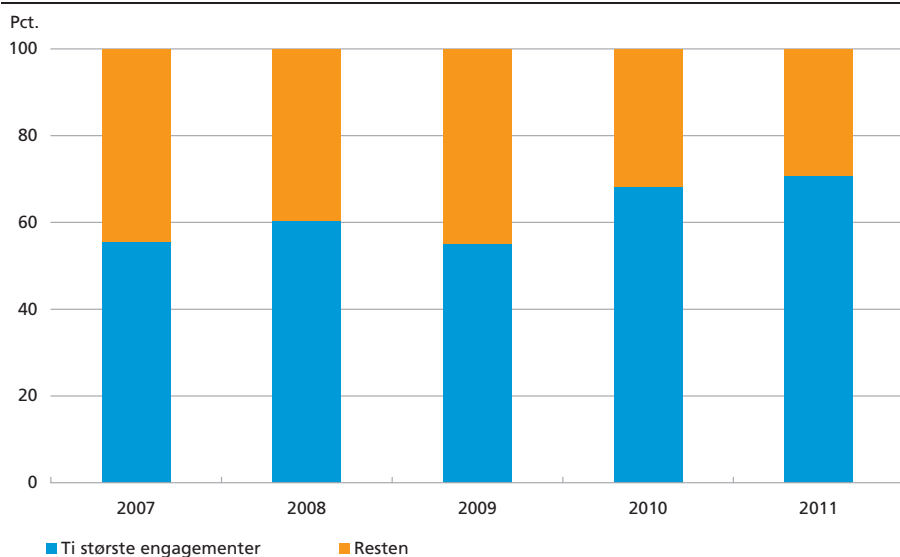


Anm.: Kategorierne går fra højeste kreditvurdering på Aaa og nedad. De følger Moody's skala. Overnationale omfatter internationale institutioner som fx Bank for International Settlements, BIS, og IMF. Data for 2007 afspejler kun kreditvurderinger fra Moody's, mens data for 2011 er lavest vurdering af de tre kreditvurderingsbureauer, Moody's, S&P og Fitch.

Kilde: Moody's, S&P, Fitch og egne beregninger.

FORDELING AF VALUTARESERVEN

Figur 10



Anm.: Opgørelsen er ekskl. markedsværdien af valutaafdækning.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Sikrede indskud er en kerneforretning

Sikrede bankindskud, repoer, udgør kernen i Nationalbankens likviditetsberedskab. Løbetiden er kort, og der er krav om sikkerhed i statslige udstedelser af høj kreditkvalitet.¹ Da Lehman Brothers gik konkurs i 2008, havde Nationalbanken indskud på 4,5 mia. kr. i instituttet. Efterfølgende kunne Nationalbanken sælge sikkerhederne, der bestod af tyske statsobligationer, og få dækket det fulde indestående. Nationalbanken led således ikke tab. Konkursen understregede vigtigheden af, at sikkerhederne har høj kreditkvalitet og likviditet. Statsgældskrisen har netop understreget forskellene i likviditet og kreditrisiko på eurostatsobligationer. Nationalbanken har på den baggrund ændret kravene til sikkerhederne. Kvaliteten af sikkerhederne er fortsat høj. Samtidig har en ændret styring givet banken fleksibilitet i forhold til løbende at justere på kravene til sikkerheder.

Nationalbankens bankindskud foretages desuden kun i store kreditværdige banker.

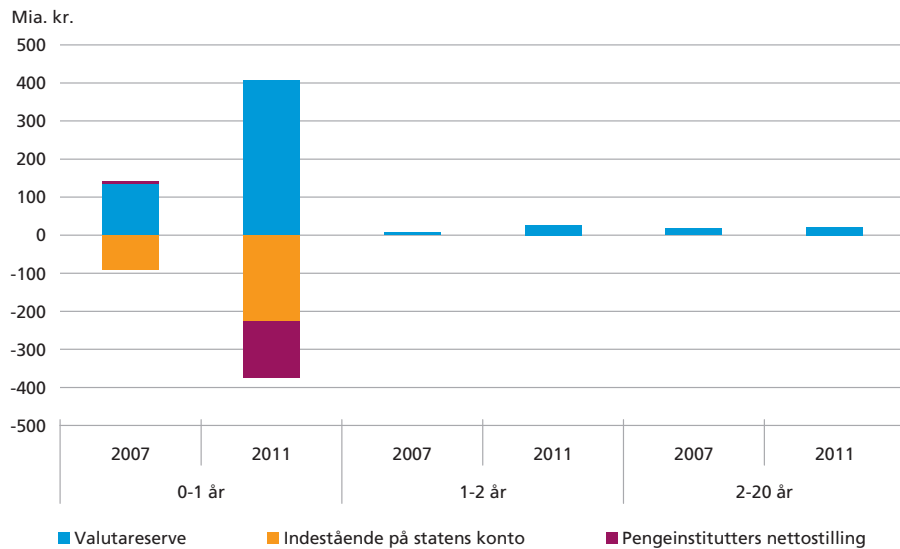
Større valutareserve og fastholdt kreditkvalitet har øget renterisiko

Stigningen i valutareserven er primært placeret i obligationer med høj kreditkvalitet. Det har øget renterisikoen, dvs. risikoen for kurstab som

¹ Nationalbanken har ejerskabet af sikkerhederne og kan derfor sælge dem i tilfælde af en modparts konkurs.

UDVALGTE BALANCEPOSTERS FORDELING PÅ LØBETID

Figur 11



Anm.: Tallene er ekskl. guld, valutaswaps mv.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

følge af rentestigninger. Forøgelsen er blevet begrænset ved primært at købe korte obligationer, jf. figur 11. Obligationsplaceringerne, og dermed forøgelsen af renterisikoen, har været nødvendig. Alternativet havde været at placere den større reserve i pengemarkedet uden at tage renterisiko. I det tilfælde ville bankeksponeringen stige voldsomt.

Nationalbanken styrer rentefølsomheden på den samlede balance ud fra kronevarigheden¹, som er steget med ca. 1 mia. kr. siden 2008. Kronevarigheden var 2,4 mia. kr. ultimo 2011. Det vil sige, at banken vil få et umiddelbart kurstab på 2,4 mia. kr., hvis alle renter stiger 1 procentpoint.

Kronevarigheden angiver det umiddelbare kurstab eller -gevinst, men siger ikke noget om indtjeningen på længere sigt. Ved en stigning i det generelle renteniveau på 1 procentpoint vil Nationalbankens løbende renteindtægter stige med ca. 1 mia. kr. det efterfølgende år. Omvendt falder indtjeningen på langt sigt, når renteniveauet falder.

Niveauet for Nationalbankens kronevarighed skal ses i lyset af, at der på langt sigt har været et højere afkast på lange placeringer end korte.² Dertil kommer, at obligationer kan afhjælpe en lav indtjening som følge af vedvarende lave renter, fordi de ofte giver en højere rente, jo længere løbetiden er.

¹ Kronevarigheden udtrykker ændringen i beholdningens markedsværdi ved en generel ændring i rentekurven på 1 procentpoint.

² Se Schröder og Sørensen (2010).

Valutaeksponeringen er øget på grund af større reserve og øget værdi af guld

Hovedparten af valutareserven er investeret i euroaktiver. Dertil kommer en stor andel i dollaraktiver og små beholdninger i svenske kroner og pund. Valutakursrisikoen på placeringerne i ikke-euro-valutaer omlægges til euro ved hjælp af valutaswaps. Derfor har Nationalbanken kun en valutaeksponering i euro og guld, jf. figur 12.

Valutakursrisikoen over for euro er lav givet fastkurspolitikken. Med en stor valutareserve kan selv små udsving i kronekursen inden for udsvingsbåndet dog give store udsving i resultatet i enkelte år. Kronen blev fx styrket over for euro med 0,3 pct. i 2011. Det gav et tab på over 1 mia. kr. Et sådant tab er en konsekvens af Nationalbankens myndighedsrolle.

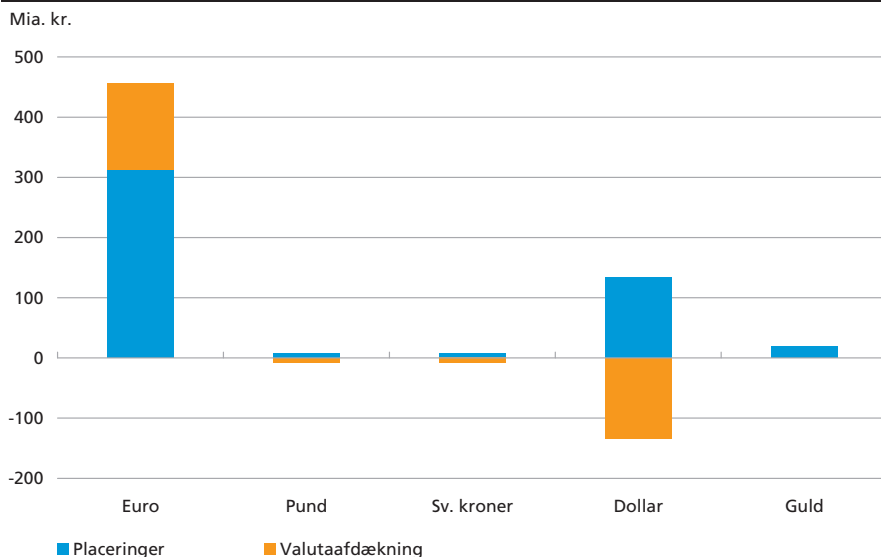
Bankens følsomhed over for fald i guldprisen er øget, fordi værdien af guldbeholdningen er mere end fordoblet siden 2007.

Likviditeten har været omskiftelig under krisen

Statsgældskrisen medførte, at likviditeten var omskiftelig på nogle markeder. Nationalbanken styrer likviditeten ved at sætte rammer for, hvor store beløb banken skal kunne frigøre inden for en given tidshorisont. Likviditetsrammerne skal sikre, at banken altid kan intervenere på valutamarkedet for betydelige beløb, selv om der er pres på kronen.

PLACERINGER I VALUTA OG VALUTAADFÆKNING

Figur 12



Anm.: Eksponeringen er pr. 30. december 2011.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

KVANTIFICERING AF RISICI

Under krisen er Nationalbankens samlede risiko steget. En del af stigningen skyldes en større valutareserve og større markedsuro. Dertil kommer en lavere kreditkvalitet målt ved kreditvurderinger.

Kreditrisikoen er steget, men den er svær at kvantificere. Det skyldes især, at egentlige kredittab for aktiver med høj kreditvurdering er sjældne. For statsobligationer er der meget få eksempler på statsbankerot i nyere tid. Den nuværende krise i euroområdet vanskeliggør også en fornuftig kvantificering af kreditrisikoen på aktiver med lavere kreditvurdering. Nationalbankens beholdning af statsobligationer med lavere kreditkvalitet er dog lille og har en kort løbetid.

Modsat kreditrisiko er der større datagrundlag for at kvantificere risici som følge af udsving i markedsfaktorer som valutakurser og renter, dvs. markedsrisiko. Nationalbankens markedsrisiko kan udtrykkes med Value-at-Risk, VaR. VaR kombinerer bankens eksponering over for forskellige risikofaktorer med et skøn over variationen.¹

VaR udgjorde 7,6 mia. kr. ultimo februar 2012, jf. figur 13. Det svarer til, at Nationalbanken med de givne antagelser i 19 ud af 20 år kan få et årligt kurstab på højst 7,6 mia. kr.

VaR kan ikke stå alene, da det har en tendens til at undervurdere sjældne hændelser. Derfor supplerer Nationalbanken VaR-målet med et stress-VaR, der angiver VaR, hvis den beregnes med den aktuelle portefølje, men med de stressede markedsforhold fra efteråret 2008. Den almindelige VaR har i perioder i sommeren og efteråret 2011 ligget tæt på det høje niveau af stress-VaR. Det vidner om de urolige markedsforhold under statsgældskrisen.

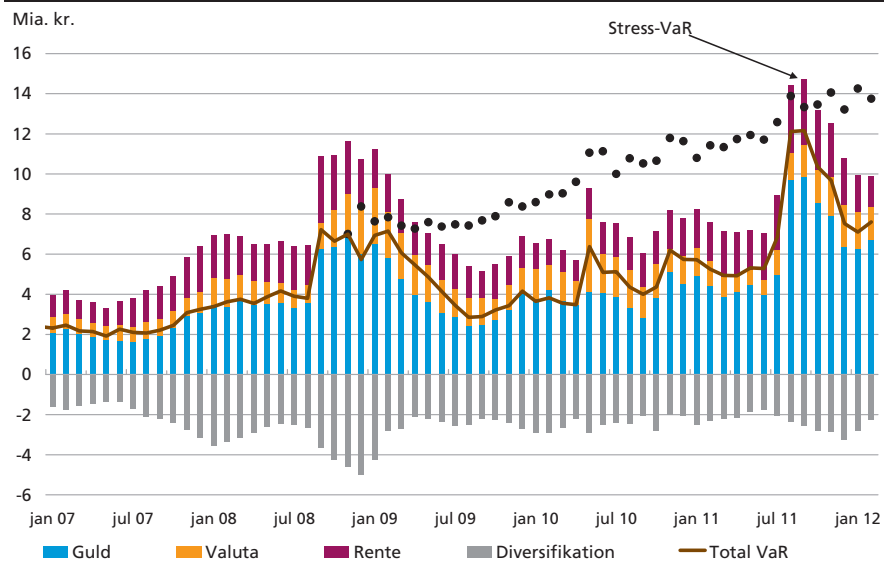
Guldbeholdningen bidrager til en stor del af VaR, og andelen har været stigende i takt med, at værdien er steget under krisen. For eksempel ville VaR opgjort uden guld ultimo februar 2012 være 5,5 mia. kr. mindre end VaR opgjort med guld.

Kvantificeringen af markedsrisiko ved hjælp af VaR bidrager til en større forståelse af Nationalbankens samlede risici. Der er ikke eksplicitte rammer for VaR. Det skyldes, at en stor del af VaR kan henføres til bankens myndighedsroller. VaR indgår i bankens beslutning om de overordnede rammer for følsomheden over for markedsfaktorer.

¹ I VaR-målet tages der højde for, at samvariationen mellem risikofaktorerne typisk giver en diversifikationsgevinst – dvs. der er ikke tab på alle faktorer på samme tid. Variationsskønnene baseres på historiske observationer 160 dage tilbage, hvor seneste observation vægter højest. VaR angiver det maksimale kurstab, Nationalbanken ifølge beregningerne kan få i 19 ud af 20 år.

NATIONALBANKENS VALUE-AT-RISK, ULTIMO MÅNEDEN

Figur 13



Kilde: RiskManager og egne beregninger.

LITTERATUR

Danmarks Nationalbank (2011), *Beretning og regnskab*.

Danmarks Nationalbank (2003), *Finansiel styring i Danmarks Nationalbank*, december.

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

Danmarks Nationalbank (2010), The Danish krone during the crisis, tale af nationalbankdirektør Nils Bernstein på Copenhagen Business School, 22. marts.

BIS (2011), Why central bank balance sheets matter, tale af general manager i BIS Jaime Caruana ved Bank of Thailand – BIS conference, 12. december.

Jensen, Thomas Krabbe og Christian Stampe Sørensen (2010), Stigningen i prisen på guld i de seneste år, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

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

Schrøder, Søren og Christian Stampe Sørensen (2010), Giver lange obligationer et højere afkast end korte?, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

Stone, Mark, Kenji Fujita og Kotaro Ishi (2011), Should unconventional balance sheet policies be added to the central bank toolkit? A review of the experience so far, *IMF Working Papers*, nr. 145, juni.

Nationalbanken og pengeinstitutternes likviditet

Lars Risbjerg, Økonomisk Afdeling og Thomas Sangill, Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Likviditetsforholdene i pengeinstitutterne strammer typisk til under finansielle kriser. Institutterne får vanskeligere ved at optage lån på penge- og kapitalmarkederne, fordi tilliden i det finansielle system mindskes, og likviditeten på de finansielle markeder falder. Mangel på likviditet i pengeinstitutsektoren kan føre til finansiell ustabilitet, og det kan resultere i systemiske kriser med betydelige negative realøkonomiske konsekvenser.

Det er en kerneopgave for centralbanker at sikre, at pengeinstitutterne kan få den nødvendige likviditet. Når institutterne under finansielle kriser har vanskeligere ved at optage lån som følge af dysfunktionelle penge- og kapitalmarkeder, kan centralbankerne træde til og understøtte institutternes likviditetsforhold bl.a. gennem øget udlån. Under finansielle kriser hænder det derfor, at en del af institutternes normale placering og låntagning på penge- og kapitalmarkederne i stedet sker i centralbanken.

Nationalbanken har af hensyn til den finansielle stabilitet i lighed med en række andre centralbanker siden 2008 benyttet forskellige tiltag til at understøtte pengeinstitutternes likviditet. Senest har Nationalbanken indført to særskilte foranstaltninger. For det første er belåningsgrundlaget udvidet til at omfatte pengeinstitutternes udlån af god bonitet. For det andet er lånemulighederne i Nationalbanken blevet udvidet med 3-årige lån mod sikkerhed i hele Nationalbankens belåningsgrundlag. Tiltagene skal øge institutternes adgang til likviditet og lette forløbet i forbindelse med, at de individuelle statsgarantier udløber i 2012-13. Nationalbanken har desuden i 2011 indført 6-måneders-lån og midlertidigt udvidet sit belåningsgrundlag med aktier i de selskaber, institutterne ejer i fællesskab.

Tiltagene kan anvendes af alle pengeinstitutter, og der er ikke begrænsninger på størrelsen af de lån, institutterne kan optage i Nationalbanken. Det giver dem den størst mulige sikkerhed for at kunne op-

nå den ønskede likviditet i en situation med generelt vanskelige finansieringsforhold og understøtter tilliden til institutterne mest muligt.

Nationalbankens seneste foranstaltninger er rettet mod pengeinstitutternes likviditet forstået som deres mulighed for at skaffe finansiering. I pengepolitikken er fokus normalt på likviditeten i form af institutternes anfordringsindestående i Nationalbanken.

HVAD ER LIKVIDITET?

Et pengeinstituts likviditet kan defineres som dets evne til at gennemføre betalinger i det øjeblik, der er behov for det. Definitionen vedrører muligheden for at skaffe finansiering og betegnes normalt finansieringslikviditet. Denne form for likviditet er tæt knyttet til markedslividiteten, jf. boks 1 om forskellige likviditetsbegreber og forholdet mellem dem. En stor del af et pengeinstituts finansieringsmuligheder afhænger af likviditetsforhold og risikopræmier på de finansielle markeder. Det gælder både ved udstedelse af nye gældsinstrumenter og ved salg af aktiver.

I perioder med høj markedslividitet og nem adgang til finansiering på markedet tilvejebringes størstedelen af likviditeten i det finansielle system via pengeinstitutter og andre markedsdeltagere. Likviditeten afhænger dermed af tilliden mellem markedsdeltagerne og likviditetsforholdene på de finansielle markeder, jf. Domanski mfl. (2011). Når pengeinstitutterne har stor tillid til at kunne finansiere sig, øger det også deres villighed til at låne ud og skabe likviditet. Hvis likviditetsskabelsen mellem de private markedsdeltagere tørrer ud, har centralbankerne mulighed for at erstatte den ved at udvide pengeinstitutternes lånemuligheder i centralbanken. Centralbanken kan fastsætte betingelserne for sine lån uafhængigt af tilliden mellem de private markedsdeltagere.

Det er en kerneopgave for centralbankerne at sikre, at der er tilstrækkelig likviditet i det finansielle system. I krisetider, hvor tilliden og likviditeten blandt markedsdeltagerne kan falde kraftigt, er det afgørende, at centralbankerne sikrer, at pengeinstitutterne kan få den nødvendige likviditet. En del af institutternes normale placering og låntagning på penge- og kapitalmarkederne kan derfor i stedet ske i centralbanken.

CENTRALBANKERS LIKVIDITETSUNDERSTØTTENDE TILTAG

Siden udbruddet af den finansielle krise har mange centralbanker foretaget en række ekstraordinære foranstaltninger for at skabe større sikkerhed blandt pengeinstitutterne for, at de kan opnå den likviditet, de har behov for.

LIKVIDITETSBEGREBER¹

Boks 1

Finansieringslikviditet

Finansieringslikviditet udtrykker evnen til at gennemføre betalinger, når der er brug for det. Baselkomiteen for banktilsyn (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS) definerer et pengeinstituts finansieringslikviditet som dets evne til at finansiere forøgelser af sine aktiver og opfylde sine betalingsforpligtelser, når de forfalder, uden at pådrage sig uacceptabelt store tab, jf. BCBS (2008). Som definitionen antyder, vedrører pengeinstitutternes finansieringslikviditet hele deres balance.

På aktivsiden kan institutterne anvende deres likviditetsstødpuder. Fx kan de trække på anfordringsindskud i andre institutter eller centralbanken, eller sælge værdipapirer. På passivsiden kan institutterne optage lån på penge- og kapitalmarkederne eller direkte i centralbanken.

Markedslikviditet

Markedslikviditet er en egenskab, der knytter sig til et aktiv. Høj markedslikviditet betyder, at det er muligt hurtigt at omsætte store beløb i et finansielt aktiv uden nogen særlig priseffekt. Lav markedslikviditet betyder modsætningsvis, at prisen påvirkes mærkbart ved handel for selv beskedne beløb.

Sammenhæng mellem finansierings- og markedslikviditet

Finansierings- og markedslikviditet er tæt forbundne. Ved et fald i markedslikviditeten af de aktiver, et pengeinstitut ejer, vil muligheden for at skaffe finansieringslikviditet ved at sælge eller belåne aktiverne reduceres. Finansieringslikviditeten kan også påvirke markedslikviditeten. Hvis finansieringslikviditeten for centrale aktører på de finansielle markeder forringes, vil deres kapacitet til at deltage på de finansielle markeder også mindskes, hvorved markedslikviditeten falder. Herved kan der i krisetider opstå negative likviditetsspiraler, hvor negative stød til finansieringslikviditeten, fx som følge af mistillid til den finansielle sektor, reducerer markedslikviditeten, hvilket igen forringer finansieringslikviditeten, osv.

Centralbanklikviditet

Centralbanklikviditet er pengeinstitutternes anfordringsindskud i centralbanken og kan umiddelbart anvendes til at afvikle betalinger. Centralbanklikviditet indgår i institutternes finansieringslikviditet. Institutternes efterspørgsel efter centralbanklikviditet hænger sammen med, at disse fordringer på centralbanken accepteres som risikofrie og altid kan anvendes til afvikling af mellemværender mellem institutterne indbyrdes og mellem institutterne og centralbanken.

Pengeinstitutternes adgang til at låne i centralbanken er afgørende for tilgængeligheden af centralbanklikviditet. Som helhed har pengeinstitutterne ikke rådighed over mere centralbanklikviditet, end centralbanken tilfører. Institutterne kan handle centralbanklikviditet med hinanden, men de kan ikke selv skabe centralbanklikviditeten.

¹ Se fx Nikolau (2009) for en oversigt over likviditetsbegreber, og Brunnermeier og Pedersen (2009) for diskussion af sammenhængen mellem finansierings- og markedslikviditet.

Centralbankerne har bl.a. øget udbuddet af lån med længere løbetider samt udvidet deres belåningsgrundlag og kredsen af modparter, der har adgang til centralbankernes instrumenter.

Adgang til *lån med længere løbetid* giver pengeinstitutterne større sikkerhed om likviditetssituationen over en længere periode. Det kan være relevant, når institutterne har behov for længere finansiering, og der er usikkerhed om deres mulighed for at få finansieringslikviditet generelt. Den Europæiske Centralbank, ECB, introducerede i december 2011 i lyset af gældskrisen en række likviditetsunderstøttende initiativer, herunder 3-årige lån, jf. boks 3 i Aktuelle økonomiske og monetære tendenser i denne Kvartalsoversigt. Der har været stor efterspørgsel efter ECB's 3-årige lån, og et dansk pengeinstitut med enheder i euroområdet har tilkendegivet, at det har optaget 3-årige lån i ECB. ECB's analyser peger på, at bankerne i høj grad har optaget lånene for at sikre deres finansiering, og at lånene har afhjulpet hindringer i adgangen til finansiering i økonomien i forbindelse med gældskrisen, jf. ECB (2012). Bankerne kan inddrage 3-årige lån i deres finansiering og derved undgå, at der opstår et stort løbende refinansieringsbehov, som det ville være tilfældet med korte pengepolitiske lån. De 3-årige lån kan derfor sikre bankernes likviditet på mellemlangt sigt.

Et *bredt og dybt belåningsgrundlag* for centralbankens udlån øger sandsynligheden for, at pengeinstitutterne kan finansiere sig, hvis mulighederne for markedsfinansiering forringes.

I en situation med generelt vanskelige finansieringsforhold for pengeinstitutterne vil en *bred adgang til centralbankers likviditetsfaciliteter* reducere usikkerheden om institutternes finansieringslikviditet. Ens adgang for alle institutter uanset deres finansielle stilling og systemiske betydning vil desuden afbøde en øget usikkerhed om modparters kredit- og likviditetsforhold. Cecchetti og Disyatat (2010) analyserer centralbankernes muligheder for at understøtte likviditeten i forskellige situationer. Når der er generel mangel på likviditet, anbefales en generel ordning med adgang for alle de pengepolitiske modparter.

Centralbankernes ekstraordinære foranstaltninger giver pengeinstitutterne større sikkerhed for at kunne opnå den ønskede likviditet. Det understøtter aktiviteten i lånemarkederne, fordi det giver udlåner større sikkerhed for at kunne få likviditet igen. Desuden styrker det låntagers forhandlingsposition på penge- og kapitalmarkederne at kunne hente likviditet i centralbanken. Centralbankerne understøtter derved markedsdeltagernes likviditetsskabelse ved at signalere villighed til at tilføre likviditet. Med andre ord kan centralbankernes ekstraordinære initiativer forbedre institutternes finansieringslikviditet, selv om institutterne ikke nødvendigvis gør aktivt brug af dem.

Flere af centralbankernes tiltag er midlertidige, og nogle er allerede udfaset. Det er vigtigt af hensyn til velfungerende markeder, at pengeinstitutterne i normale tider opererer på markedsvilkår. En markedsløs-

ning understøtter normalt en effektiv likviditetsstyring blandt pengeinstitutterne og en effektiv prisdannelse på penge- og kapitalmarkederne.

NATIONALBANKENS PENGEPOLITISKE INSTRUMENTER OG LIKVIDITETSUNDERSTØTTENDE TILTAG

Nationalbankens mellemværender med pengeinstitutterne styres ved hjælp af de pengepolitiske instrumenter, der er de ud- og indlånsfaciliteter, som Nationalbanken stiller til rådighed for de pengepolitiske modparter, jf. boks 2.

I Danmark er de pengepolitiske instrumenter primært indrettet med henblik på at understøtte fastkurspolitikken. Det indebærer, at der skal sikres et klart gennemslag af Nationalbankens renteændringer på de korte pengemarkedsrenter, som er bestemmende for kronekursen. Det er derfor også et hensyn, at instrumenterne understøtter et velfungerende pengemarked, hvor likviditeten i det finansielle system fordeles effektivt på markedsvilkår, og hvor pengemarkedsrenterne afspejler de pengepolitiske renter. Herudover skal instrumenterne understøtte et

PENGEPOLITISKE MODPARTER OG BELÅNINGSGRUNDLAG

Boks 2

Nationalbankens pengepolitiske modparter er penge- og realkreditinstitutter, som driver penge- eller realkreditvirksomhed efter lov om finansiell virksomhed. Nationalbanken giver ligeledes udenlandske kreditinstitutters danske filialer, der driver tilsvarende virksomhed, adgang til de pengepolitiske instrumenter.

Nationalbanken giver som hovedregel de pengepolitiske modparter adgang til lån i danske kroner mod pant i følgende værdipapirer:

- Papirer udstedt af den danske stat.
- Obligationer garanteret af den danske stat.
- Obligationer udstedt af Kommunekredit og Danmarks Skibskredit.
- Realkreditobligationer og særligt dækkede obligationer.
- Seniorgæld i tilknytning til særligt dækkede obligationer, der opfylder et ratingkrav.
- Obligationer udstedt af Føroya Landsstýri (Færøernes landsstyre).

De pengepolitiske modparter har mulighed for at belåne egne realkredit- og særligt dækkede obligationer, da ejerne af disse i en konkurssituation har fortrinsstilling til de bagvedliggende sikkerheder.

Derudover har pengeinstitutterne siden oktober 2011 som en generel ordning kunnet belåne egne udlån af god bonitet. Belåningsgrundlaget er desuden siden august 2011 midlertidigt udvidet med aktier i de selskaber, pengeinstitutterne ejer i fællesskab (sektoraktier). Desuden kan penge- og realkreditinstitutternes statsgaranterede udstedelser og SPV-obligationer udstedt på baggrund af disse midlertidigt belånes i Nationalbanken.

stabilt finansielt system, herunder en sikker betalingsafvikling. Disse hensyn afspejler formålsparagraffen i Nationalbankloven, hvor det fremgår, at Nationalbanken har til opgave *"... at opretholde et sikkert pengevæsen her i landet samt at lette og regulere pengeomsætning og kreditgivning."*

Nationalbankens tildeling af centralbanklikviditet

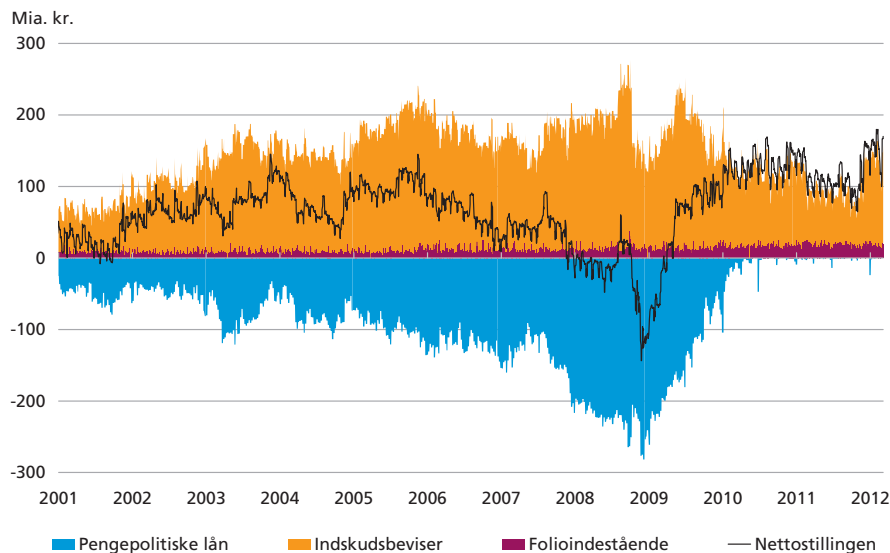
Nationalbankens seneste foranstaltninger har været rettet mod pengeinstitutternes muligheder for at skaffe finansiering. I pengepolitikken er fokus normalt på likviditeten i form af de pengepolitiske modparter anfordringsindestående i Nationalbanken, centralbanklikviditet. Anfordringskonti i Nationalbanken kaldes foliokonti, og indestående benævnes ofte foliolikviditet. Foliolikviditet kan umiddelbart anvendes til at afvikle institutternes indbyrdes betalinger og deres betalinger med centralbanken. Nationalbanken sikrer gennem sin tildeling af foliolikviditeten, at der er tilstrækkelig likviditet i det finansielle system til en smidig og sikker betalingsafvikling. For at begrænse de midler, som umiddelbart på eget initiativ kan anvendes til spekulation mod kronen, er der desuden en ramme for modparternes samlede indestående på folio.

Nationalbanken tildeler likviditeten i det finansielle system ved hjælp af sine ugentlige ordinære markedsoperationer. Her tildeles likviditet via udlån mod sikkerhed, og der opsuges likviditet ved salg af indskudsbeviser. Derudover foretager Nationalbanken, i det omfang det er nødvendigt, ekstraordinære markedsoperationer, hvor likviditeten styres via køb og salg af indskudsbeviser. Modparterne har således mulighed for at skaffe likviditet ved at sælge indskudsbeviser ved Nationalbankens markedsoperationer, og de udveksler likviditeten på pengemarkedet. Modparterne kan desuden handle indskudsbeviserne indbyrdes og belåne dem i Nationalbanken. Nationalbankens pengepolitiske instrumenter giver institutterne stor fleksibilitet med hensyn til at opnå likviditet mod sikkerhed. Samtlige pengepolitiske modparter har adgang til markedsoperationerne og kan frit bestemme mængden af de pengepolitiske lån til den af Nationalbanken fastsatte udlånsrente.

De pengepolitiske modparter har i dag et samlet placeringsbehov i Nationalbanken, og kun periodevis og i meget begrænset omfang foretages lån i Nationalbanken, jf. figur 1. Under finanskrisen øgede modparterne både deres lån og indskud i Nationalbanken frem til udgangen af 2008. Hovedparten af indskuddene var indskudsbeviser. Indskudsbeviserne kan som nævnt omdannes til foliolikviditet ved markedsoperationerne og udgør dermed et likviditetsberedskab for modparterne, jf. Dam og Risbjerg (2009) og Jensen mfl. (2010).

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES LÅN OG INDLÅN I NATIONALBANKEN

Figur 1



Anm.: Nettostillingen er summen af indskudsbeviser og folioindestående fratrasket pengepolitiske lån.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Nationalbankens likviditetsunderstøttende tiltag

Nationalbanken har siden 2008 af hensyn til den finansielle stabilitet foretaget en række foranstaltninger for at understøtte pengeinstitutternes likviditet. Senest har den indført to særskilte foranstaltninger.

For det første er belåningsgrundlaget blevet udvidet med pengeinstitutternes egne udlån af god bonitet. Institutterne kan desuden midlertidigt belåne aktier i de selskaber, de ejer i fællesskab. Det udvidede belåningsgrundlag kan anvendes ved alle typer af lån i Nationalbanken og indgår på lige fod med det øvrige belåningsgrundlag uden kvantitative begrænsninger eller rentetillæg. Belåningsværdien af institutternes egne udlån blev på det tidspunkt, ordningen blev annonceret, skønnet til 400 mia. kr. Den faktiske værdi vil være lavere. Det skyldes fx, at en del af udlånene er pantsat til andre kreditorer eller har kontraktmæssige forhold, der forhindrer pantsætning til Nationalbanken. Desuden skal belåningsværdien korrigeres for debtors fulde modregningsadgang. Mens det for nogle institutter kan være attraktivt at belåne udlån i Nationalbanken, vil det for andre være tilstrækkeligt at have muligheden. Belåningsmuligheden kan i sig selv gøre det nemmere for institutterne at refinansiere sig på markedsvilkår, da den reducerer risikoen for likviditetsproblemer.

For det andet har Nationalbanken indført en midlertidig 3-årig udlånsfacilitet, som vil blive tilbudt 30. marts og 28. september 2012. Nationalbanken anvender som ved sine øvrige udlån et åbent vindue. Det bety-

der, at penge- og realkreditinstitutterne frit kan bestemme mængden af lån. Der kan stilles sikkerhed i hele Nationalbankens belåningsgrundlag. Renten er variabel og følger Nationalbankens 7-dages pengepolitiske udlånsrente plus et rentetillæg. Indtil 31. juli 2013 er rentetillægget nul, og renten er dermed lig med 7-dages-renten. Såfremt Nationalbanken efter dette tidspunkt vurderer, at der er sket en normalisering af adgangen til finansiering på penge- og kapitalmarkedet, vil rentetillægget blive forøget. Lånet kan førtidsindfries, helt eller delvis, på ugebasis, dog tidligst 6 måneder efter optagelsen.

Nationalbanken har desuden fra oktober 2011 indført en 6-måneders-facilitet. De pengepolitiske modparter kan optage 6-måneders-lån mod sikkerhed til en variabel rente fastsat til Nationalbankens udlånsrente ved de ugentlige markedsoperationer. Faciliteten er åben den sidste fredag i hver måned. Der har hidtil kun været trukket på faciliteten den sidste fredag i februar 2012, hvor der blev lånt 0,1 mia. kr.

PENGEINSTITUTTERNES LIKVIDITET

Pengeinstitutternes likviditet kan bl.a. belyses ud fra deres balancer, hvor aktivsiden kan opdeles efter markedslikviditet, og passiverne kan opdeles efter løbetid, jf. figur 2.¹ Institutternes likviditetsstyring er nærmere behandlet i Rasmussen (2010).

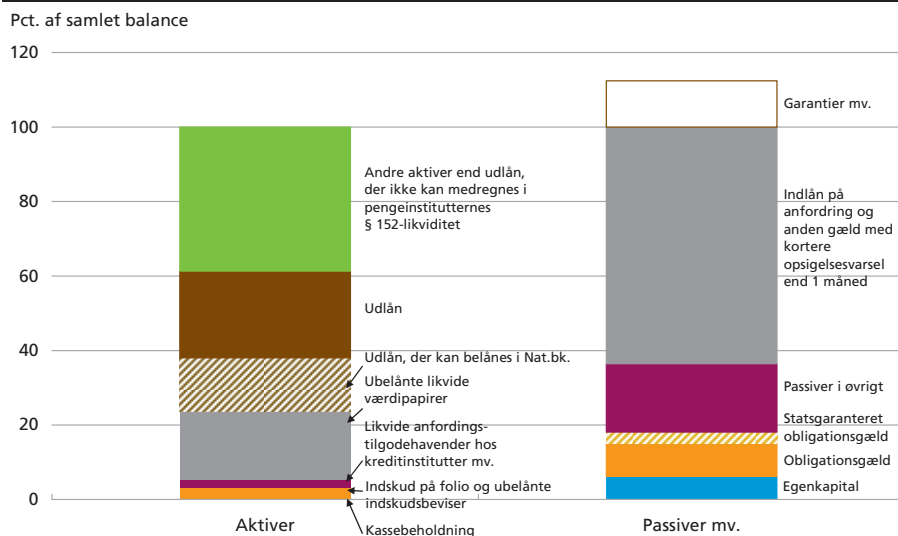
Jo mere likvide aktiverne er, desto lettere er det at skaffe likviditet ved at sælge dem. En anden mulighed for at skaffe likviditet via aktiver er at belåne dem. Omkring 25 pct. af pengeinstitutternes samlede aktiver er tilstrækkeligt likvide til, at institutterne må medregne dem i opgørelsen af deres lovpligtige likviditet, den såkaldte § 152-likviditet i lov om finansiel virksomhed. Der er dog stor forskel på de enkelte institutters balancesammensætning. Ud af institutternes § 152-likviditet udgør indskud i Nationalbanken på folio samt ubelånte indskudsbeviser ca. 13 pct. Muligheden for at belåne udlån af god bonitet i Nationalbanken har samme funktion som en stødpude af likvide aktiver. Det er derfor naturligt, at institutterne inden for visse grænser fastsat af Finanstilsynet kan medregne deres låneadgang i Nationalbanken i opgørelsen af deres lovpligtige likviditet, jf. boks 3.

Jo længere løbetid passiverne har, desto mindre er behovet for løbende at skulle skaffe likviditet til at refinansiere dem. Pengeinstitutternes passiver har primært en kort kontraktuel løbetid, idet hovedparten består af indlån på anfordring og anden gæld med kortere opsigelsesvarsel

¹ Pengeinstitutter omfatter i det følgende Finanstilsynets gruppe 1-3 og inkluderer udenlandske filialer. Institutter, der er overgået til Finansiell Stabilitet A/S, er ikke omfattet.

PENGEINSTITUTTERNES BALANCESAMMENSÆTNING ULTIMO 2011

Figur 2



Anm.: Opgjort pr. ultimo december 2011. Udlån, der kan belånes i Nationalbanken, beror på et skøn opgjort på tidspunktet for ordningens annoncering. Finanstilsynets vejledende grænser er ikke indregnet. Figuren omfatter pengeinstitutter i Finanstilsynets gruppe 1-3 og inkluderer udenlandske filialer. Institutter, der er overgået til Finansiell Stabilitet A/S, er ikke omfattet.

Kilde: Institutternes likviditetsindberetninger til Finanstilsynet og Danmarks Nationalbank samt egne beregninger.

end 1 måned. Der tages højde for løbetiden på passiverne i kravene til pengeinstitutternes likviditet, jf. boks 3.

Institutternes lån i Nationalbanken er også en del af deres passivside. Ultimo 2011 havde de dog stort set ikke lån i Nationalbanken, jf. figur 2.

De nuværende markedsforhold giver begrænset mulighed for, at specielt de mindre og mellemstore pengeinstitutter kan fremskaffe ny finansieringslikviditet ved at udstede obligationer, jf. Danmarks Nationalbank (2012). Institutterne har i de kommende år et stort forfald af obligationsudstedelser, hvoraf en stor del er udstedt med individuelle statsgarantier. Udstedte obligationer uden statsgaranti udgør omkring 10 pct. af institutternes samlede balance, mens obligationer med statsgaranti udgør ca. 3 pct., jf. figur 2. For visse institutter er andelen dog betydeligt større.

Nationalbankens 3-årige lån giver pengeinstitutterne øget mulighed for at hente længere finansiering, selv hvis dette ikke er muligt på markedet. Institutterne har derfor mulighed for at lade de 3-årige lån indgå i deres finansieringsplaner, og lånene kan dermed bygge bro til en situation uden statsgaranterede obligationer, når disse udløber i 2012 og 2013. De 3-årige lån kan derudover inddrages i institutternes finansiering, uden at der derved opstår et stort løbende refinansieringsbehov, som det ville være tilfældet med korte pengepolitiske lån. Institutterne

§ 152-LIKVIDITETSKRAV OG FUNDING RATIO

Boks 3

Ifølge § 152 i lov om finansiel virksomhed skal et pengeinstitut have en forsvarlig likviditet bestående af dets kassebeholdning, indskud på folio og ubelånte indskudsbeviser, fuldt ud sikre og likvide anfordringstilgodehavender hos kreditinstitutter og forsikringsselskaber mv. samt likvide ubelånte værdipapirer. Desuden kan låneadgangen på baggrund af udlån, der kan belånes i Nationalbanken, medregnes inden for visse grænser. Instituttets beholdning af likvide aktiver skal mindst udgøre det højeste af:

- 15 pct. af de gældsforpligtelser, som det uanset mulige udbetalingsforbehold påhviler pengeinstituttet at betale på anfordring eller med kortere varsel end 1 måned
- 10 pct. af pengeinstituttets samlede gælds- og garantiforpligtelser fraregnet efterstillede kapitalindskud, der kan medregnes ved opgørelsen af basiskapitalen.

Kravet til likviditeten suppleres med tilsynsdiamanten, som blev introduceret af Finanstilsynet i 2010. Tilsynsdiamanten fastsætter et pejlemærke for likviditetsoverdækningen på mindst 50 pct. i forhold til minimumskravet.

Med tilsynsdiamanten indføres der også et mål for stabil finansiering, den såkaldte funding ratio. Formålet med ratioen er, at institutterne opnår en mere langsigtet finansieringsstruktur bestående af finansieringskilder med længere løbetid.

Funding ratioen afspejler forholdet mellem udlån på den ene side og arbejdende kapital fratrullet obligationer med restløbetid under 1 år på den anden side:

$$\frac{\text{Udlån}}{\text{Arbejdende kapital - obligationer med restløbetid under 1 år}} < 1$$

hvor arbejdende kapital består af indlån, udstedte obligationer, efterstillede kapitalindskud og egenkapital. Fra 1. januar 2012 kan institutterne endvidere medregne lån optaget i Nationalbanken med restløbetid over 1 år.

Fra udgangen af 2012 vil en overskridelse af pejlemærkerne i tilsynsdiamanten kunne indebære en tilsynsreaktion. Fx vil Finanstilsynet kunne give instituttet en risikoplysning (dvs. gøre instituttet opmærksom på særlige risici ved dets drift), der skal offentliggøres. En tilsynsreaktion vil dog altid være baseret på en konkret og individuel vurdering og følger ikke automatisk af en overskridelse af tilsynsdiamantens grænser.

kan endvidere medregne de 3-årige lån i Finanstilsynets mål for stabil finansiering, den såkaldte funding ratio, jf. boks 3.

Tilskyndelse til effektiv likviditetsstyring

Mens det er en kerneopgave for centralbanker at sikre tilstrækkelig likviditet i krisetider, er det samtidig afgørende, at pengeinstitutternes modstandskraft over for likviditetschok er robust. Der er et internationalt arbejde i gang med at fastlægge nye likviditetskrav, der på sigt skal øge institutternes modstandskraft over for likviditetschok. I 2015 ventes et nyt krav, Liquidity Coverage Ratio, LCR, at blive implementeret. Kravet skal sikre, at institutterne har tilstrækkeligt store likviditetsstødpu-

der af en høj kvalitet til at modstå kortvarige likviditetschok. Desuden er et krav om stabil finansiering, Net Stable Funding Ratio, NFSR, under overvejelse. Derudover har Finanstilsynet med introduktionen af tilsynsdiamanten gældende fra udgangen af 2012 indført nationale pejlemærker for institutternes likviditetsstyring, der fremadrettet skal øge deres modstandskraft over for likviditetschok, jf. boks 3.

LITTERATUR

Basel Committee on Banking Supervision, BCBS (2008), *Principles for sound liquidity management and supervision*, september.

Brunnermeier, Markus K. og Lasse H. Pedersen (2009), Market liquidity and funding liquidity, *Review of Financial Studies*, vol. 22, nr. 6.

Cecchetti, Stephen G. og Piti Disyatat (2010), Central bank tools and liquidity shortages, FRBNY, *Economic Policy Review*, august.

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

Danmarks Nationalbank (2012), *Stresstest*, 2. halvår 2011.

Danmarks Nationalbank (2012), Aktuelle økonomiske og monetære tendenser, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

Domanski, Dietrich, Ingo Fender og Patric McGuire (2011), Assessing global liquidity, BIS, *Quarterly Review*, december.

ECB (2012), The impact of the first three-year longer-term refinancing operation, *Monthly Bulletin*, januar, boks 4.

Jensen, Carina Moselund, Anders Jørgensen, Paul Lassenius Kramp og Lars Risbjerg (2010), Penge- og valutamarkedet under krisen, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, del 2, 2. kvartal.

Nikolaou, Kleopatra (2009), Liquidity (risk) concepts definitions and interactions, *ECB Working Paper Series*, nr. 1008, februar.

Rasmussen, Anne-Sofie Reng (2010), Pengeinstitutternes likviditetsstyring, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

Pensionsopsparing

Paul Lassenius Kramp, Økonomisk Afdeling, Jane Lee Lohff, Handelsafdelingen og Jens Pagh Maltbæk, Statistisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Det danske pensionssystem kan opdeles i tre dele, nemlig skattefinansierede pensioner (fx folkepension) samt tvungne (fx arbejdsmarkedspensioner) og frivillige opsparingsbaserede pensioner. Pensionssystemet har været under forandring med stadig stigning i omfanget af opsparingsbaserede pensionsordninger, og det vil fortsætte i de kommende årtier. Pensionsopsparing er således blevet en meget stor komponent i den private sektors finansielle balance og har afgørende betydning på det danske kapitalmarked.

Udbygningen af et opsparingsbaseret system har betydet, at ind- og udbetalingerne fra de opsparingsbaserede pensionsordninger er steget kraftigt. I 1984 blev i gennemsnit omkring 4 pct. af lønnen indbetalt til en pensionsordning, og det er øget til næsten 11 pct. i 2010. Samtidig er udbetalingerne vokset fra at udgøre omkring 15 pct. af de samlede pensionsudbetalinger i 1984 til omkring 35 pct. i 2010. Når pensionssystemet er fuldt modnet, skønnes andelen at være omkring 50 pct.

Kombinationen af store nettoindbetalinger, akkumuleret afkast og kapitalgevinster har betydet, at husholdningernes pensionsformue er fordoblet i løbet af de seneste 15 år til at udgøre 142 pct. af bruttonationalproduktet, BNP, ultimo 2010. Udviklingen har bidraget til en markant balanceoppustning, hvor husholdningerne har øget deres aktiver og passiver. Baseret på en stiliseret fremskrivning i Dream skønnes deres pensionsformue at stige med yderligere 60 pct. af BNP i løbet af de næste 30 år. Isoleret set trækker det i retning af, at deres bruttogæld vil vokse yderligere i de kommende år, idet husholdningerne må forventes af inddrage omfanget af pensionsopsparing i overvejelser om graden af afvikling af belåning af bolig m.v.

De store pensionsformuer placeret i pensionselskaberne betyder, at pensionssektoren er blevet en af de største aktører på de finansielle markeder herhjemme. Pensionssektoren ejer fx omkring 50 pct. af de danske statspapirer og mere end 30 pct. af den danske realkreditgæld.

Den europæiske gældskrise medførte unormale finansielle markedsforhold, der bl.a. gav sig udslag i faldende renter, større volatilitet og

pres på pensionsselskabernes økonomiske buffere. Udviklingen kunne føre til en selvforstærkende spiral, hvor faldende renter medfører unormalt efterspørgselspres på danske obligationer, som igen presser renterne yderligere ned. En sådan udvikling kunne få negative konsekvenser for pensionsopsparerne. For at imødegå dette blev dele af reguleringen tilpasset, bl.a. blev den såkaldte diskonteringskurve ændret i slutningen af 2011.

DET DANSKE PENSIONSSYSTEM

Danmark har i dag et system for alderspension, der består af tre søjler: skattefinansierede pensioner (bl.a. folkepension), tvungne opsparingsbaserede pensioner (bl.a. arbejdsmarkedspensioner) og frivillige opsparingsbaserede pensioner.

Første søjle, skattefinansierede pensioner

Søjlen består af bl.a. folkepension, efterløn og tjenestemandspensioner. Kendetegnende for dem er, at de hovedsageligt finansieres via de løbende skatteindtægter samt supplerende efterlønsindbetalinger. Der er således ikke tilknyttet nogen pensionsformue, hvilket betyder, at størrelsen af pensionerne ikke direkte påvirker de finansielle markeder.

Anden og tredje søjle, opsparingsbaserede pensioner

De fleste lønmodtagere har i dag en arbejdsmarkedspension, dvs. en opsparingsbaseret pension. Pensionsordningerne blev introduceret på forskellige tidspunkter for forskellige faggrupper, men generelt sådan at arbejdsmarkedspensionen først fandt vej på funktionærområderne, hvor forskellen på lønindkomst forud for pensionering og folkepensionen var størst. I slutningen af 1980'erne blev arbejdsmarkedspensioner og pensionsbidragenes størrelse en del af overenskomsterne på LO/DA-området med forskel fra område til område. De indbetalte pensionsbidrag blev administreret af lønmodtagernes nye pensionskasser.

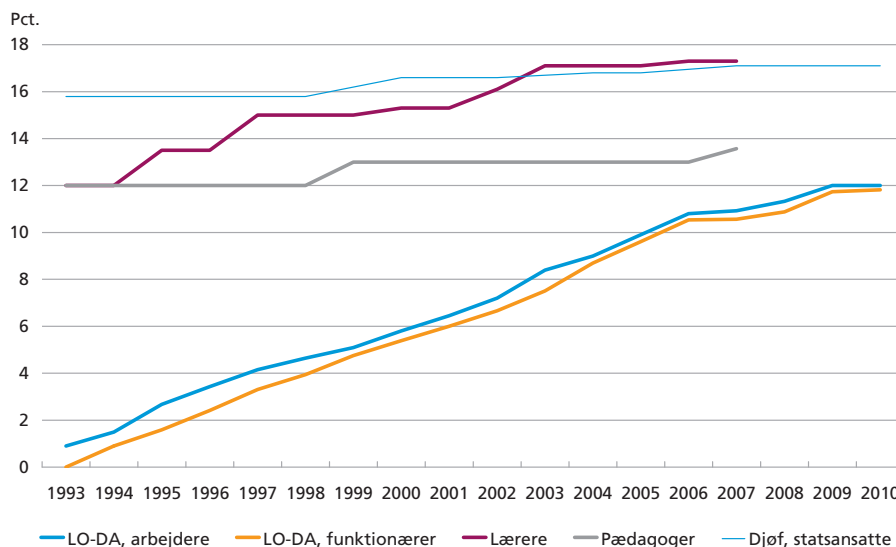
Der var politisk opbakning til denne udvikling, bl.a. fordi det fremover ville mindske forskellen mellem indkomst før pension og summen af folkepension og arbejdsmarkedspension og dermed begrænse presset for øgede offentlige udgifter på dette område.

Størrelsen af bidragssatsen¹ til arbejdsmarkedspensionerne er en del af overenskomsterne mellem arbejdsmarkedets parter på de enkelte overenskomstområder. For store grupper af lønmodtagere har bidragssatsen været stigende igennem de sidste knap 20 år, jf. figur 1. Sættes indbeta-

¹ Se anmærkningen til figur 1 for definitionen af bidragssats.

BIDRAGSSATSER FOR ARBEJDSMARKEDSPENSION

Figur 1



Anm.: Bidragssatserne er de aftalte satser i overenskomsterne. I figuren er de beregnet efter nettometoden, dvs. bidragsprocenten beregnes som andel af lønmodtagerens løn (inkl. skat og arbejdsmarkedsbidrag) ekskl. eget pensionsbidrag.

Kilde: De Økonomiske Råd (2008).

lignerne i forhold til de samlede lønudbetalinger, fås en aggregeret bidragssats. Den er steget fra omkring 4 pct. i 1984 til næsten 11 pct. i 2010.

Næsten 90 pct. af befolkningen i alderen 16-66 år indbetaler til Arbejdsmarkedets Tillægspension, ATP, der er en lovbestemt opsparingsbaseret pensionsordning for lønmodtagere og ledige.¹ Derudover indbetaler bl.a. selvstændige til private opsparingsbaserede pensionsordninger.

Opsparingen til pension adskiller sig fra anden opsparing ved at være målrettet pension. Det betyder, at den typisk er bundet² frem til pensionering, og at den er skattebegünstiget, bl.a. beskattes kapitalafkast af pensionsordninger med 15,3 pct., hvor afkastet af fri finansiel opsparing beskattes højere som kapitalindkomst (mellem 25 og 50 pct. afhængig af indkomstsammensætningen).³ Endvidere er indbetalingerne fuldt fradragsberettigede, men ved udbetaling beskattes beløbene som indkomst.⁴ Er indkomstskattesatsen lavere på udbetalingstidspunktet end på indbetalingstidspunktet (fx hvis man som pensionist ikke betaler topskat, selv om man havde fradrag i topskatten som erhvervsaktiv),

¹ Jf. ATP (2008).

² Det er muligt at få visse typer af pensionsordninger udbetalt før pensionering mod at betale en ekstra skat. Normalt beskattes førtidige udbetalinger med 60 pct.

³ Satsen for pensionsafkastskat er midlertidigt forhøjet fra 15,0 til 15,3 pct. i 2012 og 2013.

⁴ Der er loft over skattefradraget for visse pensionstyper, bl.a. kapitalpension og ratepension.

PENSIONSINDBETALERE I ALDERSGRUPPEN 30-55 ÅR

Tabel 1

	1988	1995	2005
Antal personer/pct. af aldersgruppen	Antal		
Arbejdsmarkedspension	671.063	1.041.560	1.337.769
Privat pensionsordning	560.694	675.297	620.314
Mindst én pensionsordning	1.019.283	1.320.615	1.505.239
	Pct.		
Arbejdsmarkedspension	37	56	69
Privat pensionsordning	31	36	32
Mindst én pensionsordning	56	71	77

Anm.: Tjenestemænd er ikke inkluderet. Ekskl. indbetalinger til ATP. Antallet af personer, der har en pensionsordning, er større end antallet, der i et givent år indbetaler. Det skyldes, at der fx ikke indbetales i perioder, hvor man er arbejdsløs. Udbredelsen af pensionsordninger er derfor større end, hvad der umiddelbart fremgår af tabellen.

Kilde: De Økonomiske Råd (2008).

opnås der umiddelbart en yderligere skattefordel.¹ I modsat retning trækker, at private pensionsordninger og tjenestemandspensioner i en række tilfælde modregnes i offentlige ydelser.

Antallet af personer, der har en opsparet pensionsformue, har været stigende gennem mange år, men udviklingen tog for alvor fart i begyndelsen af 1990'erne, da arbejdsmarkedspensioner blev indført på LO/DA-området, jf. tabel 1.

Siden årtusindskiftet er indbetalingerne fra opsparingsbaserede ordninger vokset langt kraftigere end udbetalingerne og udgør i dag 6-7 pct. af BNP, jf. figur 2, hvilket hovedsageligt afspejler udbredelsen af arbejdsmarkedspensionen.² Nettoindbetalingerne er det seneste årti steget fra ca. 1,5 pct. til omkring 3 pct. af BNP. Afkastet i ordningerne (efter skat) svinger meget fra år til år omkring 5 pct. af BNP. Den flade udvikling i afkastet i pct. af BNP afspejler to modsatrettede effekter, nemlig faldende nominelle renter, men stigende pensionsformuer.

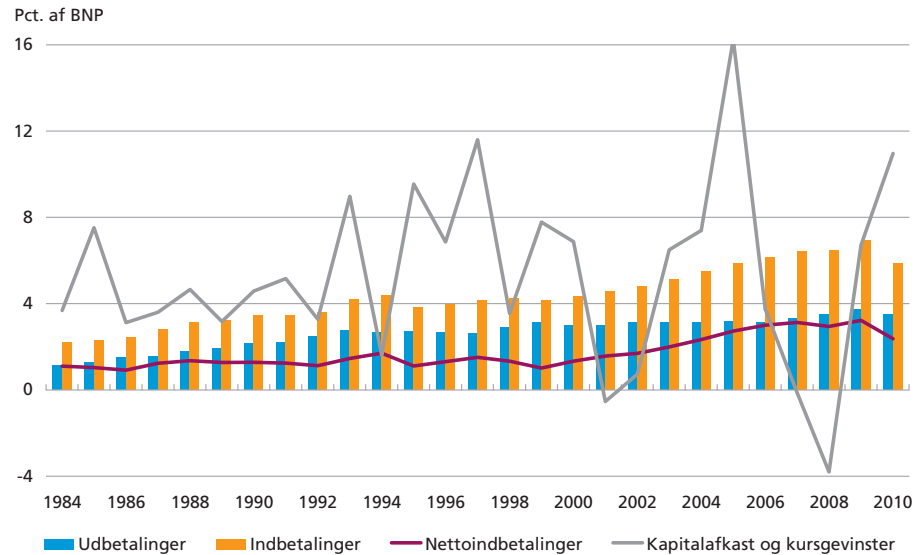
Udbetalingerne fra opsparingsbaserede ordninger er vokset fra omkring 1 pct. i 1984 til ca. 3,5 pct. af BNP i 2010. Den kraftige vækst betyder, at de i dag udgør omkring 35 pct. af de samlede pensionsudbetalinger mod ca. 15 pct. i 1984. Når pensionssystemet er fuldt modnet, forventes andelen at være steget til omkring 50 pct., jf. Velfærdskommissionen (2006). De stigende udbetalinger fra pensionsordninger betyder, at dækningsgraderne – dvs. indkomsten som pensionist i forhold til indkomsten som erhvervsaktiv – har været stigende. Fremadrettet forventes dækningsgraderne at stige yderligere, efterhånden som pensions-

¹ Det er dog usikkert, hvor stor tilskyndelse der ligger i skatteasymmetrier mellem ind- og udbetaling, idet marginals-katten på udbetalingstidspunktet er ukendt. Med de gældende regler er den samlede marginals-kat på udbetalingstidspunktet ofte ganske høj som følge af modregning i bl.a. folkepensionstillægget, jf. Møller og Parum (2007).

² BNP-væksten var høj i sidste halvdel af 1990'erne. Det betyder, at nettoindbetalingerne som andel af BNP ikke steg. Stigningen i nettoindbetalingerne fra 1999 og frem fremtræder derfor ekstra kraftig.

IND- OG UDBETALINGER FRA OPSPARINGSBASEREDE ORDNINGER

Figur 2



Anm.: Inkl. ind- og udbetalinger fra SP, DSP og LD. Data fra før 1995 er konstrueret ved at tilbageføre niveauet fra 1995 ved hjælp af udviklingen i ind- og udbetalinger inkl. transaktioner i forbindelse med overførsel af pensionsopsparingen fra ét selskab til et andet. Kapitalafkast og kursgevinster er residualberegnet og måler derved afkastet efter skat. Tallene for 2008-10 er foreløbige.

Kilde: Egne beregninger baseret på data fra ADAM og Danmarks Statistik.

systemet modnes. Det gælder især for grupper, der først i de senere år er begyndt at indbetale til en arbejdsmarkedspension, fx lønmodtagere på LO/DA-området, jf. Velfærdscommissionen (2006).

HUSHOLDNINGERNES SAMLEDE FINANSIELLE BALANCE

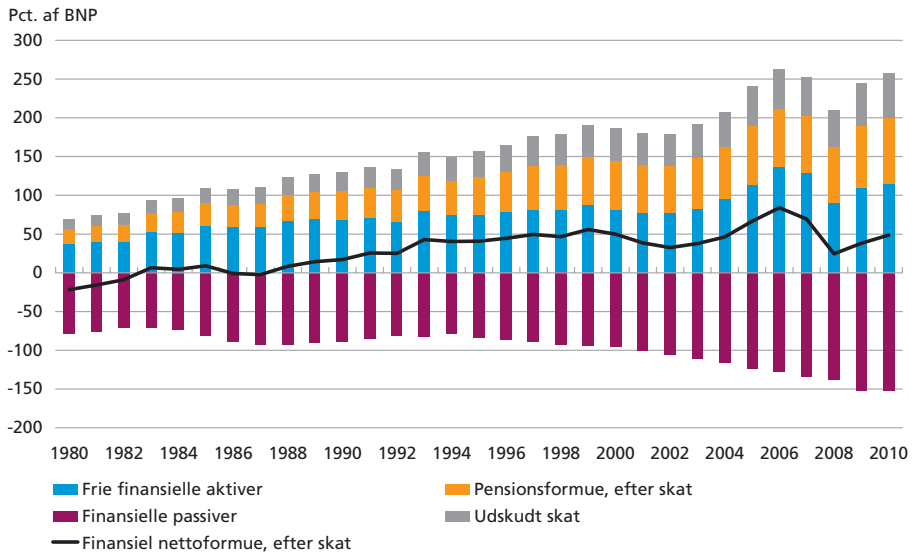
Husholdningernes samlede finansielle nettoformue steg frem til midt i 1990'erne, jf. figur 3. Fra slutningen af 1990'erne frem til 2010 har den finansielle nettoformue udgjort en nogenlunde konstant, men svingende andel af BNP. Den finansielle nettoformue påvirkes dog i stor grad af udviklingen i aktiekurserne og er dermed på kort sigt konjunkturdrevet. Fra ultimo 2006 til ultimo 2008 faldt aktiepriserne kraftigt, og det gav anledning til store kurstab. Siden da har husholdningerne øget deres opsparingskvote, hvilket isoleret set trækker i retning af, at de finansielle nettoaktiver stiger i de kommende år.¹

Udviklingen dækker over en betydelig vækst i både husholdningernes pensionsformue og frie finansielle aktiver. I modsat retning trækker, at husholdningerne har øget deres bruttogæld, således at der samlet er sket en markant balanceoppustning.

¹ Fra ultimo 2010 til ultimo 2011 faldt de danske aktiekurser med omkring 15 pct., hvilket har reduceret den finansielle nettoformue, ekskl. pension. I begyndelsen af 2012 er kurserne dog steget til omkring niveauet fra ultimo 2010.

HUSHOLDNINGERNES FINANSIELLE BALANCE

Figur 3



Anm.: Pensionsformuen er opgjort efter skat, dvs. med fradrag af den skønnede fremtidige indkomstskat af udbetalingerne. Dermed er værdien af pensionsformuen for husholdningerne gjort sammenlignelig med den øvrige finansielle opsparing, der ikke er fradragsberettiget og derfor heller ikke skattepligtig. Pensionsformuen før skat er lig med pensionsformuen efter skat plus udskudt skat.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Væksten i den samlede finansielle nettoformue efter skat blev i perioden 1980-2010 drevet ligeligt af stigningen i pensionsformuen og den frie finansielle formue, jf. tabel 2. Den øgede opsparing bidrog til, at der i samme periode var et omsving fra permanente underskud til permanente overskud på betalingsbalancens løbende poster. Dette skyldes en række faktorer, hvor de to vigtigste har været udbygningen af den private pensionsopsparing og en lavere værdi af rentefradragsretten.

Ud over den finansielle nettoformue har husholdningerne store reale aktiver, især en betydelig boligformue. I Danmark er boligformuen relativt likvid, idet det danske realkreditsystem gør det nemt at optage lån

ÆNDRINGER I HUSHOLDNINGERNES BALANCE

Tabel 2

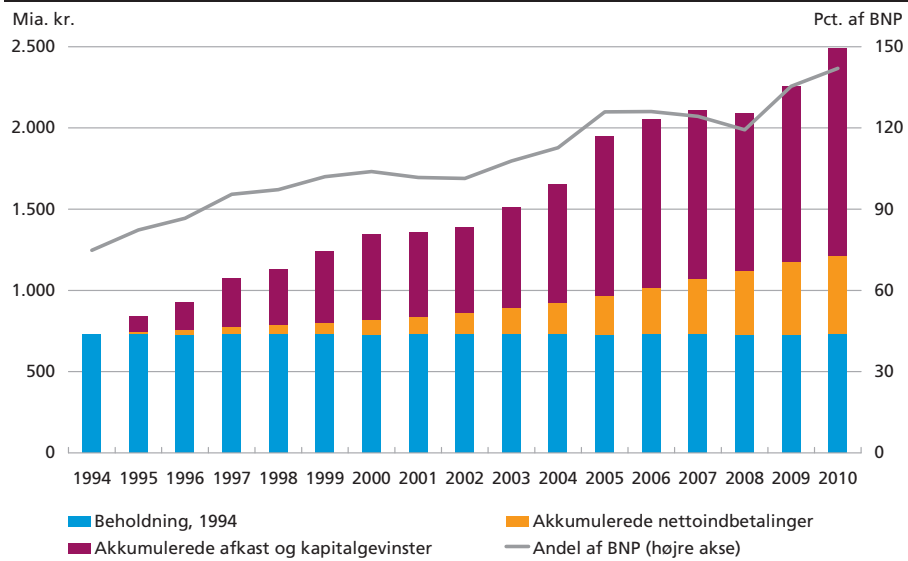
Ændringer i pct. af BNP	Ændring 1980-2010
Finansiell nettoformue, efter skat	70
Finansielle aktiver, efter skat	144
Heraf: Pensionsformue før skat	111
Udskudt skat ¹	-45
Pensionsformue efter skat	66
Frie finansielle aktiver	77
Bruttogæld	73

Kilde: Danmarks Nationalbank.

¹ Udskudt skat er beregnet som 40 pct. af pensionsformuen.

HUSHOLDNINGERNES FORMUE PLACERET I PENSIONSSKABER

Figur 4



Anm.: Pensionsformue er opgjort før skat. Nettoindbetalinger er baseret på tal fra ADAM.
 Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

mod sikkerhed i boligen. Den store boligformue har således været en forudsætning for, at husholdningerne har kunnet øge bruttogælden gennem de sidste 30 år.

Væksten i husholdningernes pensionsformue skyldes en kombination af store nettoindbetalinger (ca. 25 pct.) samt akkumuleret afkast og kapitalgevinster (ca. 75 pct.), jf. figur 4.

Baseret på en stiliseret fremskrivning i Dream¹ skønnes husholdningernes pensionsformue at stige med godt 60 pct. af BNP i løbet af de næste 30 år, jf. figur 5.

Det skal bemærkes, at det ud fra den aggregerede nettoformue alene ikke er muligt at vurdere husholdningernes sårbarhed over for økonomiske chok, idet fordelingen af formue og gæld ikke kendes.

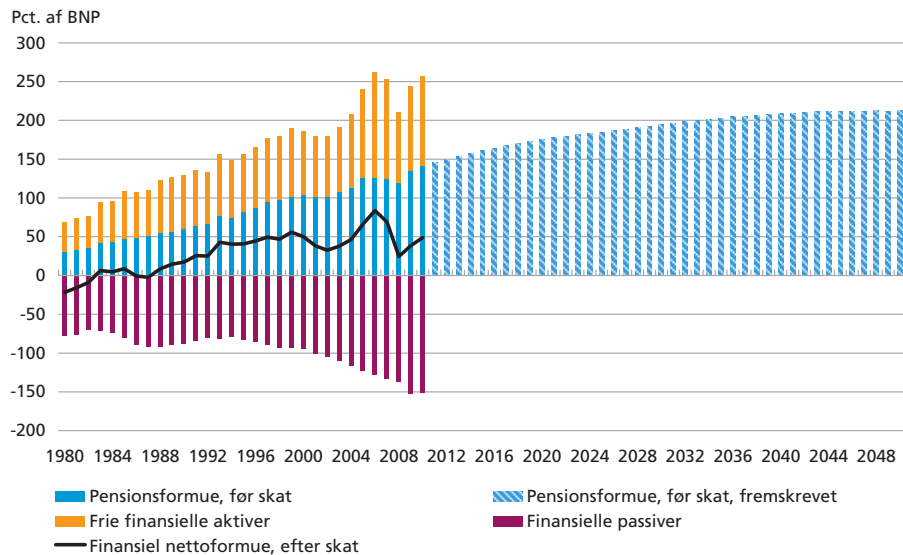
Det er ikke muligt ud fra de store og delvis modsatrettede ændringer i henholdsvis pensionsopsparing, den fri finansielle formue og bruttogælden at konkludere, i hvilket omfang udviklingen i den samlede finansielle opsparing kan tilskrives ændringer i opbygningen af pensionssystemet og lavere rentefradrag mv.

Det må forventes, at husholdningerne har og fremover vil inddrage viden om, hvor stor deres pensionsopsparing er, i disponeringen af deres samlede opsparing, herunder placering i frie aktiver, afdrag på bolig-gæld og optagelse af nye lån. Som eksempler kan nævnes, at tvungen

¹ Danish Rational Economic Agents Model. Se <http://www.dreammodel.dk/>

HUSHOLDNINGERNES FINANSIELLE NETTOFORMUE OG FREMSKRIVNING AF PENSIONSFORMUEN

Figur 5



Anm.: Pensionsformuen er før skat. Fremskrivningen er baseret på Dream, men hvor niveauerne er tilpasset de historiske tal. Det betyder, at pensionsformuen er øget med omkring 7 pct. af BNP i hele perioden.

Kilde: Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbank og Dream.

ADFÆRDSMÆSSIGE KONSEKVENSER AF ARBEJDSMARKEDSPENSIONER

Boks 1

Arbejdsmarkedspensionerne indebærer, at en stor del af lønmodtagerne skal indbetale en del af deres løn til pensionsordninger. Det er usikkert, hvordan og i hvilket omfang indførelsen af tvungne og brugen af frivillige pensionsordninger har påvirket husholdningernes samlede opsparing og balance. Husholdningernes adfærd i forbindelse med pensionsopsparing afhænger af en række faktorer, bl.a. omfanget af modregning af offentlige ydelser og likviditetsbegrænsninger. Samtidig er perioden fra slutningen af 1980'erne også kendetegnet ved ændringer i andre forhold, der påvirker opsparingslysten, specielt en lavere skatteværdi af rentefradragsretten og mange år med lav inflation.

En empirisk analyse på data på individniveau i perioden 1998-2004 finder en relativt lille fortrængningseffekt. Her konkluderes det, at den samlede opsparing stiger med ca. 70-80 øre for hver krone, der indbetales via en tvungen pensionsopsparing, jf. De Økonomiske Råd (2008). Det betyder ifølge analysen, at en ekstra krone indbetalt på en arbejdsmarkedsordning vil reducere anden opsparing med ca. 20-30 øre (fx ved at husholdningen øger låntagningen med 20-30 øre), dvs. fortrængningseffekten af anden opsparing er relativt beskedent.¹

En så stor positiv opsparingseffekt stemmer ikke umiddelbart med de aggregerede tal i nationalregnskabet, hvor husholdningssektorens opsparingskvote ikke har været stigende igennem de sidste ca. 40 år. Det skal dog ses i lyset af, at husholdningerne i samme periode har haft betydelige kapitalgevinster, hvilket isoleret set trækker i retning af en lavere opsparingskvote. Det er således muligt, at opsparingskvoten ville have været faldet, hvis husholdningerne ikke var blevet tvunget til at spare op via arbejdsmarkedspensioner.

¹ Jf. De Økonomiske Råd (2008) og Arnberg og Barslund (2012).

indbetaling til pension kan medføre, at husholdningerne afdrager langsommere på boliggyld, og at en stor pensionsformue mindsker behovet for at være gyldfri ved pensionering.

I en analyse baseret på udviklingen i gylds- og formuekvoter på tværs af en række lande konkluderes det, at når pensionsformuen stiger med 100 kr., stiger gylden med 30-40 kr., jf. Isaksen mfl. (2011). I henhold hertil kan stigende pensionsformuer således have været en væsentlig årsag til stigningen i de danske husholdningers bruttogyld. Isoleret set trækker stigende pensionsformuer derfor i retning af, at husholdningernes gyld vil vokse yderligere i de kommende år. Andre undersøgelser viser en mindre fortrængningseffekt, jf. boks 1.

PENSIONSSEKTOREN ER EN STOR AKTØR PÅ DE FINANSIELLE MARKEDER

Gennem de sidste ti år er pensionssektorens samlede balance steget fra at udgøre omkring 90 pct. af BNP i 2000 til omkring 150 pct. af BNP i 2010, jf. figur 6.¹ Sektoren har således fået et øget placeringsbehov. Væksten i pensionsordningerne betyder, at pensionselskaberne har voksende betydning på kapital- og valutamarkedene.

Hertil kommer, at nogle selskaber vælger at geare sig ved at låne yderligere midler mod sikkerhed i selskabets aktiver. Dermed kan de investere for større beløb. Det betyder også, at nogle af selskaberne har behov for løbende at kunne låne i markedet. Anvendelsen af afledte finansielle produkter kan også være et udtryk for gearing. Sigtet med gearingen er typisk dels at opnå et højere forventet afkast, dels at øge sandsynligheden for, at selskaberne kan leve op til de betalinger, de har lovet.

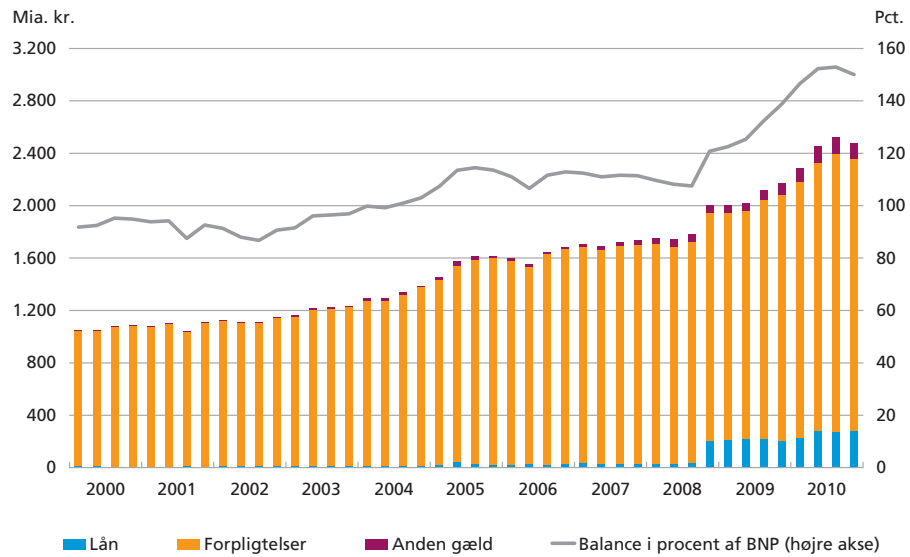
I 2001 var pensionssektorens beholdning af *indenlandske statspapirer*, dvs. danske statsobligationer og skatkammerbeviser, godt 100 mia. kr. Det svarede til en ejerandel på 11 pct. af statens samlede indenlandske udstedelser, jf. figur 7. Ved udgangen af 3. kvartal 2011 var sektorens beholdning af indenlandske statspapirer knap 350 mia. kr., og ejerandelen var øget til 45 pct.

Den markante stigning i 4. kvartal 2008 skyldes, at staten udstedte en 30-årig statsobligation, som pensionssektoren aftog langt størstedelen af. I et vist omfang solgte selskaberne europapirer for at købe danske statsobligationer. Det var med til at understøtte kronekursen i en periode, hvor kronen i kølvandet på Lehman Brothers' konkurs var under pres.

¹ Husholdningernes pensionsopsparing placeret i pensionselskaber udgør omkring 80 pct. af pensionssektorens samlede balance, svarende til ca. 120 pct. af BNP. Husholdningernes pensionsopsparing i pengeinstitutter (der udgør ca. 20 pct. af BNP) er ikke inkluderet.

PENSIONSSSEKTORENS PASSIVER

Figur 6

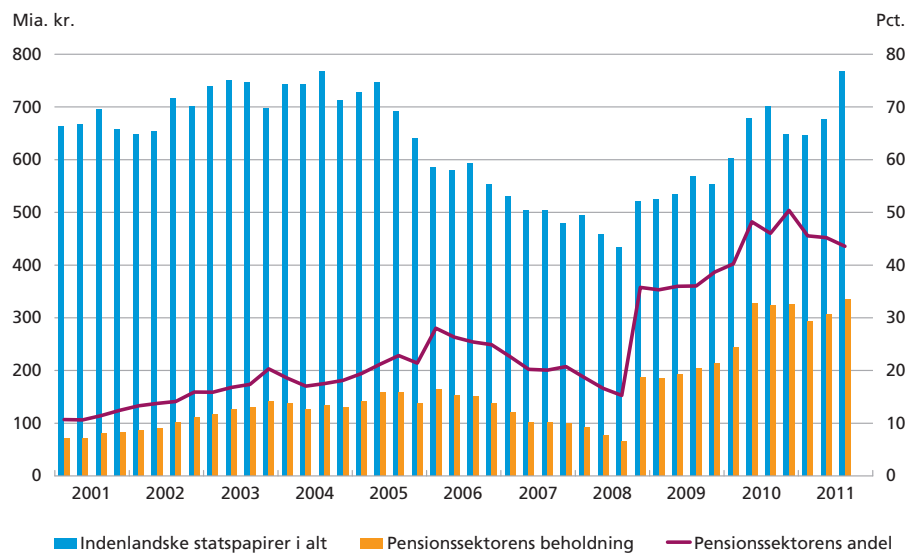


Anm.: Balance i procent af BNP er 4 kvartalers glidende gennemsnit. Tallene er ekskl. pensionsmidler i LD, SP og pengeinstitutter.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

PENSIONSSSEKTORENS BEHOLDNING AF INDENLANDSKE STATSPAPIRER

Figur 7

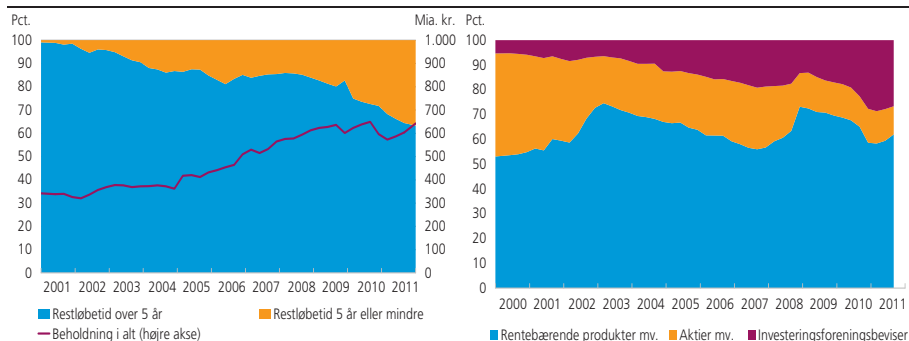


Anm.: Indenlandske statspapirer dækker over statsobligationer og skattekammerbeviser i danske kroner. Tallene er inkl. investeringsforeninger, hvor pensionssektoren har en ejerandel på mindst 95 pct., men ekskl. pensionsmidler i LD, SP og pengeinstitutter.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

PENSIONSSEKTORENS BEHOLDNING AF DANSKE
REALKREDITOBLIGATIONER (VENSTRE) OG AKTIVFORDELING (HØJRE)

Figur 8



Anm.: Tallene for figuren til venstre er inkl. investeringsforeninger, hvor pensionssektoren har en ejerandel på mindst 95 pct., men ekskl. pensionsmidler i LD, SP og pengeinstitutter.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

I perioden 2001-10 er pensionssektorens beholdning af *danske realkreditobligationer* steget med 380 mia. kr., jf. figur 8 til venstre. Pensionssekskaberne har således – på trods af en kraftig vækst i størrelsen af det danske realkreditmarked – fastholdt en ejerandel på en tredjedel. Der er til gengæld sket et markant skift i beholdningssammensætningen, idet korte realkreditobligationer (restløbetid op til og med 5 år) med og uden afdrag udgør en stadig større andel af den samlede realkreditbeholdning. Det skal ses i lyset af, at husholdningerne i stort omfang har finansieret deres boligkøb med rentetilpasningslån. Udbuddet af korte realkreditobligationer er således vokset kraftigt.

I løbet af de seneste år er en stigende andel af pensionssektorens aktiver omlagt fra direkte til indirekte ejerskab gennem *investeringsforeningsbeviser*, jf. figur 8 til højre. Det skyldes bl.a., at produkter, hvor kunderne selv bærer en større del af investeringsrisikoen og har større indflydelse på investeringssammensætningen, er blevet mere udbredte. Mange pensionssekskaber tilbyder kunderne, at de kan sammensætte deres pensionsportefølje enten helt eller delvis ud fra et udvalg af investeringsforeninger og fonde.¹ I disse produkter bærer kunderne i høj grad investeringsrisikoen, idet der ikke er et garanteret afkast. Det betyder også, at sekskaberne får mindre incitament til at købe lange, fastforrentede obligationer eller andre produkter, som sikrer en vis minimumsforrentning, jf. nedenfor.

¹ Der findes overordnet to typer af markedsrenteprodukter. I unit-link-produkterne sammensætter kunden selv sin portefølje, oftest ud fra et udvalg af investeringsforeninger og fonde (units). I livscyklusprodukterne kan kunden vælge delvis at få indflydelse på investeringssammensætningen, fx ud fra risikoprofiler som høj, middel eller lav.

Investeringsbeslutning og pensionsgarantier

Pensionssektorens udbetalinger ligger langt ude i fremtiden i forhold til kundernes indbetalinger. Det har naturligvis stor betydning for pensionssekskabernes investeringspolitik, hvad de har lovet med hensyn til udbetalingerens størrelse.

Pensionsordninger har typisk været baseret på en grundlagsrente, som udtrykker en nominel minimumsforrentning af pensionsopsparingen. Finanstilsynet har fastlagt en maksimal grundlagsrente som en øvre grænse for den forrentning, pensionssekskaberne må garantere kunden. Det enkelte selskab skal således selv afgøre, om det er betryggende at gå så højt, som grænsen tillader.

Ved udgangen af 2010 udgjorde pensionssektorens hensættelser til garanterede ydelser 1.260 mia. kr. svarende til 63 pct. af den samlede balance.¹ Hensættelser til kontrakter med garantier større end 4 pct. udgør stadig en betydelig andel af de samlede hensættelser, omtrent en tredjedel, men andelen har været aftagende de seneste år.

Pensionssekskaber, der har høje grundlagsrenter, har en række udfordringer. Det skyldes, at der er en risiko for, at investeringsafkastet ligger under grundlagsrenten. Det fremgår af figur 9 til venstre, at faldet i markedsrenten siden 1984 har indsnævret marginen mellem det sikre markedsafkast efter skat og de maksimale garantier.

En pensionsgaranti svarer til, at pensionssekskaberne mindst skal forrente kundernes opsparing med grundlagsrenten over en meget lang periode. Når markedsrenten er tæt på eller lavere end grundlagsrenten, stiger værdien af selskabets forpligtelser i takt med, at markedsrenten falder, jf. figur 9 til højre. Det udtrykkes som, at forpligtelserne har en høj *rentefølsomhed*.

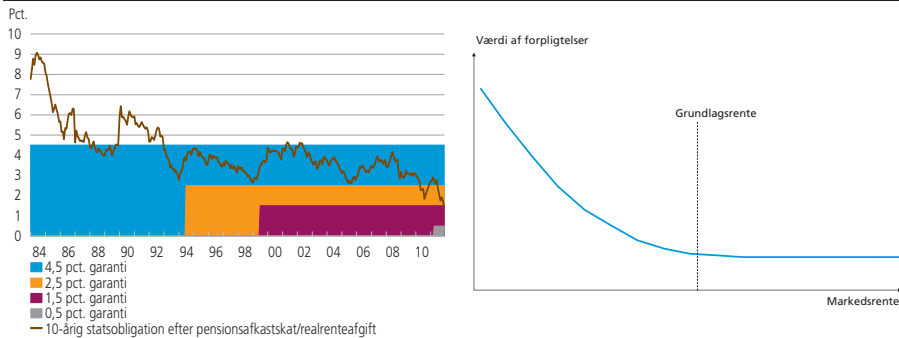
Ved lave renter har pensionssekskaberne derfor behov for at eje obligationer – eller andre instrumenter – som stiger i værdi, når renten falder. Det kan fx være lange, fastforrentede obligationer, eller det kan være forskellige afledte finansielle instrumenter (derivater) med en høj rentefølsomhed. Et eksempel er renteswaps, hvor selskabet modtager en fast rente i lang tid men til gengæld betaler en variabel rente. Det kan også være produkter, hvor selskabet modtager en variabel rente, som ikke kan komme under et vist niveau (en floor).

Pensionssektoren har købt ganske mange derivater for at opnå højere rentefølsomhed. En stor del af disse er baseret på eurorenter. Det skyldes bl.a., at renten i euro på grund af fastkurspolitikken er meget tæt korreleret med renten i kroner, og at markedet for derivater i euro er langt større end markedet for derivater i kroner.

¹ Tallet er inkl. bonuspotentialer og ekskl. hensættelser til unit-link-kontrakter.

MAKSIMALE GRUNDLAGSRENTER OG EFFEKTIV STATSOBLIGATIONSRENTE (VENSTRE) OG SAMMENHÆNGEN MELLEM VÆRDEN AF PENSIONSSLESKABERNES FORPLIGTELSE OG MARKEDSRENTEN (HØJRE)

Figur 9



Anm.: Den effektive statsobligationsrente er beregnet på baggrund af en 10-årig dansk statsobligation efter realrenteafgift og efter pensionsafkastskat efter år 2000. De maksimale grundlagsrenter er vist efter fradrag af omkostnings- og sikkerhedstillæg, som typisk er på 0,5 procentpoint.

Kilde: Skatteministeriet og Danmarks Nationalbank.

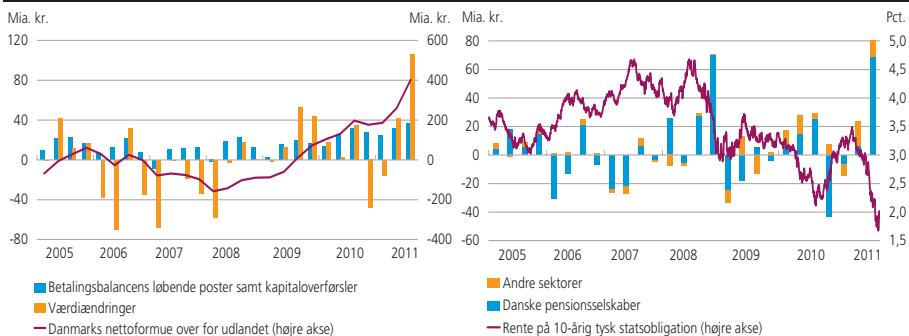
Når derivater er indgået med modparter i udlandet, kan de store udsving i værdien påvirke Danmarks nettoformue over for udlandet. Det fremgår af figur 10 til venstre, at nettoformuen over for udlandet steg ganske meget i 3. kvartal 2011. En meget stor del af stigningen kan henføres til den danske pensionssektors kursgevinster på udenlandske derivater, jf. figur 10 til højre. Det fremgår også af figur 10, at værdien af pensionssektorens derivater i høj grad afhænger af det tyske renteniveau. Når den tyske rente falder, udløser det store gevinster på sektorens finansielle kontrakter.

Diskonteringskurven og markedspåvirkning

Pensionsselskaberne har ansvaret for at have tilstrækkeligt med aktiver til at kunne honorere deres forpligtelser. Finanstilsynet vurderer løben-

DANMARKS NETTOFORMUE OVER FOR UDLANDET (VENSTRE) OG KURSGEVINSTER/TAB PÅ DANSKE SEKTORERS DERIVATER HANDELT MED UDLANDET (HØJRE)

Figur 10



Kilde: Danmarks Nationalbank.

de, om de lever op til dette krav. Reguleringen for at sikre dette har betydning for selskabernes investeringsadfærd og dermed for valuta- og kapitalmarkederne.

Siden 2003 har pensionsselskaberne opgjort værdien af deres forpligtelser på baggrund af Finanstilsynets diskonteringskurve, som offentliggøres hver dag. Diskonteringskurven er en rentekurve¹, der bruges til at tilbagediskontere pensionsselskabernes forpligtelser med. Den blev i 2003 fastsat med udgangspunkt i euroswap-renten korregeret for det 10-årige dansk-tyske rentespænd.

Hvis et selskab har investeringer, der afspejler diskonteringskurven, vil dets solvens ikke blive påvirket af renteændringer. Typisk kan det imidlertid være uhensigtsmæssigt at placere svarende til diskonteringskurven. Det vil således være vanskeligt at opnå et højere afkast, hvis markedsafkastet stiger, og det kan være svært at købe tilstrækkelige mængder af instrumenter på markederne.

Hvis selskaberne ikke har en stor kapitaloverdækning, kan manglende afdækning udløse en kraftig markedsdynamik. Det kunne fx være en situation, hvor renterne i diskonteringskurven falder, mens renterne på de aktiver, pensionsselskaberne faktisk ejer, forbliver uændrede. I denne situation vil værdien af selskabernes forpligtelser stige, mens værdien af aktiverne forbliver uændret. Hermed reduceres selskabernes kapitaloverdækning. For at forsikre sig imod yderligere nedadgående pres på kapitaloverdækningen kan selskaberne ønske hurtigt at omlægge deres portefølje, så den i højere grad afspejler diskonteringskurven. Givet pensionssektorens størrelse kan det medføre store markedspåvirkninger.

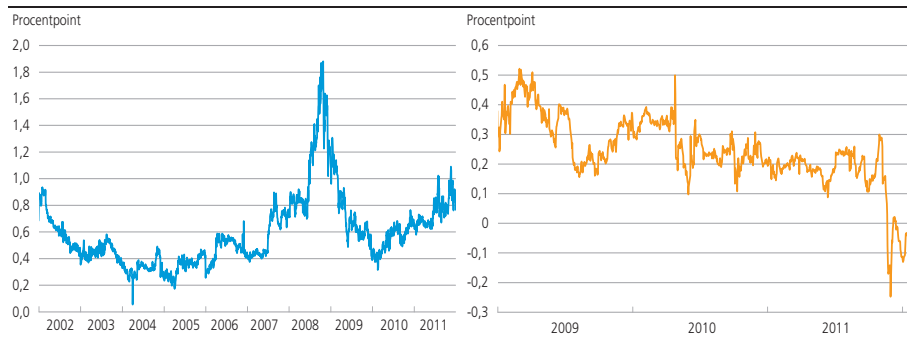
Under finanskrisen i 2008 blev kreditspændet mellem realkredit- og statsobligationer udvidet markant, jf. figur 11 til venstre. Da realkreditrenten ikke indgik i diskonteringskurven, betød udvidelsen i kreditspændet, at faldet i kursværdien af realkreditobligationsbeholdningen ikke blev modsvaret af et tilsvarende fald i forpligtelsernes værdi. Det bevirkede, at pensionsselskaberne havde et incitament til at sælge realkreditobligationer. For at undgå, at selskaberne solgte unødigt ud af deres realkreditobligationer, blev diskonteringskurven ændret. Ændringen betød, at renten på realkreditobligationer kom til at indgå i diskonteringskurven. Hermed havde pensionsselskaberne ikke mere et incitament til at sælge realkreditobligationer, og spændet mellem realkredit- og statsobligationer faldt tilbage igen, jf. figur 11.

I 2011 blev diskonteringskurven justeret endnu en gang. Den europæiske gældskrise medførte, at det dansk-tyske rentespænd gradvis faldt, jf. figur 11 til højre. På grund af den danske rentes store vægt i diskonte-

¹ Nogle pensionsordninger kan anvende mere simple metoder.

30-ÅRIGT KREDITSPÆND (VENSTRE) OG 10-ÅRIGT RENTESPÆND TIL TYSKLAND (HØJRE)

Figur 11



Anm.: Det 10-årige kreditspænd udviser samme mønster, men effekten er mest tydelig i det 30-årige spænd.
Rentespænd til Tyskland er baseret på 10-årige nul kuponrenter.

Kilde: Bloomberg og Nordea Analytics.

ringskurven steg værdien af pensionsselskabernes forpligtelser mere end værdien af aktiverne. Det reducerede kapitaloverdækningen og gav selskaberne incitament til at sælge tyske og købe danske statsobligationer. Det pressede de danske statsobligationsrenter endnu længere ned, og kronekursen blev styrket. Der var en fare for, at denne udvikling kunne medføre en selvforstærkende dynamik og få negative konsekvenser for selskabernes kapitaloverdækning og pensionsopsparerne. I det lys blev diskonteringskurven justeret. På grund af sektorens størrelse ville potentielle omlægninger som følge af det negative rentespænd også kunne få betydning for obligations- og valutamarkedene. Den seneste ændring i diskonteringskurven betød bl.a., at spændet mellem den danske og den tyske statsrente nu indgår som et 12 måneders glidende gennemsnit med en nedre grænse på 0.¹

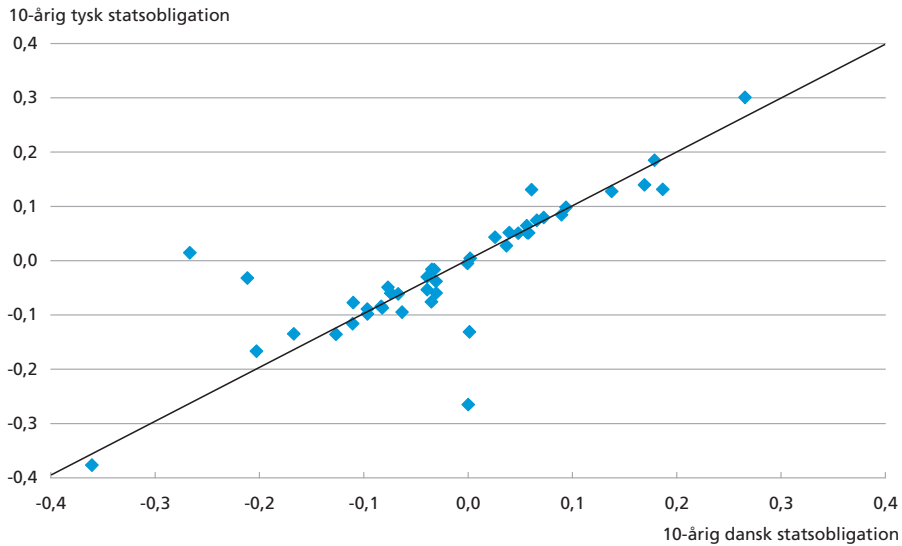
Konstruktionen af diskonteringskurven skal afspejle den overordnede udvikling i markedsrenterne. Hovedparten af pensionssektorens forpligtelser er i danske kroner. Det er således naturligt, at den danske rente vægter relativt meget i diskonteringskurven. Omvendt er de indenlandske finansielle markeder ikke store nok til at kunne absorbere hele sektorens behov for lang varighed. Derfor indgår euroswap-renten og den tyske statsrente også.

Den danske og den tyske statsrente udvikler sig typisk i samme retning, jf. figur 12. Der er imidlertid ikke en sikker én til én-sammenhæng. Den nedre grænse på 0 skal sikre mod et scenario, hvor fald i det dansk-tyske rentespænd fører til et unormalt efterspørgselspres på danske obligationer. Det glidende gennemsnit har til hensigt at dæmpe effekten af daglige udsving i landespændet, fordi disse er svære at afdække.

¹ Se www.finanstilsynet.dk

**FORHOLDET MELLEM KVARTALSVISE AFKAST PÅ TYSK OG DANSK
STATSOBLIGATION**

Figur 12



Kilde: Bloomberg og egne beregninger.

LITTERATUR

Arnberg, Søren og Mikkel Barslund (2012), The crowding-out effect of mandatory labour market pension schemes on private savings: Evidence from renters in Denmark, *De Økonomiske Råd Working papers*, nr. 1, januar.

ATP (2008), Mere end hver tredje erhvervsaktiv under 40 år har pensionshuller, *faktum*, nr. 56, maj.

De Økonomiske Råd (2008), *Dansk Økonomi*, forår, kapitel 2.

Europa-Kommissionen (2009), Pension schemes and pension projections in the EU-27 member states – 2008-2060, *Occasional Papers*, nr. 56, oktober.

Isaksen, Jacob, Paul Kramp, Louise Sørensen og Søren Sørensen (2011), Husholdningernes balancer og gæld – et internationalt landestudie, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal, Del 2, side 39-81.

Møller, Michael og Claus Parum (2006), Beskatning af pension, Nordic Tax Research Council, *Dansk Økonomisk Nationalrapport*.

Mogensen, Louise (2002), Markedsdynamik ved lave renter, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal, side 69-75.

Skatteministeriet (2012), Pensionsindskud 1998-2010,
http://www.skm.dk/tal_statistik/skatter_og Afgifter/668.html

Velfærdskommissionen (2006), De fremtidige pensionsindkomster, *Fremtidens velfærd – vores valg*, kapitel 5.

Nedskrivning af Grækenlands gæld og nyt låneprogram med EU og IMF

Uffe Mikkelsen og Søren Vester Sørensen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Grækenland fik i 2010 et 3-årigt låneprogram, da det blev klart, at landet ikke ville kunne finansiere sig på markederne og dermed måtte have tid til at rette op på de uholdbare offentlige finanser. Som led i låneprogrammet har Grækenland gennemført markante finanspolitiske stramninger, men har ikke i tilstrækkelig grad levet op til aftalerne, især med hensyn til at implementere strukturelle reformer. Derudover har nedturen i den græske økonomi vist sig meget værre end forudsat, og den offentlige gæld er blevet uholdbar. Grækenland har derfor indgået en aftale med eurolandene og Den Internationale Valutafond, IMF, om betingelserne for et nyt låneprogram. Et væsentligt element i det nye program er, at den græske gæld restruktureres, og det indebærer, at private investorers andel af gælden er blevet nedskrevet.

Grækenland har gennemført og forpligtet sig til at gennemføre en række yderligere reformtiltag som forudsætning for det nye låneprogram. Efter gældsnedskrivningen og det nye program vil landets offentlige gæld primært være ejet af de internationale offentlige institutioner. Det nedbringer de umiddelbare økonomiske og finansielle risici for den private sektor i andre lande ved en uordnet græsk statsbankerot. Ulempen er, at de alvorlige risici dermed er overført til de offentlige finanser hos långiverlandene. Med det nye låneprogram får Grækenland tid til at gennemføre den strukturelle tilpasning, som er en forudsætning for en holdbar økonomisk udvikling. Programmet er stadig forbundet med betydelige risici, og forsinket implementering af de aftalte stramninger og reformer kan føre til, at gælden igen udvikler sig i en uholdbar retning.

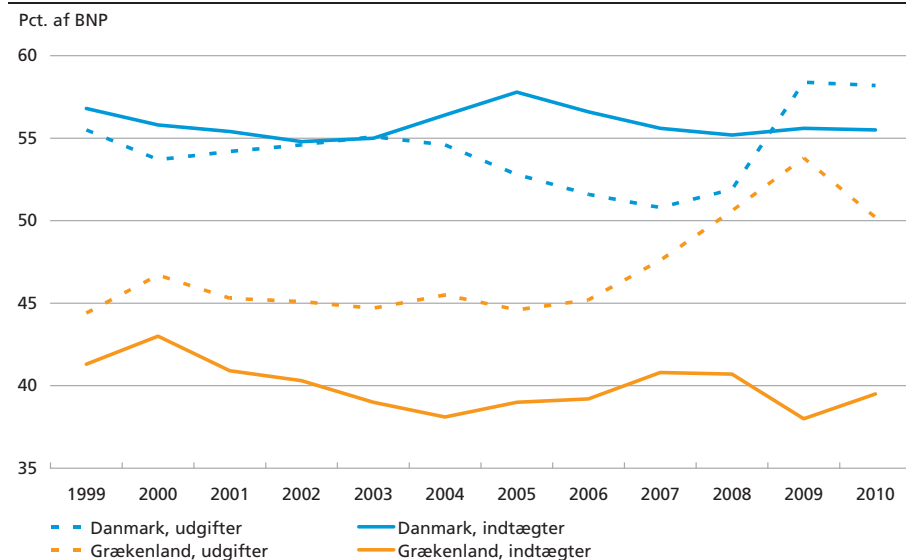
UHOLDBAR UDVIKLING UNDER DET FORRIGE PROGRAM

Dybere nedtur i den græske økonomi end ventet

I kølvandet på statistiske revisioner, som viste, at det offentlige underskud var løbet løbsk i 2008 og 2009, jf. figur 1, søgte Grækenland i for-

OFFENTLIGE UDGIFTER OG INDTÆGTER SOM ANDEL AF BNP FOR
DANMARK OG GRÆKENLAND

Figur 1



Kilde: Eurostat.

året 2010 om lån hos IMF og eurolandene. De finanspolitiske stramninger, som blev gennemført i januar 2010, havde vist sig utilstrækkelige og markederne var ikke blevet overbeviste om, at den græske gældssituation var under kontrol. Den græske regering indgik en aftale om en 3-årig lånepakke fra eurolandene og IMF for i alt 110 mia. euro på baggrund af et ambitiøst reformprogram.

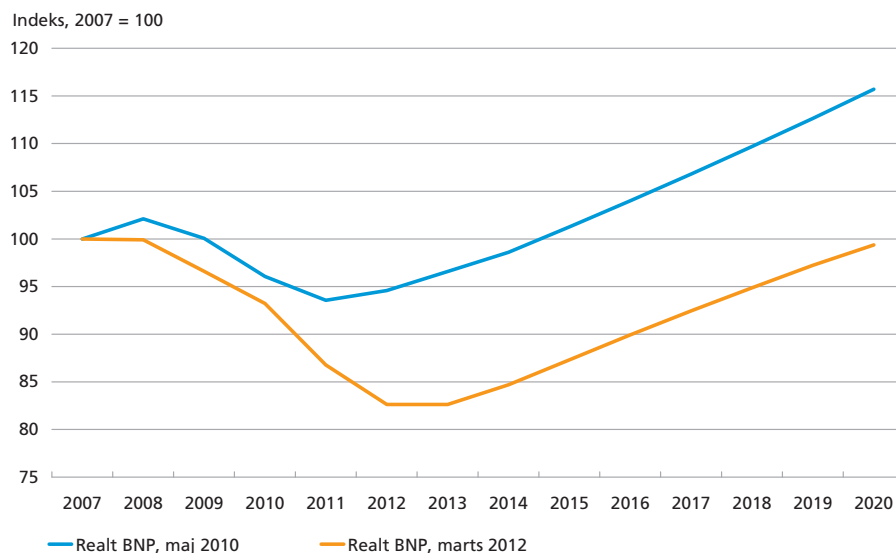
Ved indgåelsen af låneprogrammet blev der lagt til grund, at den græske økonomi fortsat ville være i recession til og med 2011, hvorefter den gradvis ville vende tilbage til positiv vækst. Revisioner af nationalregnskabstallene, svagere global vækst, svækket tillid hos forbrugere og virksomheder, en presset banksektor og de kontraktive virkninger af den finanspolitiske konsolidering har bevirket, at det reale fald i bruttonationalproduktet, BNP, har været mere end 10 procentpoint større end først antaget, jf. figur 2. Siden gennemgangen af Grækenlands program i december 2011 er vækstudsigterne yderligere nedjusteret. Der ventes nu først positiv vækst i 2014.

Manglende gennemførelse af strukturelle reformer

Foruden nedgangen i den græske økonomi har også manglende gennemførelse af finanspolitiske og vækstfremmende strukturreformer medvirket til, at låneprogrammet fra 2010 ikke har vist sig tilstrækkeligt til at stabilisere gælden. I begyndelsen af 2011 blev det ved 3. programgennemgang nødvendigt for de græske myndigheder at indføre nye fi-

UDVIKLINGEN I REALT BNP SOM FORUDSAT PÅ FORSKELLIGE TIDSPUNKTER

Figur 2



Kilde: IMF, *Country Report*, 10/110, 2010, og IMF, *Country Report*, 12/57, 2012.

nanspolitiske konsolideringstiltag for at leve op til de aftalte mål. Dette mønster gentog sig ved de følgende gennemgange, selv om Grækenland har gennemgået en markant finanspolitisk konsolidering, jf. boks 1. Der er imidlertid ikke i tilstrækkelig grad gennemført reformer af den offentlige udgifts- og skattestruktur samt skatteadministrationen. En anden vigtig faktor er manglende gennemførelse af vækstfremmende strukturreformer. Europa-Kommissionen har under programmets løbetid gennemgående vurderet, at implementeringen af reformer har været mangelfuld, jf. figur 3.

Uden disse reformer vil det være svært for Grækenland at levere en fortsat finanspolitisk tilpasning og opnå positiv vækst. Øget vækst forudsætter bl.a. større lønfleksibilitet i den private sektor og øget konkurrence i en lang række erhverv. Selv om det græske parlament har vedta-

MANGLENDE GENNEMFØRELSE AF AFTALTE REFORMER

Figur 3

	1. gennemgang (aug. 2010)	2. gennemgang (dec. 2010)	3. gennemgang (feb. 2011)	4. gennemgang (juli 2011)	5. gennemgang (okt. 2011)
Finanspolitisk konsolidering					
Finanspolitiske strukturreformer					
Finansiell sektor politik					
Vækstfremmende strukturreformer					

Anm.: Grøn angiver, at Europa-Kommissionen i deres rapport for den pågældende programgennemgang har vurderet, at emnet var "observed", gul angiver "largely observed", og rød angiver "partially observed".

Kilde: Europa-Kommissionen, diverse rapporter om Grækenlands låneprogram samt egne skøn.

FINANSPOLITISKE STRAMNINGER I GRÆKENLAND	Boks 1
Grækenland har som led i sit låneprogram gennemført markante finanspolitiske stramninger for at nedbringe det offentlige underskud. Ifølge Kommissionens rapport om 5. programgennemgang har Grækenland gennemført konsolideringstiltag for mere end 16 pct. af BNP for at nedbringe underskuddet fra 15,5 pct. af BNP i 2009 til 9 pct. af BNP i 2011. Uden disse tiltag ville det være vokset yderligere. De indførte budgetforbedrende tiltag inkluderer bl.a.: • Reduktion af offentlige lønninger med 17 pct. • Reduktion i den offentlige beskæftigelse med lidt over 13 pct. fra 2010 til 2012 • Højere momsindtægter ved bl.a. en forøgelse af momssatser og ved at udbrede moms til også at omfatte serviceydelser, som tidligere var fritaget for moms • Højere afgifter på brændstof, tobak, alkohol og luksusvarer • Reduktion af de højeste pensioner og afskaffelse af sæsonbonusser • Indførelse af en særlig boligafgift på 3-16 euro pr. kvadratmeter. Ud over de foranstaltninger, som har en umiddelbar virkning på underskuddet, har Grækenland også i 2010 vedtaget en pensionsreform, der på langt sigt vil medføre, at udgifterne til pensioner stiger med 2,5 pct. af BNP i stedet for 12,5 pct., som fremskrivningerne ellers tydede på i tilfældet uden reformer. Reformerne indebærer bl.a., at pensionsalderen forhøjes, at pensionsalderen i fremtiden indekseres i forhold til den gennemsnitlige levetid, at pensioner indekseres med inflationen i stedet for med lønstigningstakten samt lavere pension ved at anvende gennemsnitlig løn over levetiden frem for slutløn. Med et bidrag til en langsigtet strukturel forbedring af de offentlige finanser på 10 pct. af BNP udgør pensionsreformerne et centralt element i indsatsen for at gøre de offentlige finanser i Grækenland holdbare.	

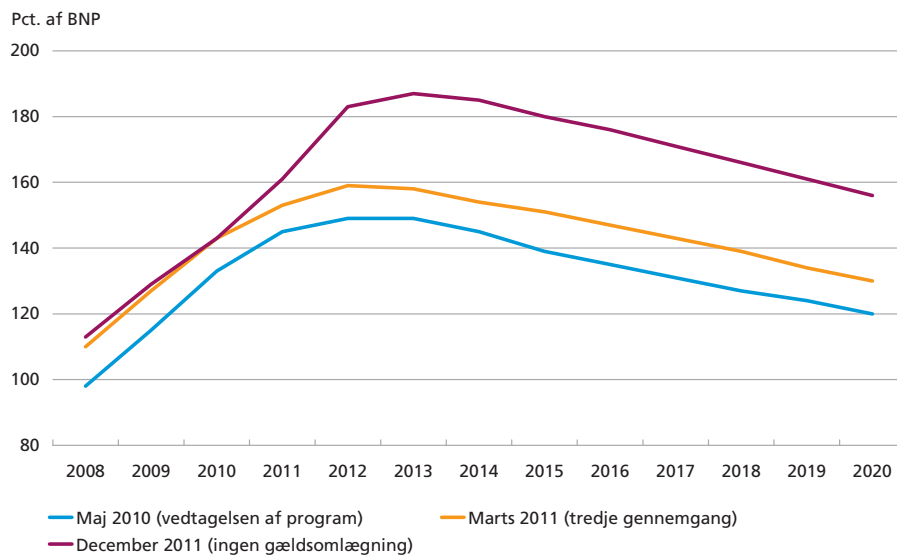
get lovgivning på området, har det været svært at implementere tilpasninger af lønftalesystemer i den private sektor samt reducere beskyttelse af en lang række serviceerhverv, bl.a. transport, apoteker, revisorer, mv. Tilpasningerne er afgørende både for at skabe dynamik og produktivitetstigninger i den indenlandske økonomi og for at styrke konkurrenceevnen over for udlandet.

På trods af markante sparetiltag blev det klart, at udviklingen i Grækenlands offentlige gæld ikke var holdbar under den første hjælpepakke. Ved vedtagelsen af låneprogrammet i 2010 var der udsigt til, at gælden ville toppe med omkring 150 pct. af BNP i 2013 for derefter gradvis at falde til 120 pct. af BNP i 2020 – et mål, som IMF og Kommissionen har betragtet som en afgørende forudsætning for, at programmet var holdbart. Efterfølgende er udsigterne for den offentlige gæld markant forværret, og ved sidste programgennemgang i december var der udsigt til en offentlig gæld på 156 pct. af BNP i 2020, jf. figur 4.

I lyset af de uholdbare udsigter for den offentlige gæld stod det længe klart, at det var nødvendigt med et nyt låneprogram. I juli 2011 blev eurolandene enige om, at privatsektorinvolvering, PSI – dvs. nedskriv-

SKRED I FREMSKRIVNINGERNE AF DEN OFFENTLIGE GÆLD I GRÆKENLAND – STATUS, DECEMBER 2011

Figur 4



Kilde: IMF, *Country Report*, nr. 110, 2010, IMF, *Country Report*, nr. 68, 2011 og IMF, *Country Report*, nr. 351, 2011.

ning af Grækenlands gæld til private kreditorer – var en forudsætning for et sådant program. Involveringen af private investorer skulle ske på frivillig basis ved at forhandle med en sammenslutning af de største internationale banker. Der blev i den sammenhæng forudsat, at omkring 90 pct. af de private kreditorer deltog.

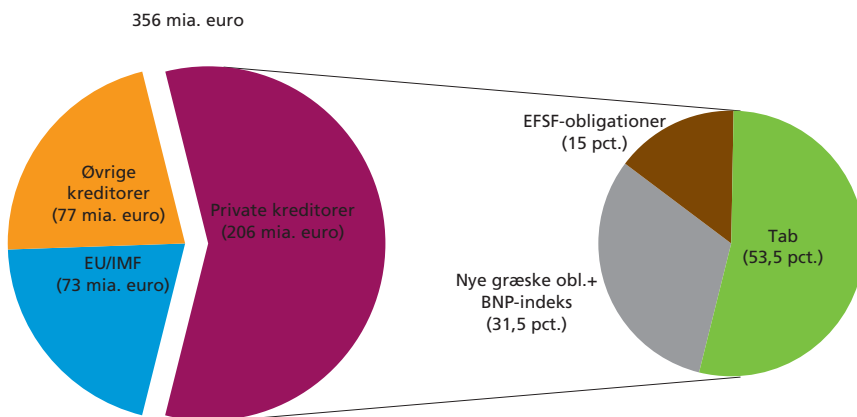
I løbet af efteråret stod det imidlertid klart, at situationen for det græske program var værre end antaget i juli 2011. På topmødet for eurolandene den 26. oktober blev der – efter konsultation med de internationale banker – lagt op til øget privatsektorinvolvering med en hovedstolsnedskrivning på 50 pct. Samtidig trådte den græske regering tilbage, og en overgangsregering med deltagelse af de største græske partier fik til opgave at indgå en aftale med private kreditorer om PSI samt skabe grundlaget for et nyt låneprogram med nye reformtiltag.

GRÆSK GÆLDSOMLÆGNING OG PRIVATSEKTORINVOLVERING

Eurolandene og IMF blev 22. februar enige med den græske regering om betingelserne for et nyt låneprogram. En forudsætning for aftalen er en betydelig nedskrivning og omstrukturering af private kreditors andel, 206 mia. euro, af den samlede offentlige græske gæld på godt 350 mia. euro, jf. figur 5. Gældsrestruktureringen for private investorers obligationer består af følgende elementer:

GRÆSK GÆLDSRESTRUKTURERING

Figur 5



Kilde: IMF, Europa-Kommissionen samt egne beregninger.

- 53,5 pct. af hovedstolsværdien på eksisterende græske statsobligationer nedskrives.
- 31,5 pct. af hovedstolsværdien ombyttes til nye græske statsobligationer med en løbetid på 11-30 år. Kuponen på obligationerne er 2 pct. fra 2013-15, 3 pct. fra 2016-20, 3,65 pct. i år 2021 og 4,3 pct. i årene 2022-42.
- Foruden de nye obligationer modtager kreditorerne BNP-indekserede værdipapirer for 31,5 pct. af hovedstolsværdien, som betaler en yderligere kupon på op til 1 pct., afhængig af udviklingen i græsk BNP. Disse værdipapirer er adskilt fra de nye græske statsobligationer.
- 15 pct. af hovedstolsværdien tildeles som 1- og 2-årige obligationer fra eurolandenes midlertidige finansieringsfacilitet EFSF (European Financial Stability Facility).
- Vedhængende renter på eksisterende obligationer udbetales som 6-måneders EFSF-skattekammerbeviser.

De nye græske statsobligationer, som private kreditorer modtager i restrukturen, har en kuponrente, der er lavere end markedsrenten på græsk gæld og har en løbetid på 11-30 år. Det betyder, at nutidsværdien af de nye græske obligationer, under antagelse af en markedsrente på 12 pct., er omtrent en tredjedel af hovedstolsværdien. Det skal dog ses i lyset af, at markedsværdien af de eksisterende obligationer allerede er betydeligt lavere end hovedstolsværdien som følge af de høje græske statsrenter.

De nye græske statsobligationer udstedes endvidere under britisk lovgivning, og der indføres en klausul om, at indehaverne af dem ikke kan stilles ringere end andre kreditorer (inkl. offentlige kreditorer). Det vil derfor være vanskeligt for Grækenland at gennemtvinge nye nedskrivninger af denne nye gæld.

TVUNGEN DELTAGELSE I GÆLDSOMLÆGNING

Aftalen om restrukturering er som nævnt indgået på baggrund af forhandlinger med en sammenslutning af de største internationale banker og de græske myndigheder. Grækenland har retroaktivt indført såkaldte Collective Action Clauses, CAC's. Disse giver den græske stat mulighed for at ændre obligationsvilkår (såsom nedskrivning af hovedstolen og ombytning til nye obligationer), hvis et tilstrækkeligt antal investorer accepterer det. 85,8 pct. af de private investorer i disse obligationer tilsluttede sig aftalen. Det var tilstrækkeligt til, at den græske stat kunne anvende CAC's og dermed underlægge de resterende private kreditorer under græsk lov en restrukturering, så samtlige græske statsobligationer under græsk lov (177 mia. euro) blev restruktureret. Desuden tilsluttede hovedparten af investorer i græske statsobligationer under udenlandsk lov samt obligationer udstedt af statsejede selskaber sig aftalen (svarende til ca. 20 mia. euro). I alt blev 197 mia. euro af de private investorers gæld (95,7 pct.) således ombyttet ved restruktureringen, jf. tabel 1.

International Swaps and Derivatives Association, ISDA, besluttede 9. marts, at anvendelsen af tvang i forbindelse med gældsomlægningen udgjorde en *credit event*. Det betyder, at de såkaldte *Credit Default Swaps* (et finansielt aktiv, der udbetales i tilfælde af misligholdelse af gæld), som er udstedt på græsk statsgæld, forfaldt til udbetaling.

OMBYTNING AF GRÆSKE STATSOBLIGATIONER		Tabel 1
	Mia. euro	Pct. af total
Statsobligationer under græsk lov	177	86
- Frivillig deltagelse (85,8 pct. af 177)	152	74
- Tvungen deltagelse	25	12
Statsobligationer under udenlandsk lov og obligationer udstedt af statsejede selskaber	28	14
- Frivillig tilslutning til ombytning	20	9
- Øvrige (deltagelse endnu ikke afklaret)	9	4
I alt ejet af private investorer	206	100

Kilde: Det græske finansministerium og egne beregninger.

ECB'S OG DE NATIONALE CENTRALBANKERS OBLIGATIONER NEDSKRIVES IKKE

ECB har i sit Securities Markets Programme købt statsobligationer fra kriseramte eurolande, herunder Grækenland, for at sikre den pengepolitiske transmissionsmekanisme, ligesom en række nationale centralbanker har beholdt deres beholdning af græske statsobligationer under statsgældskrisen. Disse er ikke omfattet af gældsrestruktureringen. Evt. overskud til medlemslandene som følge af kursgevinster fra ECB's og nationale centralbankers beholdning af græske statsobligationer vil blive benyttet til at forbedre den græske gældssituation. ECB's overskud tilgår de nationale centralbanker, der overfører deres overskud til de enkelte medlemslande. Eurolandene overfører overskuddet til Grækenland ved retroaktivt at reducere renten på deres eksisterende bilaterale lån til Grækenland med 50 basispoint. Indtægter, som medlemslandene måtte have som følge af nationale centralbankers investeringer i græske statsobligationer, føres tilbage til Grækenland. Disse to tiltag reducerer isoleret set den græske gældskvote i 2020 med 4,6 procentpoint.

NYT LÅNEPROGRAM FOR 130 MIA. EURO

Eurolandene har tilkendegivet, at de er villige til – i forventning om bidrag fra IMF – at bidrage med yderligere lån til Grækenland for op til 130 mia. euro indtil udgangen af 2014. IMF bidrager med et lån til Grækenland på 28 mia. euro over 4 år. Dette inkluderer IMF's andel af de resterende udbetalinger i den oprindelige lånepakke.

Som betingelse for den nye hjælpepakke har eurolandene stillet krav til Grækenland om yderligere budgetbesparelser og strukturelle reformer. En lang række såkaldte "prior actions" skulle vedtages forud for udbetaling af hjælpepakken. De omfattede bl.a.

- liberalisering af beskyttede erhverv, herunder apoteker, revisorer og ingeniører
- forbedret skatteadministration (bl.a. bedre computersystemer og skatterevisioner for en række virksomheder og personer med høj indkomst)
- reduktion i medicinudgifter (køb af den billigste medicin)
- reduktion af mindstelønnen
- reduktion i supplerende pensioner.

Desuden skal overvågning og rådgivning fra Kommissionen ved implementeringen af aftalte reformer øges.

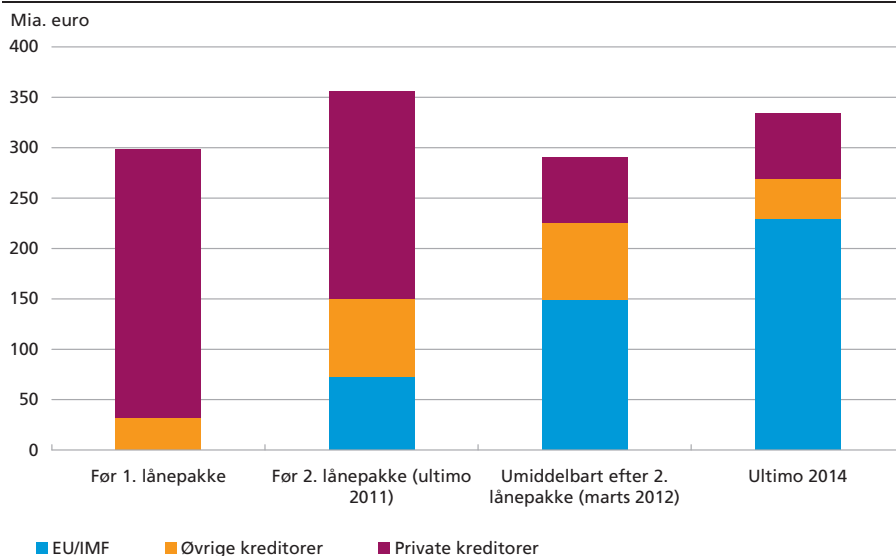
Den nye hjælpepakke skal sikre, at den offentlige sektor i Grækenland har dækket sit finansieringsbehov indtil udgangen af 2014 på 164,5 mia.

euro. De er dækket af den nye hjælpepakke på 130 mia. euro og omkring 35 mia. euro, der endnu mangler at blive udbetalt fra den første hjælpepakke. En del af den nye hjælpepakke går til de 15 pct. EFSF-obligationer (ca. 30 mia. euro) og afdrag på obligationer, der ikke indgår i restruktureringen – primært på ECB's og nationale centralbankers obligationer. Desuden har den græske stat udgifter på omkring 50 mia. euro til at rekapitalisere de græske banker, hvoraf en del er en direkte konsekvens af PSI.

Restruktureringen af den græske offentlige gæld betyder, at den ved udgangen af 2014 altovervejende vil være ejet af offentlige kreditorer. Umiddelbart før restruktureringen var ca. 60 pct. af den græske offentlige gæld ejet af private investorer, og EU-IMF-hjælpepakker udgjorde under en fjerdedel af gælden, jf. figur 6. Med den nye hjælpepakke vil kun omkring 20 pct. af gælden ultimo 2014 være ejet af private kreditorer. Den umiddelbare risiko for udbredt uro på de europæiske og globale finansielle markeder ved en evt. uordnet græsk statsbankerot synes dermed reduceret. Til gengæld er de alvorlige risici overført til de offentlige finanser i långiverlandene.

GRÆSK OFFENTLIG GÆLD FØR, UNDER OG EFTER DE TO LÅNEPAKKER

Figur 6



Anm.: Reduktionen i gælden som følge af 2. lånepakke afspejler 53,5 pct. nedskrivning af private investorers gæld, og at den græske stat som følge af restruktureringen har umiddelbare udgifter i form af rekapitalisering af græske banker, levering af EFSF-obligationer for 15 pct. af hovedstolsværdien, vedhængende renter på eksisterende obligationer mv.

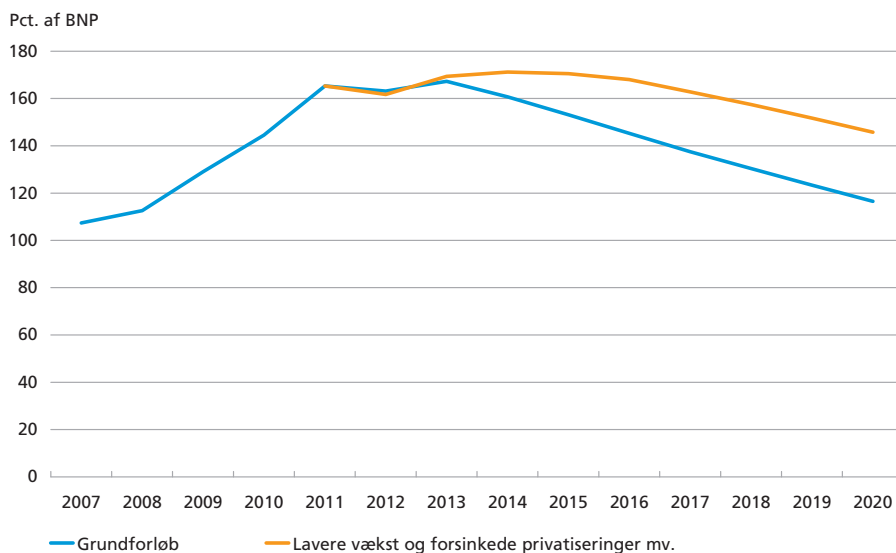
Kilde: IMF, *Country Report*, 12/57, 2012, Europa-Kommissionen, *The Second Economic Adjustment Programme for Greece*, marts 2012, og egne beregninger.

RISIKOEN FOR UORDNET STATS BANKEROT MINDSKET, MEN FORTSATTE RISICI

Selv med gældsnedskrivningen og det nye låneprogram bliver det en udfordring at stabilisere den græske offentlige gæld. Med svage vækst-udsigter for euroområdet og udsigt til omfattende offentlige besparelser i Grækenland vil gennemgribende strukturreformer være nødvendige for at sikre en økonomisk vækst over 2 pct. allerede fra 2014 som forudsat i låneprogrammet. Med den høje græske gæld udgør lavere vækst, yderligere forværringer af den primære balance og lavere privatiseringsindtægter end det forudsatte betydelige risici fremover. I et stressscenario for den græske gældsudvikling baseret på antagelser om, at der ikke gennemføres tilstrækkelige vækstfremmende strukturelle reformer, og hvor de finanspolitiske konsolideringer og privatiseringer antages at blive forsinket, vil gælden i 2020 være knap 150 pct. af BNP, jf. figur 7. Det er betydeligt højere end de 120 pct. af BNP, som var forudsætningen for, at programmet er holdbart. Eftergivelse af gæld og en ny lånepakke har afværget de umiddelbare finansielle risici i forbindelse med den græske gældssituation. De makroøkonomiske risici er fortsat betydelige, bl.a. i lyset af de hidtidige erfaringer med den langsomme implementering af strukturelle reformer.

GRÆKENLANDS OFFENTLIGE GÆLD

Figur 7



Kilde: IMF, *Country Report*, 12/57, 2012.

Betalinger ved handel på internettet

Eva Wix Wagner, Betalingsformidlingskontoret

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Internethandlen i Danmark er steget betydeligt over de seneste år, og danske forbrugere er i EU-sammenhæng blandt de hyppigste til at anvende denne handelsform. For forbrugerne har handel på internettet flere fordele, og der er varer og tjenester, som i dag praktisk talt kun købes her. Derudover har internethandel forbedret forbrugernes muligheder for at foretage grænseoverskridende handel og dermed medført øget vareudbud og styrket konkurrence.

For at opnå fordelene ved internethandel er det væsentligt, at der kan betales sikkert og effektivt. I Danmark foretages de fleste køb på internettet med dankort. Det er en nem og hurtig betalingsform, da forbrugeren kun skal indtaste oplysninger, der fremgår af kortet, og ikke identificere sig ved en kode. Hermed øges dog også risikoen for tab ved misbrug, der for beløb over 1.000 kr. bæres af forretningen, mens forbrugeren normalt holdes skadesløs uanset beløbets størrelse.

Andre betalingsformer på internettet er mere sikre over for misbrug, der skyldes svindel med betalers identitet. Det gælder bl.a. betalinger via netbank, der kræver, at forbrugeren logger på via sit sædvanlige login. I Danmark har de største banker udviklet deres egne netbank-løsninger, som imidlertid kun kan anvendes, hvis forbrugeren og forretningen er kunde i samme bank. Derudover eksisterer der en fælles løsning, der tilbydes af alle danske pengeinstitutter, kaldet eDankortet, som dog kun anvendes i beskeden omfang.

En anden løsning, der kan øge sikkerheden ved betalinger på internettet, er at indføre en kode ved kortbetalinger. Det har Visa og MasterCard gjort for deres kort, kaldet 3D Secure. I flere lande er misbruget med betalingskort på nettet efterfølgende faldet, selv om omfanget af betalinger er steget. Det er dog sket på bekostning af en mere besværlig betalingsproces, hvilket er årsagen til, at flere forretninger har tøvet med at indføre 3D Secure.

Internationale og nationale myndigheder i EU har de seneste år aktivt involveret sig i arbejdet med at fremme sikre betalingsformer på internettet. Den Europæiske Centralbank, ECB, har bl.a. etableret et europæisk forum, kaldet SecuRe Pay, der skal koordinere myndighedernes ind-

sats på området. SecuRe Pay arbejder i øjeblikket med at formulere anbefalinger, der skal højne sikkerheden af kortbetalinger på internettet og netbankbetalinger.

I takt med den teknologiske udvikling kan der i årene fremover ventes en stramning af internationale myndigheders anbefalinger til foranstaltninger, der skal hindre misbrug ved betalinger på internettet. Fx kan det blive tilrådet at bruge koder, der udskiftes ved hver betaling, som det er tilfældet med NemID. Omfanget af svindel med dankort på internettet er i dag beskedent, men det bør løbende vurderes, om der er behov for at skærpe sikkerhedskravene i overensstemmelse med de internationale anbefalinger.

INTERNETHANDLEN I DANMARK

Inden for de senere år har der været en betydelig vækst i internethandlen i Danmark. Der findes ingen officiel statistik, men fra 2007 til 2011 er antallet af dankortbetalinger på internettet vokset med 15,8 pct. om året i gennemsnit. I samme periode er antallet af kortbetalinger i forretninger steget med 8,7 pct. om året.

Foreningen for Distance- og Internethandel, FDIH, vurderer, at den danske internethandel i 2011 udgjorde 46 mia. kr., hvoraf 9 mia. kr. var i udenlandske internetforretninger.¹ På baggrund af tal fra Danmark Statistik kan den samlede detailomsætning for samme år skønnes til 281 mia. kr. De to tal er dog ikke direkte sammenlignelige, da de dækker over forskellige vare- og tjenestegrupper.

Væksten i internethandlen kommer også til udtryk ved andelen af danskere, der regelmæssigt handler på nettet. Fra 2008 til 2011 er der sket en markant stigning i denne andel, jf. figur 1. Det gælder især for aldersgrupperne 40-59 år og 60-74 år, der også kan formodes at købe for de største beløb. Andelen af internethandlende er fortsat størst for de 20-39-årige.

Danskere handler også i stigende omfang i udenlandske internetforretninger. Ifølge tal fra Danmarks Statistik er andelen, der på et år har købt varer eller tjenester fra en internetforretning i et andet EU-land steget fra 34 pct. i 2008 til 40 pct. i 2011. Andelen, der har handlet i en internetforretning uden for EU, er ligeledes vokset.

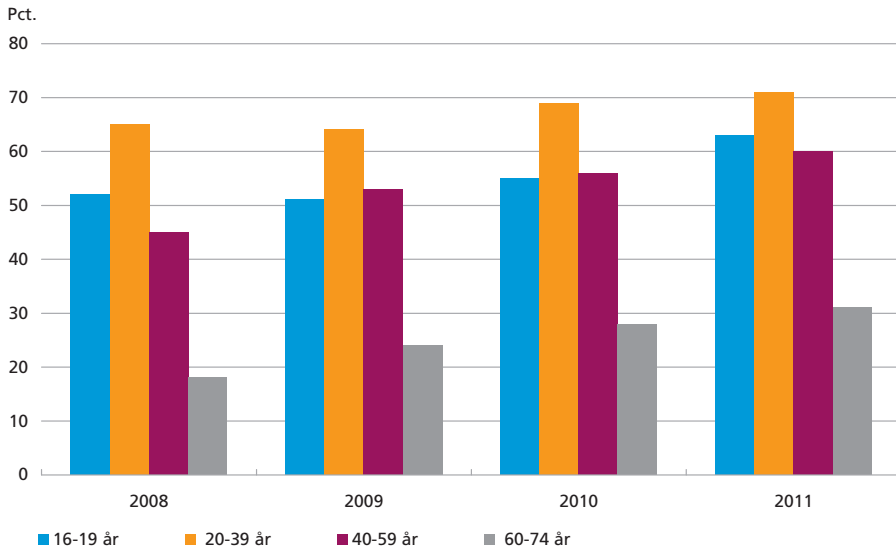
De varegrupper, der tegner sig for den største del af omsætningen i den danske nethandel, er billetter til underholdning, fx teater, koncerter og biograf, tjenester i forbindelse med ferier såsom flyrejser, hotelovernatning og billeje, tøj samt sports- og fritidsartikler.² Andre varegrupper, som også står for en betydelig omsætning, er elektronik, film, musik

¹ Se FDIH (2011).

² se DIBS (2011).

ANDEL AF DEN DANSKE BEFOLKNING, SOM HANDLER PÅ INTERNETTET

Figur 1



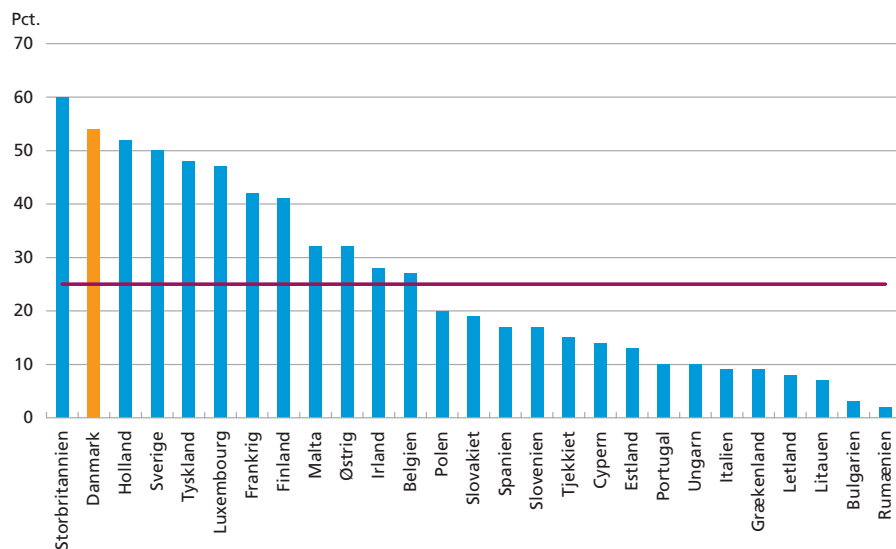
Anm.: Figuren viser andelen af befolkningen, der har handlet på internettet inden for de seneste tre måneder.
Kilde: Danmarks Statistik.

og bøger. Køb af dagligvarer på nettet udgør indtil videre en meget begrænset del, men har de seneste år været stigende.

Sammenlignet med andre EU-lande er danskerne blandt dem, der handler hyppigst på internettet, jf. figur 2. Kun i Storbritannien handler

ANDEL AF BEFOLKNINGEN I EU-LANDENE, DER HANDLEDE PÅ INTERNETTET I 2010

Figur 2



Kilde: Eurostat.

borgerne oftere på nettet end i Danmark. Generelt er internethandel mere udbredt i nordeuropæiske lande som de to nævnte, Holland, Sverige og Tyskland end i resten af EU.

BETALINGSFORMER

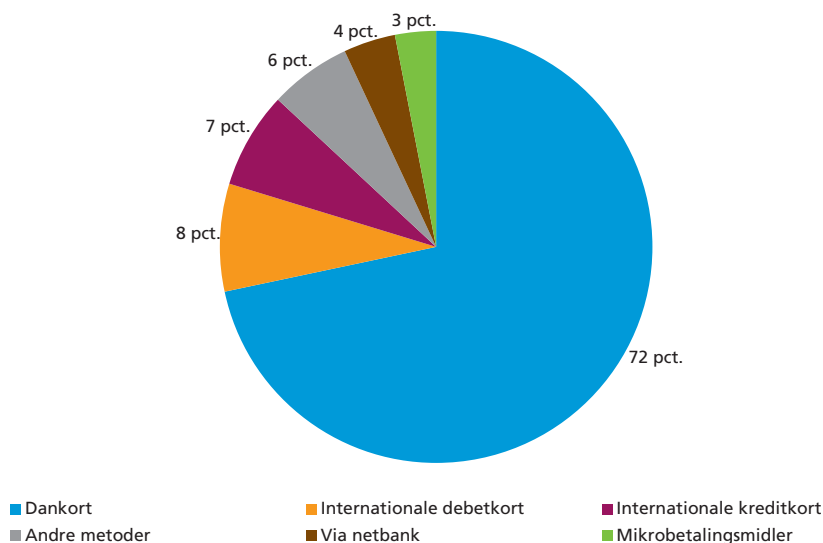
I det følgende gennemgås de mest anvendte betalingsformer på internettet i Danmark. Hovedparten af alle betalinger ved køb i danske internetforretninger foregår ved brug af kort. I 2011 skønnes det at have drejet sig om ca. 87 pct. af alle betalinger på internettet, hvoraf hovedparten var med dankort, jf. figur 3. De resterende gennemføres bl.a. via betalers netbank eller ved træk på forudbetalte midler, der er indsat på en elektronisk konto.

Betalingskort

Ved kortbetalinger på internettet anvendes ud over dankort fortrinsvis internationale debet- og kreditkort. Debetkortene, fx Visa Electron og Mastercard Debet, har saldokontrol, mens kreditkortene, fx Mastercard, American Express og Diners Club, er kort, hvor pengene først hæves på forbrugerens konto nogen tid efter købet, typisk én gang om måneden.

DANSKERNES VALG AF BETALINGSFORM VED HANDEL PÅ INTERNETTET

Figur 3



Anm.: Mikrobetalingsmidler omfatter PayPal. Andre metoder dækker bl.a. betaling via faktura, afregning ved levering og betalinger via mobiltelefon.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af DIBS (2011).

PENGESTRØMMEN VED EN KORTBETALING	Boks 1
Pengestrømmen er den samme for en kortbetaling på internettet og i en forretning, men er derimod forskellig for en dankortbetaling og en betaling med et internationalt kort, fx Visa eller MasterCard. Ved en <i>dankortbetaling</i> sker udvekslingen af penge mellem forbrugerens og forrettningens pengeinstitut som hovedregel natten efter, at betalingen er foretaget. Pengene hæves på forbrugerens konto på betalingsdagen og indsættes dagen efter på forretningens konto. Ved en betaling med et <i>internationalt kort</i> holdes pengene i en periode af en tredjepart i form af kortindløseren, fx Nets' datterselskab Teller, der modtager dem fra forbrugerens bank umiddelbart efter, at betalingen er foretaget. Hvor hurtigt forretningen modtager pengene, afhænger af dens aftale med kortindløseren.	

Der er grundlæggende ikke forskel på pengestrømmen for en kortbetaling på nettet og i en forretning, jf. boks 1. Selve udførelsen af betalingen er dog forskellig, idet forbrugeren ved en internetbetaling ikke skal indtaste en pincode, men i stedet oplysninger, der fremgår af kortet, dvs. kortnummer, udløbsdato og en trecifret sikkerhedskode. Ved betalinger med andre kort end dankort kan forbrugeren derudover blive bedt om at verificere sig ved en yderligere kode, jf. nedenfor.

Oplysningerne om et køb foretaget med et betalingskort skal sendes videre fra internetforretningen til kortindløseren, fx Nets. Det sker via en såkaldt betalingsgateway, som kan sammenlignes med en kortterminal i forretninger. I Danmark er den største udbyder af betalingsgateways DIBS Payment Services, der er aktiv i flere lande, men der findes også andre udbydere af denne tjeneste, herunder Quickpay og ePay.

Andre selskaber tilbyder tjenester, der gør det muligt for forbrugerne at lagre deres kortoplysninger i en virtuel pung, som de kan bruge, når de handler i forskellige internetforretninger. Et eksempel er produktet Google Wallet, ligesom PayPal udbyder et tilsvarende produkt. Ved anvendelse af en virtuel pung skal forbrugerne kun oplyse deres kortoplysninger over for én udbyder og behøver ikke at indtaste dem på ny, når de handler i forskellige netforretninger.

Netbankløsninger

En anden mulighed ved internethandel er betaling via forbrugerens netbank. Ved et klik på et ikon dirigeres forbrugeren fra hjemmesiden, hvor købet foretages, til sin egen netbank. Her logger forbrugeren sig på med sin sædvanlige NemID-kode og møder et skærmbillede med en specifikation af modtageren og beløbet, der skal betales. Forbrugeren gennemfører betalingen ved at godkende disse oplysninger.

eDANKORTET OG UDENLANDSKE NETBANKLØSNINGER	Boks 2
eDankortet blev introduceret i 2003 med den hensigt at øge sikkerheden for betalinger på internettet. Ved betalinger med eDankort verificeres betalerens identitet via login til netbanken. Nets er, som for det fysiske dankort, indløser af betalinger med eDankort, dvs. det er Nets, der indgår aftale med forretningerne om at modtage betalinger med kortet. Forretningerne er garanteret beløb op til 4.000 kr., mens dækningsgarantien for forretninger ved betalinger med almindelige dankort på internettet er 1.000 kr. Anvendelsen af eDankort har været meget begrænset og tilmed faldende de seneste år. I 2011 blev der blot udført 32.854 betalinger mod over 50 mio. betalinger med fysiske dankort på internettet. Den beskedne brug af eDankort kan bl.a. tilskrives, at det kun tilbydes som betalingsløsning af relativt få forretninger, hvilket kan undre. En mulig forklaring kan være, at forretningerne vurderer, at betaling med eDankort er besværlig for kunderne og derfor fravælger den højere dækningsgaranti mod et forventet højere salg. For kunderne har det ingen økonomisk eller køberetlig betydning, om de bruger dankort eller eDankort. I andre europæiske lande har bankerne udviklet lignende betalingsløsninger med større succes end i Danmark. Det gælder bl.a. i Holland, hvor bankerne tilbyder deres kunder at betale og modtage betalinger på internettet ved hjælp af iDEAL, der minder om eDankortet. iDEAL har vundet stort indpas og anvendes i dag ved omkring 65 pct. af alle netbetalinger i Holland, jf. figur 4. I Tyskland og Østrig findes tilsvarende løsninger, kaldet giropay og eps.	

Enkelte danske pengeinstitutter har udviklet deres egne netbankløsninger til betalinger ved handel på internettet. Det drejer sig om Danske Netbetaling og Nordea e-betaling. For at kunne benytte disse kræves det imidlertid, at forbrugeren og internetforretningen er kunde i samme bank. Denne begrænsning illustrerer de ulemper, der kan være forbundet med at udvikle løsninger uden om bankernes fælles infrastruktur.

Nets og de danske pengeinstitutter har i fællesskab udviklet det såkaldte eDankort, der også kan betragtes som en netbankløsning, jf. boks 2. Da alle banker tilbyder eDankort, forudsætter det ikke, at forbruger og forretning er kunder i samme bank. eDankortet giver forretningerne større sikkerhed for betalingen end almindelige dankortbetalinger, men opfattes som en mere besværlig betalingsform for forbrugeren. Brugen af eDankort er i dag meget beskednen.

Forudbetalte midler

Betalinger for køb på internettet kan også ske fra en konto med forudbetalte midler på en server, kaldet elektroniske penge eller e-penge. Det bedst kendte eksempel er formentlig betalingsløsningen PayPal, der kan anvendes globalt og ejes af onlineauktionsselskabet eBay.¹ I figur 3 er denne type betalinger vist som mikrobetalingsmidler.

¹ For en nærmere beskrivelse af Paypal, se Bakkegaard (2010).

I Danmark er betalinger med og udstedelse af e-penge reguleret i lov om betalingstjenester og elektroniske penge. E-penge defineres her som en elektronisk lagret pengeværdi, der udgør et krav på og accepteres som betalingsmiddel af andre end udsteder. Normalt skelnes der mellem kortbaserede e-penge, hvor pengeværdien er registreret på chippen på et betalingskort, og serverbaserede e-penge som PayPal.

Ifølge loven kan banker og såkaldte e-pengeinstitutter udstede e-penge. Derudover kan e-penge udstedes af selskaber med en begrænset tilladelse. Det kræver, at e-pengene kun kan bruges i en snæver kreds af forretninger eller udgør under 5 mio. euro. Med en begrænset tilladelse skal udsteder opfylde lempeligere betingelser, men kan til gengæld ikke udøve grænseoverskridende virksomhed.

Der findes ikke aktuelt nogen danske e-pengeinstitutter, og der er kun registreret få udstedere af e-penge med begrænset tilladelse. En række udenlandske e-pengeinstitutter har dog tilladelse til at udføre grænseoverskridende virksomhed i Danmark.

Andre betalingsformer

Betalinger ved køb på internettet kan også foregå på andre måder, fx ved efterkrav eller som kontantbetaling ved levering. Ved efterkrav modtager kunden en faktura og evt. et indbetalingskort, der kan betales via netbanken eller i pengeinstitutter og på posthuse. Denne type betalinger udgør kun en mindre del af den samlede omsætning på internettet og indgår under andre metoder i figur 3.

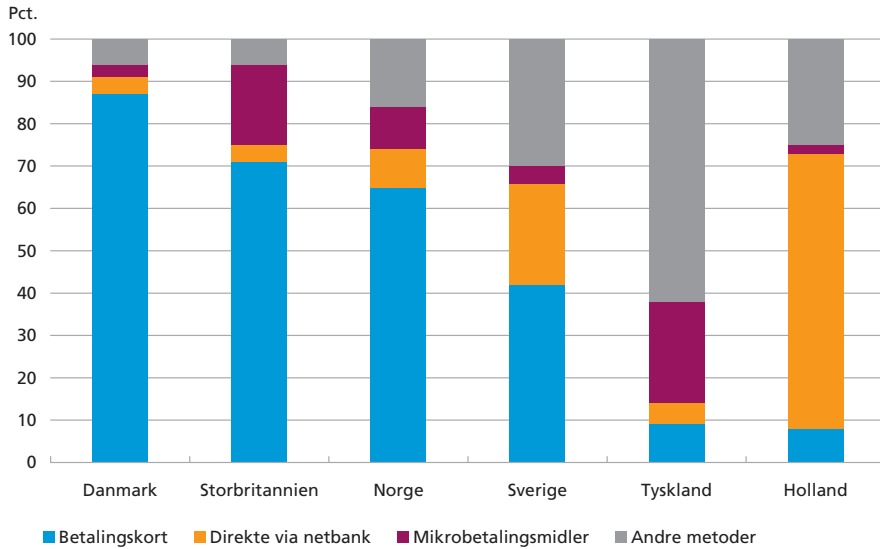
En anden betalingsform, der i kraft af udbredelsen af smartphones kan ventes at vinde større indpas ved nethandel, er betalinger med mobiltelefonen. Det gælder ikke bare ved køb af digitale tjenester, der bruges sammen med mobiltelefonen, fx applikationer og downloads af musik og spil, men også ved betaling for fysiske varer og tjenester, der ikke har tilknytning til mobiltelefonen.

De fleste mobilbetalinger foregår i dag ved, at forbrugeren sender en overtakseret sms, dvs. at det købte produkt afregnes via den efterfølgende telefonregning eller ved træk på forudbetalt taletid. Nets har dog for nylig lanceret et nyt system til at betale via mobiltelefonen, kaldet Mobilpenge, hvor pengene for købet trækkes direkte fra forbrugers bankkonto.

Endelig er der inden for de seneste år set flere eksempler på såkaldte virtuelle valutaer, der kan bruges til at købe varer og tjenester på internettet. Hovedparten af dem kan kun bruges inden for det lukkede miljø på nettet, hvor valutaen er opstået. Virtuelle valutaer adskiller sig fra rigtige valutaer ved ikke at eksistere i fysisk form og ved ikke at være udstedt af – og dermed fordringer på – centralbanker.

BORGERNES VALG AF BETALINGSFORMER I UDVALGTE EUROPÆISKE LANDE, 2011

Figur 4



Anm.: Mikrobetalingsmidler omfatter PayPal. Andre metoder dækker bl.a. betaling via faktura, afregning ved levering og betalinger via mobiltelefon.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af DIBS (2011) og De Nederlandsche Bank (2011).

Betalingsformer i andre lande

Blandt ellers sammenlignelige lande er der stor forskel på, hvordan forbrugerne foretrækker at betale, når de handler på nettet, jf. figur 4. I ingen andre lande med en betydelig internethandel udgør kortbetalinger så stor en del af omsætningen, som det er tilfældet i Danmark. Kort anvendes dog også i væsentligt omfang i Storbritannien og Norge samt til dels i Sverige.

Holland adskiller sig fra de øvrige lande ved at have en meget anvendt netbankløsning, kaldet iDEAL, jf. boks 2. iDEAL tilbydes, ligesom eDan-kortet, af alle banker i landet, dvs. det er ikke en betingelse, at forbrugeren og forretningen er kunde i samme bank. I Sverige er betalinger på nettet via netbank også relativt udbredt, men her er tale om bankspecifikke løsninger.

I Tyskland findes også en sektorbaseret netbankløsning. De tyske forbrugere foretrækker dog at betale for deres netkøb ved hjælp af andre betalingsformer, primært pr. efterkrav eller kontantbetaling ved levering. Hermed svarer deres betalingsmønster på internettet i høj grad til deres ageren i forretninger, hvor kontantbetalinger er meget udbredte.

RISIKO FOR MISBRUG KONTRA BRUGERVENLIGHED

Ved betalinger med dankort på internettet er der større risiko for misbrug end ved dankortbetalinger i forretninger. Det skyldes, at der ikke skal indtastes en pinkode, men alene oplysninger, der fremgår af kortet. En person, der har stjålet eller kopieret et dankort eller på anden måde opsnappet oplysningerne på kortet, kan derfor relativt let bruge disse til at handle på nettet.

Ved denne type misbrug kan kortholder kræve det hævede beløb tilbageført, medmindre der har været handlet groft uagtsomt. Det gælder også ved misbrug af kortet i en udenlandsk internetforretning. Generelt er beskyttelsen af forbrugerne ved køb på nettet med betalingskort ganske høj, idet de også kan kræve, at deres bank tilbagefører en betaling, hvis varen udebliver, kaldet charge back.

Tabet ved misbrug af dankort på internettet bæres af Nets, der indløser betalingerne, og forretningerne. Nets garanterer forretningerne betalinger op til 1.000 kr., mens forretningerne selv må afholde tab herover. Ved betalinger med dankort i forretninger er den tilsvarende garanti fra Nets på 4.000 kr., hvis der er anvendt pinkode, hvilket afspejler den større sikkerhed ved disse betalinger.

Teknisk er der ikke noget til hinder for at have en personlig kode ved kortbetalinger på internettet. Visa og MasterCard har indført, at kortholder kan identificere sig ved en kode, kaldet 3D Secure. I Danmark er 3D Secure indført som en kode, der ikke skal ændres, og som anvendes sammen med en personlig oplysning, der skal forsikre kortholder om, at koden kan indtastes uden risiko for misbrug.

En mere avanceret og sikker bekræftelse af kortholder end den danske implementering af 3D Secure er såkaldt engangsverificering. Her identificeres kortholder med en kode, der udskiftes for hver betaling og modtages via fx sms eller en nøgleviser. NemID, der bruges som login til bl.a. netbank og offentlige myndigheder på internettet, er baseret på engangsverificering.

Med en personlig kode bliver det dog også mere besværligt at betale med kort på nettet. Beslutningen om at indføre en kode for dankortet skal derfor ses i sammenhæng med omfanget af misbrug. I 2011 udgjorde det indberettede misbrug med dankort på internettet ca. 11 mio. kr. – eller 0,03 pct. af omsætningen. Det var et fald i forhold til året før, men en større andel end for dankortbetalinger i forretninger.

ØGET INTERNATIONALT FOKUS PÅ MISBRUG

Inden for de seneste år er der på internationalt plan kommet øget fokus på vigtigheden af sikre betalingsmetoder på internettet. Risikoen ved

øget svindel med denne type betalinger er, at forbrugere og forretninger afholder sig fra at handle på nettet. Det kan indebære, at nogle af fordelene ved handel på internettet, fx styrket konkurrence og øget vareudbud, ikke materialiserer sig.

Der findes ingen harmoniseret statistik over omfanget af svindel ved betalinger på nettet. I Storbritannien, der er hjemsted for mange internetforretninger, er den faldet siden 2008 efter en markant stigning i årene inden. Det tilskrives bl.a. udrulningen af 3D Secure. Svindlen med betalingskort på nettet udgør dog ca. halvdelen af den samlede kortsvindel i Storbritannien. I andre lande, bl.a. Frankrig, har der været en fortsat stigning i denne svindel.

På den baggrund har flere myndigheder i EU involveret sig i arbejdet med at fremme sikkerheden ved betalinger på nettet. Det er primært sket i form af udtalelser og anbefalinger rettet mod banker og kortelskaber. Fx anbefalede ECB i 2010, at engangsverificering ved disse betalinger blev gjort til standard.¹ I Frankrig er den relevante tilsynsmyndighed kommet med en lignende anbefaling.²

ECB har også taget initiativ til at styrke de europæiske myndigheders samarbejde om at højne sikkerheden for betalinger på bl.a. internettet. Det er sket ved at etablere SecuRe Pay, der skal koordinere myndighedernes indsats og fremme ensartede vilkår for udbyderne af betalings-tjenester. Det nye forum består af myndigheder med ansvar for at overvåge betalinger og føre tilsyn med udbydere af betalingstjenester. Fra Danmark deltager Nationalbanken og Finanstilsynet.

SecuRe Pay arbejder i øjeblikket med kortbetalinger på internettet og betalinger via netbank. For begge betalingsformer er der udarbejdet et forslag til anbefalinger, der skal højne sikkerheden ved betalinger, fx vedrørende bekræftelse af betalerens identitet. Anbefalingerne vil blive sendt i høring, inden de formelt vedtages af ECB's styrelsesråd, som er SecuRe Pays øverste organ.

Overlay Services

En betalingsform på internettet, som de seneste år i særlig grad har påkaldt sig myndighedernes opmærksomhed, er en variant af netbankbetalinger, kaldet overlay services. Her agerer en tredjepart, udbyderen af overlay service, bindeled mellem internetforretningen og forbrugers netbank. Betalingen foregår ved, at forbrugeren oplyser sin bankkonto og netbanklogin til udbyderen af tjenesten, der herefter sørger for at gennemføre betalingen.

¹ Jf. ECB (2010).

² Jf. Banque de France (2008).

Sikkerhedsmæssigt rejser overlay services flere spørgsmål. For det første skal det afklares, hvordan det undgås, at der efterfølgende sker misbrug af forbrugerens netbankoplysninger. Ved misbrug kan der desuden være usikkerhed om, hvem der skal hæfte for tabet, da det typisk er en del af forbrugerens netbankaftale, at disse oplysninger ikke må videregives til tredjemand. Forbrugeren kan i nogle tilfælde være helt uvidende om, at en overlay service er involveret.

Overlay services kan dog også have fordele. Den største er, at denne type tjeneste giver mulighed for via sin netbank at betale for køb af varer og tjenester på internettet i andre lande. Det er ikke muligt ved hjælp af de eksisterende netbankløsninger i Europa, der kun kan bruges til nationale betalinger. ECB har ved flere lejligheder opfordret bankerne i Europa til at udvikle en fælleseuropæisk netbankløsning, men arbejdet hermed er trukket ud.

Flere myndigheder har officielt udtrykt bekymring over udbredelsen af overlay services. Fx valgte den hollandske centralbank i november 2009 på vegne af det nationale betalingsråd at påpege en række sikkerhedsbrister ved denne type betalinger.¹ Risiciene ved overlay services har ligeledes flere gange været på dagsordenen i Europa-Kommissionens betalingskomite, der bl.a. har drøftet, om udbyderne af denne type tjenester fremover skal reguleres i betalingstjenestedirektivet.

Danske forbrugere, der handler i udenlandske internetforretninger, kan blive tilbudt at foretage deres betaling via overlay services. Der er ikke kendskab til danskere, som efterfølgende har oplevet, at der uretmæssigt har været træk på deres konto via netbanken. I lyset af en forventet vækst i grænseoverskridende nethandel er det dog væsentligt, at udbyderne af disse løsninger underlægges regulering og tilsyn efter fælles regler.

¹ Jf. De Nederlandsche Bank (2009).

LITTERATURLISTE

Bakkegaard, Jesper (2010), Nye betalingsinstrumenter, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.

Banque de France (2008), Observatory for Payment Card Security, *Annual Report*.

De Nederlandsche Bank (2009), Serious concerns over new, unsafe Internet payment services, *News Items*, 13. november.

De Nederlandsche Bank (2011), Payments of cross-border online shopping: Behaviour, perceptions and desires, Result of DNB survey among Dutch consumers, januar.

DIBS (2011), A comprehensive study of European e-commerce – a growth opportunity for merchants, *DIBS e-commerce survey*.

ECB (2010), Beyond theory into practice, *7th SEPA Progress Report*, oktober.

FDIH (2011), Dansk e-handelsanalyse, Forbrugerstatistik, *Årsrapport*.

Aktuelle tendenser i den grønlandske økonomi

Anders Møller Christensen og Carina Moselund Jensen, Økonomisk Afdeling

Grønland blev kun i beskedent omfang påvirket af den internationale økonomiske krise, der ramte verdensøkonomien i 2008. I henhold til nationalregnskabet har der været en positiv økonomisk vækst i alle år frem til 2010, som er det sidste år dækket af denne statistik. Det skyldes bl.a., at bloktilskuddet fra Danmark er en stabil indtægtskilde, og at fiskeriet har haft et nogenlunde konstant omfang. Formandskabet for Økonomisk Råd i Grønland vurderer, at der i 2011 var en økonomisk vækst på 3 pct., jf. Økonomisk Råds rapport 2011.¹

Væksten i 2010 og 2011 skyldes især en betydelig byggeaktivitet, primært i Nuuk, og en stærkt stigende aktivitet ved efterforskning af olie og mineraler. Desuden nød indkomsterne godt af, at verdensmarkedspriserne i det altdominerende eksporterhverv, fiskeriet, steg i løbet af 2010 og ind i 2011, så økonomien i erhvervet generelt er blevet markant bedre. Det betød samtidig, at de tidligere års stadige forringelse af bytteforholdet ophørte.

Der er en betydelig risiko for, at den økonomiske aktivitet falder i 2012. Kvoterne i rejefiskeriet, som er det økonomisk set vigtigste fiskeri i Grønland, er sat næsten 20 pct. ned, og aktiviteten ved olieefterforskning vil blive en del lavere end i 2011, da der ikke er planlagt efterforskningsboringer i farvandene ved Vestgrønland i år. En mulig øget aktivitet ved mineralefterforskning kan næppe kompensere herfor.

Nationalregnskabet

I december 2011 offentliggjorde Grønlands Statistik et produktionsbaseret nationalregnskab for årene 2003 til 2010. Det gør det muligt at gennemføre nogenlunde samme tabelopstillinger og analyser som i de fleste andre økonomier. Hovedtræk af forsyningsbalancen er vist i tabel 1.

Det fremgår tydeligt, at et dominerende træk har været en meget kraftig vækst i investeringerne, som i 2010 udgjorde over 50 pct. af bruttonationalproduktet, BNP. En stor del af væksten kan tilskrives investerin-

¹ Se http://dk.nanoq.gl/Emner/Landsstyre/Departementer/Departement_for_finanser/OekonomiskRaad.aspx

FORSYNINGSBALANCEN, REALVÆKST

Tabel 1

Pct.	(Andel af BNP 2010)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Privat forbrug	(51,1)	6,3	5,2	3,1	-1,1	-1,1	0,3	4,4
Offentligt forbrug	(53,8)	-0,1	0,5	6,6	1,0	6,7	-2,7	-0,3
Bruttoinvesteringer i alt	(55,1)	-7,2	41,7	2,1	35,1	45,1	-4,2	33,3
Ekskl. investeringer i immaterielle faste aktiver	(27,0)	-8,5	37,9	3,1	24,0	36,3	0,8	-17,7
Eksport af varer og tjenester	(27,9)	12,7	2,9	-3,5	-1,4	10,6	-12,9	6,5
Endelig anvendelse lig samlet tilgang	(188,0)	3,8	7,1	2,6	4,7	12,3	-4,2	10,2
Import af varer og tjenester	(88,0)	3,0	12,6	-3,5	8,7	26,8	-10,6	23,3
Bruttonationalprodukt	(100,0)	4,3	3,7	6,6	2,4	3,0	0,8	1,2

Anm.: Investeringer i immaterielle faste aktiver er primært efterforskningsinvesteringer efter olie og mineraler.

Kilde: Grønlands Statistik.

ger i olie- og mineralefterforskning, nationalregnskabsteknisk kaldet investeringer i immaterielle faste aktiver. Det drejer sig fx om udgifterne til efterforskning af olie i havet vest for Grønland. Hovedparten af disse investeringer foretages af udenlandske selskaber ved hjælp af udenlandsk arbejdskraft på udenlandske bore- og forsyningskibe og modsvares i nationalregnskabet af en stor tjenesteimport. Der finder dog også en mindre påvirkning af det grønlandske BNP sted i den udstrækning, som lokale virksomheder bidrager, ligesom aktiviteten har givet skatteindtægter til Grønland.

Væksten i de mere traditionelle former for investeringer har dog også været stor. Der har været et betydeligt byggeri af boliger, kollegier og uddannelsesinstitutioner, især i Nuuk, hvortil kommer udbygning af vandkraftkapaciteten. De største grønlandske byer vil i løbet af få år have vandkraftværker som den vigtigste energikilde. Der er også foreta-

FAKTA OM GRØNLAND

Folketal (antal, primo 2012)	56.749
Heraf i Nuuk (hovedstad)	16.181
Befolkning 18-66 år	38.469
Beskæftigelse ¹ (2010)	28.386
Ledighed ² (2010)	2.412
Bruttonationalprodukt (mia. kr., 2010)	12,3
Pr. capita (1.000 kr.)	217,5
Disponibel bruttonationalindkomst (mia. kr., 2010)	16,8
Pr. capita ³ (1.000 kr.)	297,9

Kilde: Grønlands Statistik og egne beregninger.

¹ Antal hovedbeskæftigede, gennemsnit af månedstal.

² Berørte af ledighed, gennemsnit af månedstal.

³ Til sammenligning var det disponible BNI pr. capita i Danmark ca. 317.100 kr. i 2010. Det disponible BNI var ca. 0,2 pct. større end BNP.

get meget store investeringer i infrastrukturen på teleområdet i form af et søkabel, der forbinder Grønland med både Canada og Island.

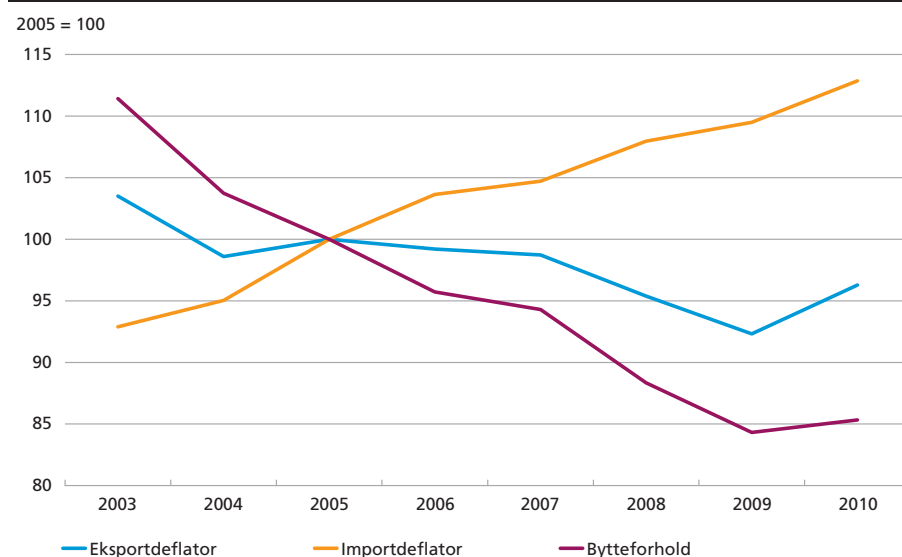
Forbruget, både det offentlige og det private, har i perioden siden 2003 udviklet sig nogenlunde parallelt med forbruget i Danmark, men med noget større udsving i væksten fra år til år, hvilket især skyldes, at økonomien er mindre diversificeret og dermed mere afhængig af udsving i bl.a. fiskeriet end den danske. Summen af det offentlige og det private forbrug overstiger det grønlandske BNP, hvilket er muligt på grund af indkomstoverførsler udefra i form af bloktilskud fra den danske stat og aftaler med EU. Den grønlandske disponible bruttonationalindkomst er således mere end 33 pct. større end BNP.

Et bekymrende træk ved de senere års økonomiske udvikling er, at eksporten af varer og tjenester har været stagnerende. Der er herved opstået nogle meget store underskud på nationalregnskabets vare- og tjenestebalance, da importen har været støt stigende, også hvis der ses bort fra det tidligere omtalte store importindhold i olie- og mineralefterforskningen.

Mens eksporten har været nogenlunde konstant siden 2004, er importen i faste priser steget betragteligt siden 2003. Hertil kommer en meget ugunstig udvikling i bytteforholdet, idet der har været stagnerende eller faldende priser på eksporten, mens importpriserne har været støt stigende, jf. figur 1. Såfremt eksportpriserne var steget i takt med importpriserne svarende til et uændret bytteforhold i perioden, ville værdien

EKSPORT- OG IMPORTDEFLATORER SAMT BYTTEFORHOLDET

Figur 1



Kilde: Grønlands Statistik.

af den grønlandske produktion i 2010 have været lidt over 1 mia. kr. større, end det faktisk var tilfældet, svarende til 8,5 pct.

Der eksisterer endnu ikke en grønlandsk betalingsbalancestatistik, men der kan ikke være tvivl om, at de senere års økonomiske vækst i vidt omfang er lånefinansieret, jf. afsnittet om lån og bankindeståender.

Handelsbalancen

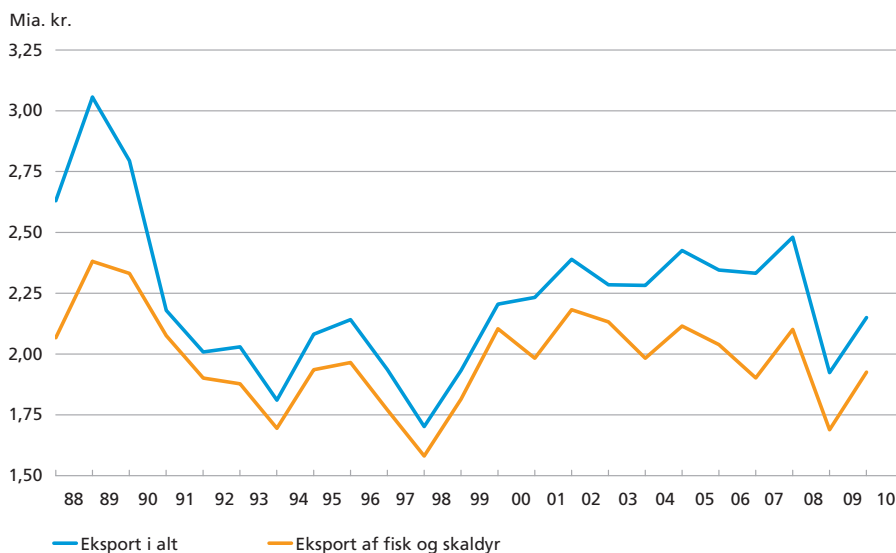
I 2010 var der et underskud på den grønlandske handelsbalance på 2,4 mia. kr. svarende til næsten 20 pct. af BNP, det største underskud nogensinde. Der blev eksporteret varer for 2,1 mia. kr., mens vareimporten var på 4,5 mia. kr. I de første tre kvartaler af 2011 var underskuddet på handelsbalancen dog 450 mio. kr. lavere end i samme periode af 2010 som følge af prisstigninger på fisk og skaldyr.

I et længere tidsperspektiv er der et strukturproblem i form af, at der ikke er kommet et supplement til fiskeriet som eksporterhverv. Eksporten af fisk og skaldyr svinger en del fra år til år, men eksportværdien er i dag på nogenlunde samme niveau som for 20 år siden, jf. figur 2. Ligesom dengang står fiskeriet i dag for ca. 90 pct. af den grønlandske eksport.

Mulighederne for at udvikle fiskeriet må anses for begrænsede, da fiskeriet ligger i overkanten af det langtidsholdbare i henhold til den biologiske rådgivning. I overensstemmelse med rådgivningen er kvoterne i rejefiskeriet for 2012 reduceret, og yderligere reduktioner påregnes for 2013, jf. afsnittet om fiskeriet.

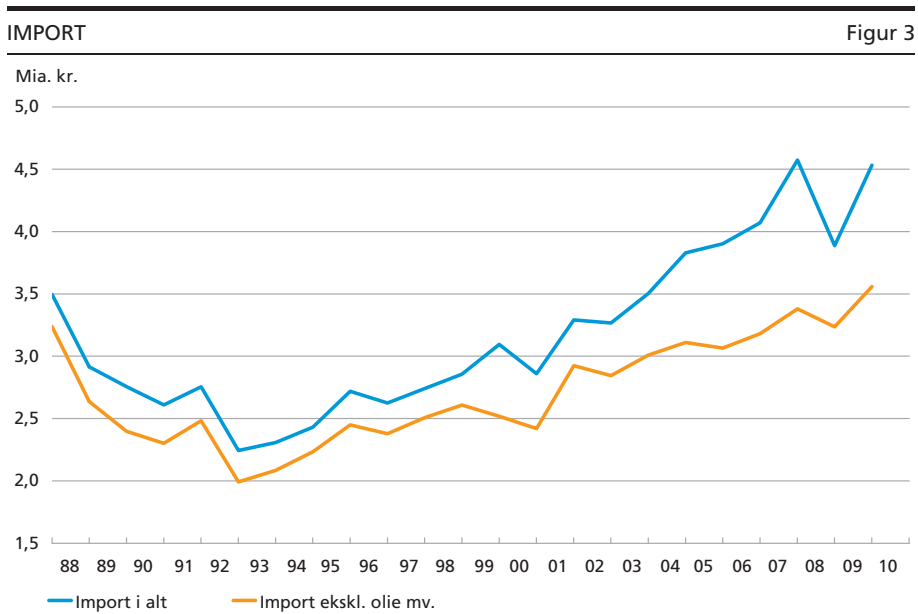
EKSPORT

Figur 2



Anm.: Tallene for 2007-10 er foreløbige.

Kilde: Grønlands Statistik.



Anm.: Tallene for 2007-10 er foreløbige.
Kilde: Grønlands Statistik.

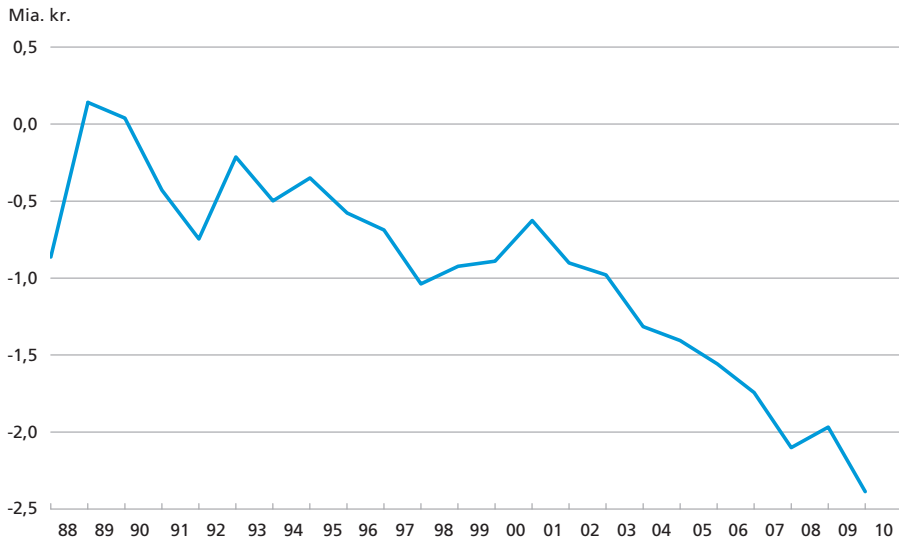
Den manglende udvikling af nye eksporterhverv er derfor et stort problem. Der har været en vis udvikling inden for turismen, og der er ikke mindst en række efterforskningsaktiviteter i gang på olie- og mineralområdet, men hidtil har det ikke ført til øget udvinding, og i et enkelt tilfælde, olivinbruddet ved Maniitsoq, er en påbegyndt aktivitet lukket ned igen. Til gengæld er guldminen i Sydgrønland genåbnet i 2011 som arbejdsplads for ca. 80 ansatte og vil bidrage til eksportindtægter sidst i 2011 og videre i 2012.

Vareimporten er steget i et jævnt tempo, som afspejler den generelle aktivitetsudvikling, jf. figur 3. Den overvejende del af de varer, der indgår i investeringerne og i det private forbrug, bliver importeret. I 2010 var der særlig høj vækst i værdien af importen af energivarer og af kontormaskiner mv., mens importen af forbrugsvarer faldt en anelse.

Den stagnerende eksport og den støt stigende import indebærer, at den grønlandske handelsbalance har udvist store og stigende underskud i de senere år, jf. figur 4. De stigende underskud på handelsbalancen og ikke mindst på vare- og tjenestebalancen har fundet sted samtidig med, at grønlandske resider har øget deres nettogæld via penge- og realkreditinstitutterne, jf. afsnittet om lån og bankindeståender. Det vil stemme med en negativ nettofordringserhvervelse svarende til summen af betalingsbalancens kapitaloverførsler og løbende poster. Som nævnt findes der endnu ikke en opgørelse af betalingsbalancen eller af den grønlandske udlandsgæld og udviklingen heri.

HANDELSBALANCE

Figur 4



Anm.: Tallene for 2007-10 er foreløbige.

Kilde: Grønlands Statistik.

Det private forbrug

Den vigtigste konjunkturindikator for udviklingen i det private forbrug er Selvstyrets månedlige opgørelser af provenuet fra punktafgifterne.

Da punktafgifterne har været uændrede siden efteråret 2007, afspejler ændringerne i provenuet ændringerne i det private forbrug af de berørte varegrupper. Som det fremgår af figur 5, er provenuet faldet siden 2009. Det skyldes især et mindre salg af alkohol og tobak samt af biler. Faldet i provenuet fra tobaks- og alkoholafgifter fortsatte i 2011, mens de øvrige forbrugsområder var nogenlunde konstante. Det kan i denne sammenhæng bemærkes, at der siden januar 2011 har været stoppet for toldfrit salg af tobak og alkohol ved indrejse i Grønland, så forbrugsudviklingen har været lidt svagere, end afgiftsprovenuerne peger på.

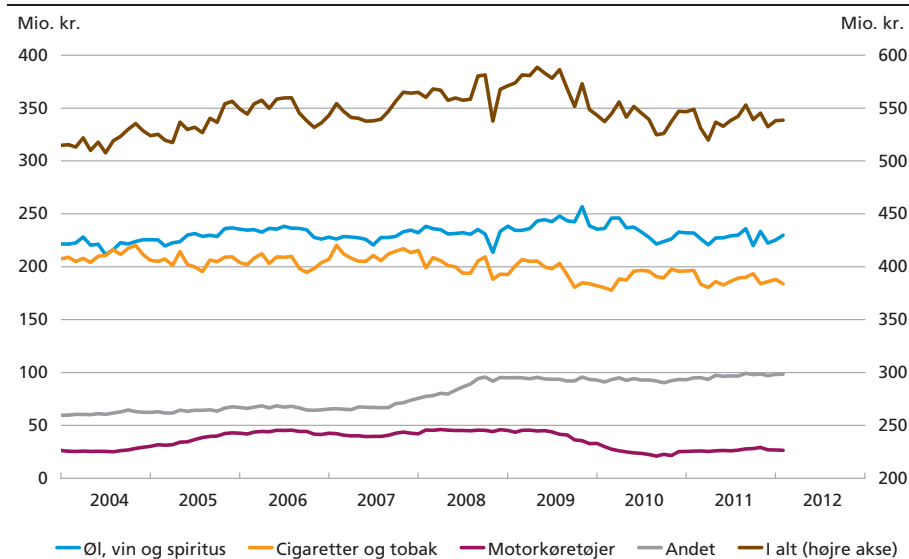
Lån og bankindeståender

Privatpersoner, virksomheder og det offentlige har overvejende de to lokalt repræsenterede pengeinstitutter, Grønlandsbanken og BankNordik, som bankforbindelse, men det er også almindeligt at være kunde i et institut i Danmark. Hertil kommer, at de danske realkreditinstitutter i de senere år har udvidet deres aktivitet i Grønland. For at belyse udviklingen i befolkningens ind- og udlån er det derfor nødvendigt også at inddrage de danske penge- og realkreditinstitutter.

Af figur 6 fremgår det, at bosiddende i Grønland er gået fra at have et indlånsoverskud på ca. 1 mia. kr. i 2004 i forhold til pengeinstitutter i

INDFØRSELSAFGIFTER

Figur 5



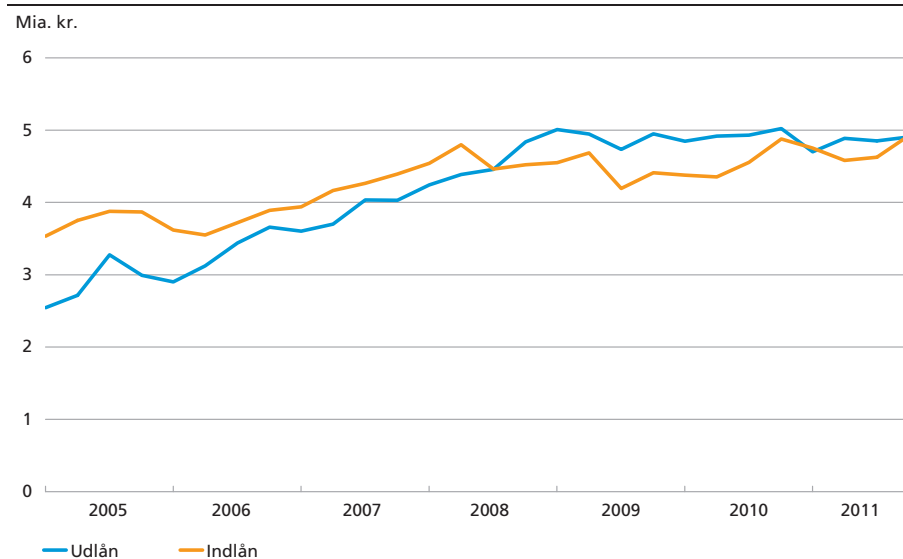
Anm.: 12 måneders sum. Seneste observation er februar 2012.

Kilde: Grønlands Selvstyre.

det danske valutaområde, dvs. Danmark, Færøerne og Grønland, til at have omtrentlig balance mellem ud- og indlån. I samme periode har realkreditinstitutterne øget deres udestående lån i Grønland fra ca. 1,2

PENGEINSTITUTTERS UDLÅN TIL OG INDLÅN FRA GRØNLAND

Figur 6

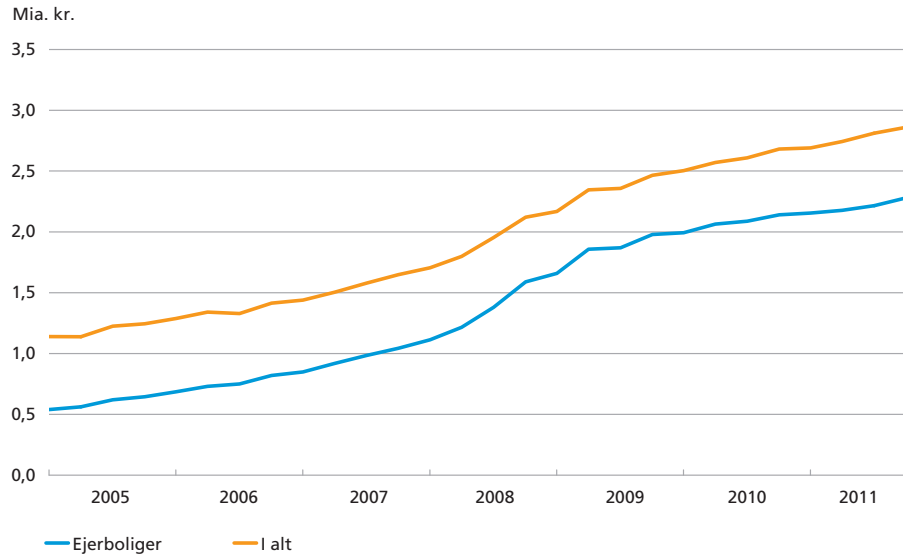


Anm.: Seneste observation er 4. kvartal 2011.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

**REALKREDITINSTITUTTERS UDLÅN TIL GRØNLAND FORDELT PÅ
EJENDOMSKATEGORIER**

Figur 7



Anm.: Seneste observation er 4. kvartal 2011.

Kilde: Finanstilsynet.

til ca. 2,9 mia. kr., jf. figur 7. Det skyldes dels en større udbredelse af ejerboliger, dels at udlejningsbyggeri i mindre grad end tidligere finansieres direkte af Selvstyret og kommunerne. Realkreditudlånene er alle til fast rente med afdragsbetaling, og pantet skal være beliggende i Nuuk eller enkelte andre byer. Nettoudlånene til Grønland fra de nævnte kilder er således steget med ca. 3 mia. kr. på syv år. Hertil kommer, at Selvstyret i efteråret 2010 optog et lån på 250 mio. kr. i Den Nordiske Investeringsbank, NIB, til delvis finansiering af et vandkraftværk. Dette lån indgår ikke i statistikken.

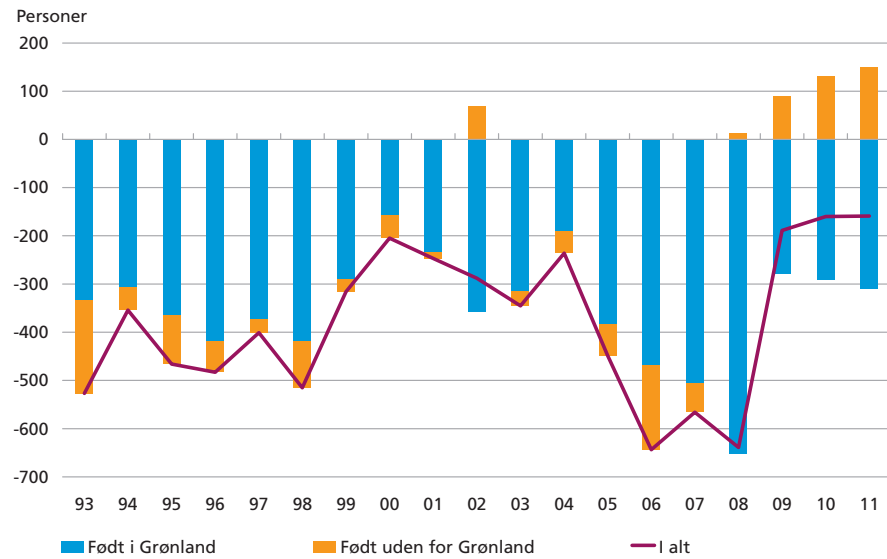
Statistikken understøtter således billedet af, at de seneste års økonomiske vækst har været lånefinansieret, især i tilknytning til byggeri i Nuuk. Det hører med til et balanceret billede, at de samlede bruttoudlån nu er vokset til ca. 65 pct. af BNP, langt mindre end i Danmark, hvor det tilsvarende tal er ca. 200 pct.

Ind- og udvandring

I de senere år har der været en nettoindvandring af personer født uden for Grønland, jf. figur 8. Samtidig har nettoudvandringen af personer født i Grønland været noget lavere end i årene 2005-08. Da fødselsoverskuddet i Grønland, dvs. forskellen på antallet af fødte og døde, i disse år er ca. 400 personer årlig, har folketallet på ny været svagt stigende. Det skyldes i høj grad, at jobmulighederne i Danmark er blevet dårlige-

NETTOINDVANDRING

Figur 8



Kilde: Grønlands Selvstyre.

re, så ledige stillinger i Grønland bliver hurtigere besat end tidligere. Det vil indebære, at nogle jobfunktioner varetages af personer, der tager bopæl i Grønland, i stedet for af vikarer med kortvarigt ophold, hvilket tidligere var udbredt, især på sundhedsområdet. Det indebærer faldende omkostninger pr. behandling og dermed en bedre kvalitet i det offentlige forbrug end tidligere for et givet beløb i kroner og ører.

Den øgede råstofeftersforskning i Grønland kan være en yderligere årsag til, at personer født uden for Grønland tager fast ophold. Den overvejende del af efterforskningen udføres dog i sommerhalvåret af personer uden fast ophold i Grønland.

Som følge af den tætte sammenhæng mellem det danske og det grønlandske arbejdsmarked er omsvinget i nettovandringerne under alle omstændigheder et tegn på, at den økonomiske vækst i Grønland i de seneste år har været stærkere end i Danmark.

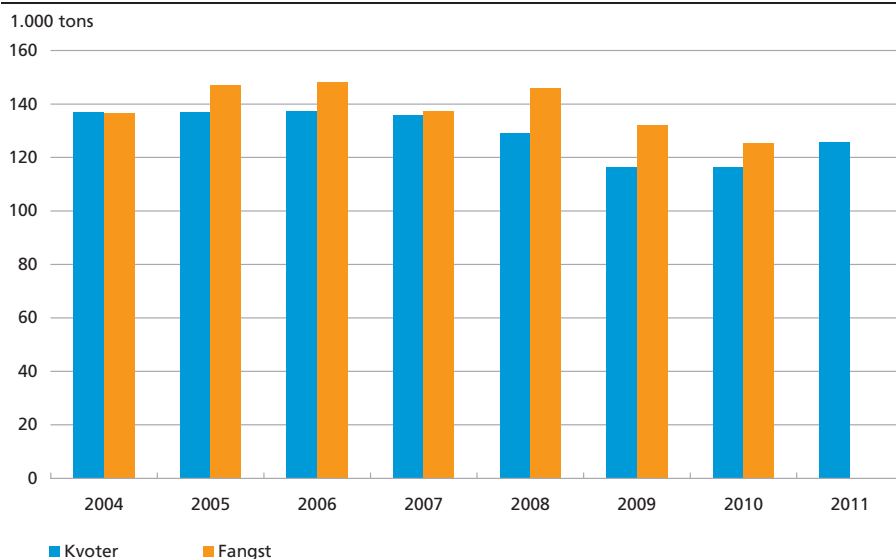
Fiskeriet

Det økonomisk set vigtigste fiskeri er af rejer. Kvoterne og fangsten af rejer i de senere år har svinget omkring 120.000 tons, jf. figur 9. Som følge af stigende verdensmarkedspriser i løbet af 2010 har økonomien i dette fiskeri derfor været god.

I overensstemmelse med den biologiske rådgivning har det været nødvendigt at nedsætte kvoterne med næsten 20 pct. i 2012, og der er udset til en yderligere nedsættelse i 2013. Årsagen hertil er en faldende

GRØNLANDSKE FARTØJERS KVOTER OG FANGST AF REJER

Figur 9



Anm.: Fangsterne kan lovligt overstige kvoterne i nogle år som følge af kvotefleksordningen.

Kilde: Departementet for fiskeri, fangst og landbrug.

biomasse og en stigning i mængden af små torsk, der er rejespisende. Torskene er dog endnu for små til at kunne give anledning til et lønsomt kompenserende fiskeri.

Fangsterne af hellefisk, som økonomisk set er den næstvigtigste art, har været stabile i en årrække, jf. figur 10. Det er næppe muligt at øge fangsterne, hvis fiskeriet skal være biologisk holdbart.

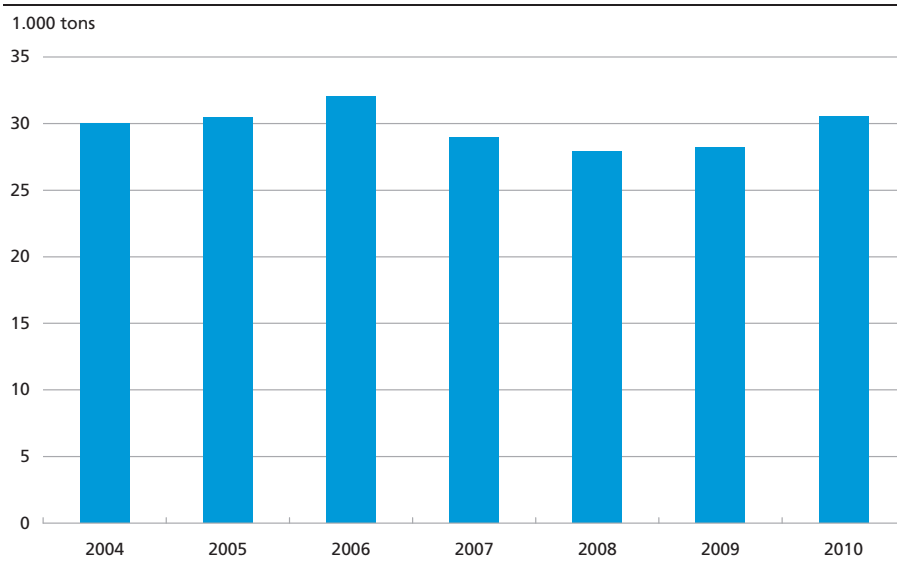
Råstofudvinding

I de nærmest kommende år er der derfor udsigt til et formindsket fiskeri. Det understreger behovet for at udvikle andre erhverv. Det behov har været åbenbart i en årrække, men et højt omkostningsniveau, nogenlunde som det danske, en geografisk meget spredt befolkning, dertil hørende høje transportomkostninger og et lavere uddannelsesniveau vanskeliggør en sådan udvikling. Udvinning af råstoffer ser ud til at kunne blive det mest sandsynlige supplement til fiskeriet.

På råstofområdet har der været en betydelig efterforskningsaktivitet i de seneste år. Det er især olieefterforskningerne i havområderne vest for Grønland, der har tiltrukket sig opmærksomhed. Der er afholdt omkostninger på tilsammen ca. 5 mia. kr. i 2010 og 2011. Hovedparten af efterforskningen finder sted med brug af udenlandsk arbejdskraft og udenlandsk kapitalapparat. Der har dog også været en øget aktivitet i en række serviceerhverv i de mest berørte byer. Der er fundet spor af kulbrinter, men indtil videre ikke i et omfang, der kan danne baggrund

GRØNLANDSKE FARTØJERS FANGST AF HELLEFISK

Figur 10



Kilde: Departementet for fiskeri, fangst og landbrug.

for udvinding. Der er udsigt til en betydelig nedgang i aktiviteten i 2012, idet der ikke ventes at ville blive foretaget efterforskningsboringer i år. Der ventes dog yderligere prøveboringer i de følgende år.

På mineralområdet har der i nogle år ligeledes været en betydelig efterforskningsaktivitet, og nogle selskaber er aktuelt i gang med lønsomhedsstudier af udvindingen af forekomsterne. Det drejer sig bl.a. om udvinding af såkaldt sjældne jordarter i Sydgrønland, udvinding af jern ved Godthåbsfjorden, rubiner syd for Nuuk og zink i Nordgrønland. Der ventes et højt aktivitetsniveau ved disse efterforskninger i indeværende år.

Der er desuden planer om at udnytte nogle store uudnyttede vandkraftressurser til energiforsyning af en aluminiumsmelter ved Maniitsoq. For vandkraftværk og aluminiumsmelter er der i givet fald tale om investeringer i størrelsesordenen 20 mia. kr., hvortil skal lægges investeringer i byudvikling til de beskæftigede i driftsfasen. Inatsisartut, det grønlandske parlament, vil på forårssamlingen i 2012 tage stilling til, hvilke risici Grønland kan påtage sig i forbindelse med storskalaprojekter.

Hvis aluminiumsprojektet og nogle store mineprojekter gennemføres, indebærer det, at der skal beskæftiges adskillige tusinde personer i opbygningsfasen og nogle tusinde i udvindingsfasen. I et land med en arbejdsstyrke på ca. 30.000 personer giver det mulighed for en betydelig forøgelse af vellønnet beskæftigelse i samfundet. Det må anses for urea-

listisk, at investeringsfasen kan udføres med overvejende lokal arbejdskraft, men det er centralt for udviklingen i Grønland, at arbejdskraften i driftsfasen i videst muligt omfang er lokal. Det vil kræve en betydelig indsats for at forbedre uddannelsesniveaue i Grønland, hvor mindre end halvdelen af befolkningen over 25 år har eller er i gang med en kompetencegivende uddannelse.

Det er samtidig nødvendigt at bevare en vis skepsis. I en årrække har der været store forventninger til kommende mineaktiviteter mv., men forventningerne er hidtil ikke blevet indfriet. Aktuelt er den eneste aktive mine en guldmine i Sydgrønland med ca. 80 beskæftigede.

De offentlige finanser

I årene 2007-09 havde landskassen underskud på sit drifts-, anlægs- og udlånsbudget, DAU. I 2010 var der balance, men finanslovene for 2011 og 2012 indebærer nye underskud på DAU-saldoen, jf. tabel 2.

LANDSKASSENS HOVEDPOSTER								Tabel 2
Mio. kr.	2005 R ¹	2006 R ¹	2007 R ¹	2008 R ¹	2009 R ¹	2010 R ¹	2011 FL ²	2012 FL ²
1. Driftsudgifter	2.404	2.462	2.604	2.787	2.973	3.078	2.778	2.901
2. Lovbundne udgifter	740	750	788	837	850	852	890	885
3. Tilskud	1.674	1.532	1.530	1.591	2.229	1.534	1.840	1.881
4. Anlægsudgifter	492	700	1.003	930	807	719	937	946
5. Udgifter i alt	5.311	5.444	5.925	6.144	6.860	6.184	6.445	6.613
6. Aftalte indtægter ³	3.430	3.485	3.555	3.661	3.799	3.828	3.883	3.936
7. Direkte skatter	786	780	850	876	828	1.019	909	1.004
8. Indirekte skatter	664	703	740	792	776	772	847	851
9. Andre indtægter	705	517	514	496	506	567	606	600
10. Indtægter i alt	5.585	5.484	5.659	5.825	5.910	6.185	6.245	6.391
11. Faktisk DAU-saldo: (10)-(5)	274	40	-267	-318	-950	2	-200	-221
12. DA-saldo	304	65	-28	-94	-514	207	13	0
13. Nettoudlån til Nukis- siorfiit	30	25	239	223	132	223	281	263
14. Stigning i uforbrugte midler i Anlægs- og renoveringsfonden .	14	-19	148	95	60	-245	-100	-100
15. DAU-saldo korri- get (11)+(13)+(14) ...	318	46	120	0	-758	-21	-19	-58

Anm.: I 2011 blev kommunernes bloktilskud forhøjet med 302,6 mio. kr. som følge af udlægningen af handicapområdet. Dette beløb rykkes derfor fra Selvstyrets driftsudgifter til udgifter til tilskud.

Kilde: Landskassens Regnskaber, FL2011 og FL2012.

¹ Realiserede tal.

² Foreløbige tal.

³ Aftalte indtægter består overvejende af statens bloktilskud (3.495 mio. kr. i 2010) og af partnerskabs- og fiskeriaftaler med EU (221 mio. kr. i 2010).

Underskuddene skyldes til dels udlån til energiforsyningsselskabet Nukis-siorfiit i forbindelse med den igangværende omlægning af de største byers energiforsyning til vandkraft. Der er tale om investeringer, der, ud over at begrænse forbruget af olie, må anses for rentable på markeds-mæssige vilkår, men som har øget udgifterne til udlån med 2-300 mio. kr. årligt siden 2007. Drifts- og anlægsbudgettet, DA, for 2012 er netop i balance i henhold til finansloven.

Ved vurdering af de offentlige financers aktivitetsvirkning er det nød-vendigt at inddrage Anlægs- og renoveringsfonden. Når en anlægsud-gift vedtages, bliver den udgiftsført på anlægsbudgettet, og beløbet overføres til fonden. Når anlægsarbejdet efterfølgende udføres, ofte i efterfølgende år, finansieres det ved træk på samme fond. En stigning i fondens midler udtrykker derfor, at aktiviteten ved anlægsarbejder har været mindre end de anlægsudgifter, som indgår i DAU-saldoen. I 2010 har anlægsaktiviteten tilsvarende været 245 mio. kr. større end anlægs-udgifterne på 719 mio. kr.

Indtægtssiden domineres af gruppen aftalte indtægter, hvoraf statens bloktilskud udgjorde lidt mere end 90 pct. i 2010. Bloktilskuddets stør-relse er aftalt i loven om Grønlands Selvstyre og reguleres årligt med stigningen i det generelle pris- og lønindeks på den danske finanslov. Såfremt Selvstyrets udgifter stiger realt, indebærer et krav om budget-balance, at de øvrige indtægtskilder skal øges procentvis mere end ud-giftsstigningen, hvis inflationen i Grønland er den samme som i Dan-mark. Da der anvendes samme valuta, er det normalt tilfældet.

Den reale fastlåsning af en dominerende indtægtskilde er sammen med et udgiftspres i de kommende årtier som følge af et stigende antal ældre en vigtig grund til, at Økonomisk Råd i sin rapport vurderer, at finanspolitikken ikke er holdbar på langt sigt. Der er beregnet en finans-indikator, som viser, at der er behov for en fastholdt opstramning på op mod 1 mia. kr., hvis den offentlige gæld ikke skal stige frem til 2040. Det kræver en betydelig indsats at nå det, da de samlede offentlige drifts-udgifter, inkl. kommunerne, er ca. 6 mia. kr.

Grønland har et gunstigt udgangspunkt, da landskassen opgjort på nettobasis har finansielle aktiver. Ved udgangen af 2010 var der en brut-togæld på 250 mio. kr. svarende til ca. 2 pct. af BNP, mens de likvide beholdninger i form af bankindeståender og obligationer var ca. 1 mia. kr. De likvide beholdninger er dog mindsket betydeligt i de senere år. Ved udgangen af 2007 havde landskassen en likvid beholdning på mere end 2 mia. kr. Selvstyret har en række andre aktiver, som ikke er medta-get i denne opgørelse, bl.a. udlån til boliger. Disse udlån er i vidt om-fang rente- og afdragsfri i en årrække og derfor vanskelige at værdisæt-te.

Finansloven for 2012 budgetterer med, at Selvstyret optager yderligere lån for 800 mio. kr. frem til 2015.

Det hidtil gunstige gælds billede kompliceres dog af, at aktieselskaber, der har Grønlands Selvstyre som eneaktionær, ved udgangen af 2010 havde en rentebærende bruttogæld på 3,6 mia. kr., hvoraf de 2,3 mia. kr. vedrørte Royal Greenland A/S.

Ser man længere frem, er der en lang række infrastrukturprojekter, som trænger sig på. Transportkommissionen, som blev nedsat efter overgangen til selvstyre i sommeren 2009, har afgivet betænkning i vinteren 2011. De beregnede kapitalbehov til nye eller forbedrede lufthavne og havneudvidelser løber op i mindst 2-3 mia. kr. Desuden skal et betydeligt boligbyggeri gennemføres i Maniitsoq, hvis planerne om at opføre en aluminiumsmelter føres ud i livet. Der er mange investeringsønsker, og det bliver nødvendigt at prioritere mellem forslagene efter deres betydning for samfundsøkonomen. Samtidig bliver det en udfordring at undgå, at der finder en overophedning af økonomien sted.

Udgivne Working Papers

Wage dynamics in Denmark

af Peter Ejler Storgaard 2011 • 76

Has the Fed reacted asymmetrically to stock prices?

af Søren Hove Ravn 2011 • 75

Betalingsvaner i Danmark

af Johan Gustav Kaas Jacobsen og Søren Truels Nielsen 2011 • 74

Bankforbindelse og ikke-finansielle virksomheders økonomiske resultater under den finansielle krise 2008-2009 – mikroøkonometriske resultater fra et stort datasæt på virksomhedsniveau

af Kim Abildgren, Birgitte Vølund Buchholst og Jonas Staghøj .. 2011 • 73

Productivity spillovers from FDI: Ownership structures, domestic firm characteristics, and FDI characteristics

af Jannick Damgaard 2011 • 72

Pressemeddelelser

DEN 15. DECEMBER 2011: RENTENEDSÆTTELSE

Med virkning fra 16. december 2011 nedsættes Nationalbankens udlånsrente og renten på indskudsbeviser med 0,10 procentpoint til henholdsvis 0,70 pct. og 0,30 pct. Foliorenten nedsættes med 0,05 procentpoint til 0,25 pct. Diskontoen fastholdes på 0,75 pct.

Rentenedsættelsen sker efter Nationalbankens køb af valuta i markedet.

Nationalbankens rentesatser er herefter:

Udlånsrenten: 0,70 pct.

Renten på indskudsbeviser: 0,30 pct.

Foliorenten: 0,25 pct.

Diskontoen: 0,75 pct.

DEN 9. JANUAR 2012: ERINDRINGSMØNT I ANLEDNING AF DRONNINGENS 40-ÅRS REGERINGSJUBILÆUM 14. JANUAR 2012

Der er i Danmark en lang tradition for at udsende erindringsmønter ved særlige begivenheder i Kongehuset. Derfor markeres Dronningens 40-års regeringsjubilæum den 14. januar 2012 med udsendelsen af en erindringsmønt i tre udgaver.

Der udkommer en 3000-krone guldmønt med en diameter på 22 mm og en vægt på 8,65 g og en 500-krone sølvmønt med en diameter på 38 mm og en vægt på 31,1 g. Til almindelig cirkulation præges en 20-krone mønt i 750.000 eksemplarer. Desuden udsendes en 20-krone mønt i en særlig proof version.

Motivet på forsiden af mønten er et nyt portræt af Dronningen udformet af billedhuggeren Karin Lorentzen. Heraldikeren Ronny Andersen, der er kongelig våbenmaler, har udarbejdet motivet på møntens bagside, som er en heraldisk komposition, der indeholder figurer fra det kongelige våbenskjold.

Mønterne kan fra 10. januar købes hos Den Kgl. Mønt, www.kglmoent.dk, i Danmarks Nationalbank og hos visse pengeinstitutter og mønthandlere. Guld- og sølvmønterne sælges til den pålydende værdi. 20-krone mønten i proof version sælges kun frem til 16. januar og kun efter forudbestilling. Prisen for proof versionen er 125 kr. inkl.

moms. Den almindelige 20-krone mønt sælges i ruller a 20 stk. til pålydende værdi.

16. JANUAR 2012: VILKÅR FOR 3-ÅRIGE UDLÅN

Nationalbankens midlertidige 3-årige udlånsfacilitet tilbydes fredag den 30. marts 2012 og fredag den 28. september 2012.

Renten på 3-årige udlån vil være variabel og følge Nationalbankens 7-dages pengepolitiske udlånsrente plus et rentetillæg. Indtil den 31. juli 2013 vil rentetillægget være nul. Såfremt Nationalbanken efter dette tidspunkt vurderer, at der er sket en normalisering af adgangen til finansiering på penge- og kapitalmarkedet, vil tillægget blive forøget.

Lånet kan førtidsindfries, helt eller delvis, på ugebasis, dog tidligst 6 måneder efter optagelse. Træk på faciliteten er ubegrænset og mod sikkerhed.

Nærmere information vedrørende den 3-årige lånefacilitet kan findes på www.nationalbanken.dk – Pengepolitik – Instrumenter.

27. JANUAR 2012: MODERNISERING AF DANSKE BETALINGER

Det bliver hurtigere at gennemføre betalinger. Den danske infrastruktur til håndtering af borgernes betalinger bliver moderniseret. I løbet af de næste tre år, er det planen at etablere en betydelig hurtigere afvikling af udvalgte betalinger.

- ♦ I løbet af 2. kvartal 2012 vil dankortbetalinger i weekender og på helligdage blive indsat på forretningernes konti én dag tidligere end i dag.
- ♦ I løbet af 4. kvartal 2012 forbedres virksomhedernes mulighed for at gennemføre større betalinger hurtigt via Nationalbankens betalings-system, Kronos.
- ♦ Ved udgangen af 2013 indføres et nyt afviklingssystem for konto til konto-overførsler, hvilket vil gøre det muligt på hverdage at gennemføre betalinger via fx net- og mobilbank inden for samme dag uanset beløbsstørrelse.
- ♦ I slutningen af 2014 indføres et nyt system, hvor betalinger under en vis størrelse kan gennemføres døgnet rundt alle ugens dage, således at modtager har pengene kort tid efter betalingen er foretaget.

Nationalbanken offentliggør i dag den afsluttende rapport fra Arbejdsgruppen om nationale betalingsoverførsler. Rapporten beskriver den planlagte modernisering af den danske betalingsinfrastruktur, herunder forventede omkostninger og overordnet tidsplan for moderniseringen.

Arbejdsgruppen har været ledet af Nationalbanken og haft deltagelse af Forbrugerrådet, Dansk Erhverv, DI, Håndværksrådet, Finansministeriet, Erhvervs- og Vækstministeriet, Finanstilsynet, Digitaliseringsstyrelsen, Moderniseringsstyrelsen, Finansrådet og Nets. I forlængelse af arbejdet i arbejdsgruppen er der igangsat projekter i regi af Finansrådet, Nets og Nationalbanken for at etablere den nye infrastruktur.

Tabelafsnit

Renter og aktiekursindeks	1
Udvalgte poster fra Nationalbankens balance	2
Forskellige faktorerers påvirkning af penge- og realkreditinstitutternes 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. marts 2012.

Danmarks Nationalbank er kilde til tabellerne 1-15, 17-19 og 24-25, dog er Nasdaq OMX Copenhagen kilde til serierne over obligationsrenter og aktiekursindeks i tabel 1. Danmarks Statistik er kilde til tabellerne 16 og 20-23. Beregningerne i tabel 21 og 25 er foretaget af Danmarks Nationalbank på basis af data fra Danmarks Statistik og OECD.

RENTER OG AKTIEKURSIINDEKS

Tabel 1

Gældende ultimo året/fra	Nationalbankens rentesatser				ECB's rente- sats	Ultimo	Penge- mar- keds- rente, 3 må- neders usikret	Effektive obligationsren- ter		Aktie- kurs indeks OMXC20 (tidl. KFX)
	Udlån	Ind- skuds- beviser	Folio	Diskon- to	Primæ- re mar- keds- opera- tioner, fast rente ¹			10-årig stat	30-årig realkre- dit	
	Procent p.a.						Procent p.a.			3.7.89 =100
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
2011	0,70	0,30	0,25	0,75	1,00	2011	0,62	1,58	3,94	389,95
2010 27 maj	1,05	0,50	0,40	0,75	1,00	feb 11 ...	0,82	3,17	4,71	473,64
15 okt	1,05	0,60	0,50	0,75	1,00	mar 11 ...	0,92	3,39	5,23	467,15
29 okt	1,05	0,70	0,60	0,75	1,00	apr 11 ...	1,02	3,27	5,19	462,81
2011 8 apr	1,30	0,95	0,85	1,00	1,25	maj 11 ...	1,04	3,03	5,11	456,25
8 jul	1,55	1,20	1,10	1,25	1,50	jun 11 ...	1,15	2,98	5,16	431,06
26 aug	1,55	1,10	1,00	1,25	1,50	jul 11 ...	1,22	2,80	5,04	420,54
16 sep	1,55	1,00	0,90	1,25	1,50	aug 11 ...	1,36	2,35	4,88	359,41
4 nov	1,20	0,65	0,55	1,00	1,25	sep 11 ...	0,97	2,06	4,15	350,34
9 dec	0,80	0,40	0,30	0,75	1,00	okt 11 ...	1,15	2,33	4,26	362,77
16 dec	0,70	0,30	0,25	0,75	1,00	nov 11 ...	1,10	2,04	4,21	385,19
	|	|	|	|	|	dec 11 ...	0,62	1,58	3,94	389,95
2012 14 mar	0,70	0,30	0,25	0,75	1,00	jan 12 ...	0,60	1,75	4,01	408,53
						feb 12 ...	0,75	1,78	3,98	453,77

¹ Til og med 7. oktober 2008 minimumsbudrente.

UDVALGTE POSTER FRA NATIONALBANKENS BALANCE

Tabel 2

	Valuta- reserven	Seddel- og mønt- omløb	Statens inde- stående i National- banken	Penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken			
				Pengepolitiske indlån		Pengepo- litiske lån	Netto- stilling i alt
				Indskuds- beviser	Nettoin- deståen- de på foliokonti		
Ultimo	Mia. kr.						
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
2011	491,9	62,4	225,8	150,0	23,2	24,0	149,1
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
sep 11	490,3	60,5	287,0	80,8	12,1	3,9	89,0
okt 11	489,9	60,5	294,5	66,1	17,0	3,6	79,4
nov 11	467,7	61,0	256,4	89,3	14,3	0,2	103,4
dec 11	481,7	62,4	223,5	150,0	23,2	24,0	149,1
jan 12	492,6	60,2	219,7	137,7	19,5	0,4	156,8
feb 12	498,7	60,1	274,4	100,6	10,4	0,4	110,7

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

Tabel 3

	Statsfinanserne			Nationalbankens nettovalutakøb			Nationalbankens nettoobligationskøb	Andre faktorer	Penge- og realkreditinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken	
	Indenlandsk bruttofinansieringsbehov	Salg af indenlandske statspapirer mv.	Likviditetspåvirking	Interventionskøb af valuta, netto	Andet	I alt			Ændring	Ultimo
	Mia. kr.									
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
2011	93,9	143,8	-49,9	53,3	2,5	55,8	0,9	2,7	11,4	149,1
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
sep 11	0,5	21,4	-20,8	14,0	0,5	14,5	0,8	-4,8	-10,3	89,0
okt 11	19,2	26,5	-7,4	0,0	-0,4	-0,4	0,1	-1,8	-9,6	79,4
nov 11	13,0	6,9	6,1	10,7	-0,8	9,9	-0,3	8,3	24,0	103,4
dec 11	24,0	-4,2	28,2	17,8	-0,9	16,9	-0,1	-1,1	45,7	149,1
jan 12	14,3	10,8	3,6	0,0	1,2	1,2	-0,1	3,1	7,6	156,8
feb 12	-32,6	19,3	-51,9	0,0	3,3	3,3	0,2	2,3	-46,1	110,7

UDVALGTE POSTER FRA MFI-SEKTORENS KONSOLIDEREDE BALANCE

Tabel 4

Ultimo		Aktiver					Passiver		Uden-landske netto-aktiver ¹
		Indenlandske udlån		Indenlandske værdipapirer		Inden-landske indlån	Udstedte obligati- oner mv.		
		Balance- sum	Offentlig sektor	Privat sektor	Obligati- oner mv.	Aktier mv.			
Mia. kr.									
2007	5.446,3	117,5	3.356,1	43,3	63,5	1.224,8	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	5.968,5	135,9	3.647,9	78,2	65,5	1.442,8	1.650,9	-417,6	
2010	6.159,1	146,6	3.696,6	41,8	87,9	1.410,1	1.660,4	-397,7	
2011	6.310,3	148,8	3.640,2	45,1	82,4	1.430,5	1.740,0	-330,9	
jan 11	6.096,8	144,2	3.664,0	42,8	90,0	1.400,0	1.696,5	-335,1	
feb 11	6.112,6	142,9	3.648,1	45,9	95,1	1.451,9	1.674,9	-300,5	
mar 11	6.087,3	146,0	3.671,9	46,2	93,6	1.448,4	1.678,0	-303,1	
apr 11	6.062,1	145,5	3.660,0	49,5	92,1	1.463,0	1.683,1	-264,7	
maj 11	6.063,8	143,6	3.638,1	58,6	88,2	1.465,2	1.712,0	-250,5	
jun 11	5.985,7	147,4	3.649,3	60,0	87,4	1.458,7	1.714,3	-254,7	
jul 11	6.062,7	148,5	3.631,9	57,8	87,1	1.462,8	1.729,9	-260,0	
aug 11	6.190,1	142,6	3.630,0	67,2	83,6	1.486,9	1.735,5	-247,3	
sep 11	6.360,4	143,3	3.657,2	69,2	79,9	1.511,6	1.736,0	-261,3	
okt 11	6.255,6	144,6	3.647,3	72,8	81,4	1.509,5	1.726,8	-246,0	
nov 11	6.225,2	145,1	3.630,6	51,5	82,7	1.460,1	1.757,0	-245,8	
dec 11	6.310,3	148,8	3.640,2	45,1	82,4	1.430,5	1.740,0	-330,9	
jan 12	6.353,8	148,4	3.672,5	41,9	85,8	1.447,6	1.798,2	-281,8	
Ændring i forhold til året før, pct.									
2007	...	0,6	13,5	-16,4	5,2	13,5	5,0	...	
2008	...	9,8	11,0	-6,2	-10,7	21,4	0,2	...	
2009	...	5,3	-2,1	92,4	15,5	-3,0	9,4	...	
2010	...	7,9	1,3	-46,6	34,3	-2,3	0,6	...	
2011	...	1,5	-1,5	7,9	-6,3	1,4	4,8	...	
jan 11	...	7,8	0,1	-46,5	32,4	-3,1	0,7	...	
feb 11	...	8,0	-0,1	-36,5	38,6	1,4	-0,9	...	
mar 11	...	7,9	0,4	-40,1	35,3	1,3	-0,1	...	
apr 11	...	6,7	0,3	-34,0	32,6	2,4	0,6	...	
maj 11	...	5,0	-1,1	-11,6	12,0	2,2	0,2	...	
jun 11	...	4,7	-1,8	11,0	9,9	1,5	0,3	...	
jul 11	...	3,4	-1,6	24,4	7,7	1,2	1,0	...	
aug 11	...	2,7	-2,3	4,3	2,9	0,8	-1,1	...	
sep 11	...	0,1	-1,5	6,7	-3,5	5,6	-0,5	...	
okt 11	...	2,2	-1,5	33,1	-5,2	4,4	-1,6	...	
nov 11	...	1,9	-1,9	75,7	-4,1	3,2	4,8	...	
dec 11	...	1,5	-1,5	7,9	-6,3	1,4	4,8	...	
jan 12	...	2,9	0,2	-2,2	-4,6	3,4	6,0	...	

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

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

PENGEMÆNGDEN

Tabel 5

	Seddel- og mønt- omløb ¹	Indlån på anfor- dring	M1	Tidsind- skud med opr. løbetid ≤ 2 år	Indlån med opsigel- sesvarsel ≤ 3 mdr.	M2	Genkøbs- forret- ninger	Udstedte obligati- oner mv. med opr. løbetid ≤ 2 år	M3
Ultimo	Mia. kr.								
2007	51,9	703,2	755,1	204,8	18,0	977,9	6,2	61,5	1.045,7
2008	50,4	702,8	753,2	286,4	18,4	1.058,0	4,0	57,0	1.119,1
2009	48,5	744,6	793,1	203,0	19,6	1.015,7	10,9	143,0	1.169,7
2010	52,6	747,8	800,4	143,9	18,0	962,3	58,2	241,0	1.261,8
2011	52,5	722,7	775,2	135,6	17,3	928,2	59,3	194,8	1.182,5
jan 11	50,7	743,8	794,5	140,2	18,0	952,7	49,9	126,9	1.129,8
feb 11	51,8	743,5	795,2	141,6	17,9	954,8	49,7	125,9	1.130,5
mar 11	50,8	729,3	780,1	143,5	16,9	940,5	52,8	154,4	1.148,0
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	135,3	1.158,0
aug 11	51,4	735,2	786,6	140,4	17,0	943,9	66,8	131,4	1.142,3
sep 11	51,4	730,8	782,3	140,4	17,9	940,6	73,0	168,1	1.181,9
okt 11	51,8	732,7	784,5	139,7	17,2	941,4	59,6	141,5	1.142,7
nov 11	52,1	726,1	778,2	140,3	17,2	935,6	53,1	178,9	1.167,9
dec 11	52,5	722,7	775,2	135,6	17,3	928,2	59,3	194,8	1.182,5
jan 12	51,4	725,8	777,2	146,9	19,4	943,5	63,2	279,0	1.285,9
Ændring i forhold til året før, pct.									
2007	...	...	8,0	...	...	13,3	...	...	17,2
2008	...	...	-0,3	...	...	8,2	...	...	7,0
2009	...	...	5,3	...	...	-4,0	...	...	4,5
2010	...	...	0,9	...	...	-5,3	...	...	7,9
2011	...	...	-3,2	...	...	-3,5	...	...	-6,3
jan 11	...	...	-2,3	...	...	-7,9	...	...	-6,9
feb 11	...	...	-2,6	...	...	-6,6	...	...	-5,1
mar 11	...	...	-3,8	...	...	-6,0	...	...	-5,0
apr 11	...	...	-2,8	...	...	-5,3	...	...	-8,4
maj 11	...	...	-3,7	...	...	-5,8	...	...	-9,0
jun 11	...	...	-4,7	...	...	-5,1	...	...	-8,7
jul 11	...	...	-4,9	...	...	-5,4	...	...	-10,9
aug 11	...	...	-6,2	...	...	-6,9	...	...	-12,7
sep 11	...	...	-4,2	...	...	-2,7	...	...	-5,2
okt 11	...	...	-4,8	...	...	-6,1	...	...	-9,9
nov 11	...	...	-4,7	...	...	-4,9	...	...	-6,8
dec 11	...	...	-3,2	...	...	-3,5	...	...	-6,3
jan 12	...	...	-2,2	...	...	-1,0	...	...	13,8

¹ Seddel og møntomløb eksklusive pengeinstitutternes beholdning.

UDVALGTE POSTER FRA PENGEINSTITUTTERNES BALANCE

Tabel 6

		Aktiver					Passiver		
		Balance- sum	Udlån til MFler	Indenlandske udlån		Behold- ning af værdi- papirer	Lån fra MFler	Indlån	
				I alt	Heraf:				
					Hushold- ninger mv.				Ikke- finansielle selskaber
Ultimo	Mia. kr.								
2007	3.940,0	924,3	1.333,6	557,4	551,8	1.065,8	1.433,5	1.353,9	
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	1.168,8	1.427,4	
2010	4.197,4	902,7	1.334,6	570,2	494,7	1.157,1	1.118,3	1.489,7	
2011	4.234,7	841,3	1.230,0	562,0	430,4	1.151,6	1.052,5	1.483,6	
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	4.023,8	831,9	1.280,1	558,7	485,2	1.134,6	1.002,5	1.465,0	
mar 11	3.976,6	796,4	1.300,1	565,1	482,6	1.133,1	996,4	1.442,9	
apr 11	3.930,7	728,2	1.286,8	559,9	478,5	1.127,2	903,1	1.443,6	
maj 11	3.909,1	740,1	1.258,5	556,0	462,0	1.112,7	831,5	1.496,1	
jun 11	3.870,4	731,0	1.273,4	564,4	463,4	1.131,6	949,6	1.461,1	
jul 11	3.923,9	723,1	1.253,8	560,4	449,4	1.146,8	937,7	1.493,2	
aug 11	4.011,0	733,3	1.238,1	559,8	446,4	1.139,0	953,4	1.476,8	
sep 11	4.159,8	758,7	1.264,2	566,9	453,0	1.120,1	989,2	1.486,5	
okt 11	4.045,9	734,2	1.252,7	561,9	446,2	1.122,1	978,8	1.453,2	
nov 11	4.022,8	747,5	1.229,4	556,6	445,6	1.119,1	977,6	1.462,2	
dec 11	4.234,7	841,3	1.230,0	562,0	430,4	1.151,6	1.052,5	1.483,6	
jan 12	4.237,2	762,8	1.258,4	553,8	427,1	1.169,3	1.052,7	1.490,3	
Ændring i forhold til året før, pct.									
2007	...	29,3	18,6	17,4	20,5	19,8	27,1	17,3	
2008	...	5,4	15,9	5,3	9,3	2,5	0,7	5,2	
2009	...	-10,1	-12,1	-1,9	-12,2	10,2	-19,1	0,2	
2010	...	3,0	-1,8	-1,0	-6,6	-3,9	-4,3	4,4	
2011	...	-6,8	-7,8	-1,4	-13,0	-0,5	-5,9	-0,4	
jan 11	...	-12,3	-4,5	-0,8	-6,6	-3,3	-15,4	2,3	
feb 11	...	-14,2	-4,8	-0,4	-9,3	-3,9	-19,5	2,5	
mar 11	...	-16,1	-3,5	-0,2	-9,4	-8,7	-20,4	0,9	
apr 11	...	-20,5	-3,5	0,0	-9,4	-5,3	-20,8	-0,4	
maj 11	...	-22,8	-7,0	-0,5	-12,3	-8,5	-29,1	2,2	
jun 11	...	-20,4	-8,3	-0,9	-12,9	-11,3	-20,8	2,4	
jul 11	...	-22,7	-7,9	-0,5	-12,0	-7,8	-18,4	0,0	
aug 11	...	-24,0	-9,7	-0,6	-13,9	-6,8	-17,9	-4,4	
sep 11	...	-16,6	-7,3	-0,7	-10,3	-8,5	-23,7	1,5	
okt 11	...	-20,3	-7,1	-0,3	-10,1	-2,8	-16,6	-4,0	
nov 11	...	-23,5	-8,2	-0,7	-10,6	-5,1	-20,9	-3,1	
dec 11	...	-6,8	-7,8	-1,4	-13,0	-0,5	-5,9	-0,4	
jan 12	...	-8,5	-3,2	-1,3	-12,6	0,8	0,2	1,0	

Anm.: Eksklusive danske pengeinstitutters enheder i udlandet.

UDVALGTE POSTER FRA REALKREDITINSTITUTTERNES BALANCE

Tabel 7

Ultimo		Balance- sum	Aktiver					Passiver	
			Udlån til MFler	Indenlandske udlån		Behold- ning af værdi- papirer	Lån fra MFler	Udstedte obliga- tioner mv.	
				I alt	Heraf:				
					Hushold- ninger mv.				Ikke- finansielle selskaber
Mia. kr.									
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		4.009,6	572,6	2.347,1	1.749,2	532,0	976,9	632,1	3.139,3
2011		3.996,4	602,9	2.396,2	1.775,5	558,1	869,9	660,9	3.135,3
jan 11		3.207,3	454,3	2.346,3	1.747,2	533,2	307,5	529,4	2.480,7
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
aug 11		3.310,8	493,3	2.375,9	1.762,0	548,0	325,5	546,5	2.560,9
sep 11		3.494,0	574,1	2.375,7	1.760,1	549,0	433,9	597,5	2.693,1
okt 11		3.339,0	510,7	2.379,3	1.763,7	551,8	336,8	553,7	2.588,5
nov 11		3.439,7	517,8	2.385,3	1.768,0	554,2	417,8	554,7	2.690,6
dec 11		3.996,4	602,9	2.396,2	1.775,5	558,1	869,9	660,9	3.135,3
jan 12		3.377,5	543,8	2.398,1	1.777,8	558,4	321,6	569,3	2.635,9
Ændring i forhold til året før, pct.									
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	3,0	2,2	6,2	5,3	17,2	3,0
2011		...	5,3	2,1	1,5	4,9	-11,0	4,6	-0,1
jan 11		...	5,9	2,8	1,9	5,7	10,5	9,3	2,6
feb 11		...	3,9	2,7	1,9	5,3	7,5	6,0	1,7
mar 11		...	1,9	2,8	1,9	6,3	23,5	4,4	3,8
apr 11		...	6,3	2,6	2,0	4,8	-0,1	2,9	1,2
maj 11		...	-1,4	2,6	1,9	4,9	1,9	0,4	0,5
jun 11		...	-2,9	2,3	1,6	5,0	-9,2	-3,0	-1,2
jul 11		...	0,8	2,2	1,4	5,0	-7,7	0,1	0,0
aug 11		...	-1,9	2,1	1,3	5,4	-4,8	-0,6	-0,1
sep 11		...	-1,6	1,8	1,1	4,6	5,8	2,9	1,6
okt 11		...	2,4	1,8	1,1	5,0	-3,1	3,2	0,9
nov 11		...	-1,3	1,7	1,1	4,8	-1,6	-2,5	2,2
dec 11		...	5,3	2,1	1,5	4,9	-11,0	4,6	-0,1
jan 12		...	19,7	2,2	1,8	4,7	4,6	7,5	6,3

PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTERNES UDLÅN TIL INDLÆNDINGE

Tabel 8

	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.								
Ultimo									
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	3.704,3	2.319,4	1.281,8	1.357,2	570,2	738,6	2.347,1	1.749,2	543,1
2011	3.644,8	2.337,6	1.216,5	1.248,6	562,0	646,3	2.396,2	1.775,5	570,1
jan 11	3.666,2	2.308,0	1.259,1	1.319,9	560,8	714,8	2.346,3	1.747,2	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	2.313,5	1.263,0	1.319,7	565,1	712,4	2.354,7	1.748,4	550,5
apr 11	3.660,7	2.311,6	1.254,7	1.304,4	559,9	704,3	2.356,3	1.751,7	550,3
maj 11	3.639,2	2.310,6	1.234,8	1.276,1	556,0	680,6	2.363,0	1.754,5	554,3
jun 11	3.656,1	2.318,9	1.237,2	1.291,0	564,4	681,2	2.365,1	1.754,5	556,0
jul 11	3.640,8	2.316,7	1.224,1	1.272,7	560,4	666,9	2.368,2	1.756,3	557,2
aug 11	3.632,9	2.321,8	1.220,0	1.257,0	559,8	660,0	2.375,9	1.762,0	560,0
sep 11	3.658,7	2.327,0	1.239,8	1.283,0	566,9	678,8	2.375,7	1.760,1	560,9
okt 11	3.650,5	2.325,6	1.234,3	1.271,3	561,9	670,5	2.379,3	1.763,7	563,8
nov 11	3.633,3	2.324,6	1.218,6	1.248,0	556,6	652,4	2.385,3	1.768,0	566,2
dec 11	3.644,8	2.337,6	1.216,5	1.248,6	562,0	646,3	2.396,2	1.775,5	570,1
jan 12	3.675,1	2.331,5	1.254,3	1.277,0	553,8	683,9	2.398,1	1.777,8	570,4
Ændring i forhold til året før, pct.									
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	0,6	1,4	-0,2	-3,3	-1,0	-4,1	3,0	2,2	5,7
2011	-1,6	0,8	-5,1	-8,0	-1,4	-12,5	2,1	1,5	5,0
jan 11	-0,5	1,3	-2,9	-5,8	-0,8	-8,4	2,8	1,9	5,3
feb 11	-0,7	1,3	-3,6	-6,1	-0,4	-9,4	2,7	1,9	5,0
mar 11	-0,1	1,3	-2,1	-4,9	-0,2	-7,4	2,8	1,9	5,9
apr 11	0,0	1,5	-1,8	-4,3	0,0	-6,3	2,6	2,0	4,6
maj 11	-1,3	1,3	-5,0	-7,7	-0,5	-11,7	2,6	1,9	4,8
jun 11	-2,0	1,0	-6,6	-8,9	-0,9	-14,3	2,3	1,6	5,0
jul 11	-1,6	0,9	-5,3	-7,8	-0,5	-12,5	2,2	1,4	4,9
aug 11	-2,2	0,8	-6,7	-9,6	-0,6	-15,0	2,1	1,3	5,4
sep 11	-1,5	0,7	-4,3	-7,2	-0,7	-10,6	1,8	1,1	4,7
okt 11	-1,6	0,8	-4,7	-7,3	-0,3	-11,7	1,8	1,1	5,1
nov 11	-2,0	0,6	-5,8	-8,3	-0,7	-13,4	1,7	1,1	4,9
dec 11	-1,6	0,8	-5,1	-8,0	-1,4	-12,5	2,1	1,5	5,0
jan 12	0,2	1,0	-0,4	-3,3	-1,3	-4,3	2,2	1,8	4,8

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

		Indekslån	Fastfor- rentede lån	Rentetilpasningslån		I alt	Heraf:	
				I alt	Heraf =<1 år		Lån i valuta	Afdragsfri lån ¹
Ultimo		Mia. kr.						
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	644,1	1.641,0	1.190,5	2.349,0	232,3	740,6
2011	.....	59,8	606,4	1.728,1	1.229,5	2.394,4	219,0	780,2
jan	11	64,0	640,1	1.643,6	1.183,3	2.347,7	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
aug	11	62,2	636,1	1.679,5	1.206,3	2.377,8	230,4	762,9
sep	11	62,2	631,1	1.684,1	1.215,4	2.377,4	230,0	765,8
okt	11	62,3	627,1	1.691,7	1.207,6	2.381,1	227,8	769,5
nov	11	61,9	623,6	1.701,6	1.210,9	2.387,1	226,3	774,6
dec	11	59,8	606,4	1.728,1	1.229,5	2.394,4	219,0	780,2
jan	12	60,1	607,8	1.731,5	1.232,1	2.399,5	212,6	781,6

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

¹ Realkreditinstitutternes afdragsfri lån til ejerboliger og fritidshuse mv.

PENGEINSTITUTTERNES EFFEKTIVE RENTESATSER

Tabel 10

	Udlån				Indlån			
	Samlet	Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber	Finansiel- le selska- ber	Samlet	Hushold- ninger mv.	Ikke- finansielle selskaber	Finansiel- le selska- ber
	Procent p.a.							
1. kv. 07	5,7	7,1	5,5	3,6	3,1	2,8	3,2	3,4
2. kv. 07	5,9	7,2	5,7	4,0	3,4	3,1	3,4	3,8
3. kv. 07	6,1	7,4	6,0	4,1	3,6	3,3	3,6	4,0
4. kv. 07	6,2	7,4	6,1	4,3	3,7	3,4	3,7	4,1
1. kv. 08	6,2	7,5	6,1	4,5	3,7	3,5	3,8	4,2
2. kv. 08	6,5	7,7	6,3	4,6	3,8	3,6	3,9	4,2
3. kv. 08	6,6	7,8	6,5	4,9	4,0	3,6	4,1	4,5
4. kv. 08	7,0	8,4	7,1	5,2	4,4	3,9	4,5	5,0
1. kv. 09	6,0	7,4	6,3	4,0	3,3	2,8	3,2	4,1
2. kv. 09	5,1	6,4	5,4	2,7	2,2	2,0	2,0	2,6
3. kv. 09	4,5	6,0	5,0	2,1	1,7	1,7	1,5	1,9
4. kv. 09	4,1	5,6	4,6	1,7	1,4	1,5	1,1	1,5
1. kv. 10	3,9	5,5	4,4	1,5	1,2	1,4	0,9	1,3
2. kv. 10	3,6	5,3	4,2	1,3	1,0	1,2	0,7	1,0
3. kv. 10	3,5	5,1	4,1	1,2	0,9	1,1	0,6	0,8
4. kv. 10	3,6	5,1	4,2	1,2	0,9	1,1	0,6	0,9
1. kv. 11	3,8	5,2	4,2	1,3	1,0	1,1	0,7	0,9
2. kv. 11	4,0	5,3	4,3	1,6	1,1	1,2	0,8	1,1
3. kv. 11	4,2	5,6	4,6	1,7	1,2	1,3	0,9	1,3
4. kv. 11	4,2	5,8	4,7	1,5	1,1	1,3	0,8	1,0
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
aug 11	4,3	5,6	4,7	1,8	1,2	1,3	1,0	1,3
sep 11	4,2	5,7	4,6	1,6	1,2	1,3	0,9	1,3
okt 11	4,2	5,7	4,7	1,6	1,2	1,3	0,9	1,2
nov 11	4,3	5,8	4,8	1,5	1,1	1,3	0,8	1,0
dec 11	4,1	5,7	4,6	1,3	1,0	1,2	0,7	0,9
jan 12	3,9	5,8	4,6	1,1	0,9	1,2	0,6	0,7

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. kv. 09	-59,8	-27,6	-23,1	-5,2
2. kv. 09	-10,4	-6,7	-1,0	-5,0
3. kv. 09	-3,7	-0,9	-0,1	-4,7
4. kv. 09	2,4	-4,1	-4,5	0,0
1. kv. 10	-7,3	-0,2	-4,5	-4,8
2. kv. 10	0,6	0,9	0,0	4,7
3. kv. 10	1,1	-0,1	-0,3	4,6
4. kv. 10	8,4	10,1	0,0	0,1
1. kv. 11	-2,7	3,0	4,4	-5,7
2. kv. 11	-8,5	0,9	0,0	-4,4
3. kv. 11	-20,7	-1,9	-23,3	0,3
4. kv. 11	-4,2	-10,3	-6,0	-22,3

Anm.: Et negativt (positivt) tal viser, at kreditpolitikken er strammet (lempet), så det er blevet sværere (lettere) at opnå lån. Nettotallet er institutternes vurdering af ændringerne fra kvartal til kvartal, og det angiver derfor ikke udviklingen i absolutte niveauer. For en mere detaljeret gennemgang se Carina Moselund Jensen og Tania Al-Zagheer Sass, Nationalbankens udlånsundersøgelse - Ny statistik over ændringer i penge- og realkreditinstitutternes kreditpolitik, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2009.

UDVALGTE POSTER FRA INVESTERINGSFORENINGERNES BALANCE

Tabel 12

Ultimo		Balance- sum	Aktiver		Passiver			
			Værdipapir- beholdning		Medlemmernes formue fordelt på sektor			
			Obligati- oner mv.	Aktier mv.	Hushold- ninger	Forsik- rings- selskaber og pen- sions- kasser	Øvrige	Udland
Mia. kr.								
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		1.287,6	768,8	385,9	299,1	653,1	235,5	25,2
2011		1.426,9	877,9	356,1	300,0	682,5	316,4	25,6
jan 11		1.299,6	778,6	390,9	299,7	653,0	237,9	26,4
feb 11		1.315,5	791,9	397,9	301,2	658,4	243,3	26,7
mar 11		1.290,6	776,6	387,1	299,1	657,6	241,1	26,4
apr 11		1.295,4	775,2	386,7	298,4	662,6	240,4	25,9
maj 11		1.363,0	798,7	391,0	303,1	668,0	295,1	26,2
jun 11		1.348,3	784,4	380,9	301,0	655,2	295,1	26,3
jul 11		1.365,5	809,4	375,7	303,2	660,3	300,4	26,5
aug 11		1.340,2	822,3	333,5	292,4	646,8	295,8	23,8
sep 11		1.335,6	830,8	326,0	286,0	643,2	291,7	23,3
okt 11		1.383,4	836,8	364,3	292,9	660,5	300,5	24,7
nov 11		1.400,8	849,4	375,8	293,7	661,1	318,3	24,8
dec 11		1.426,9	877,9	356,1	300,0	682,5	316,4	25,6
jan 12		1.487,9	895,7	395,4	309,4	704,3	329,9	26,7

INDENLANDSKE VÆRDIPAPIRER FORDELT PÅ EJERS HJEMLAND

Tabel 13

	Obligationer mv.						Aktier	
	I alt		Heraf:					
			Statspapirer		Realkredit-obligationer			
	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet	Danmark	Udlandet
Ultimo	Kursværdi, mia. kr.							
2007	2.701,2	475,8	301,9	176,2	2.247,1	287,7	996,1	445,4
2008	2.981,3	405,0	363,1	158,5	2.419,4	227,4	529,9	244,4
2009	3.414,8	431,8	394,1	159,8	2.802,7	252,0	641,0	347,5
2010	3.540,3	549,9	473,9	173,1	2.834,9	352,5	784,5	545,5
2011	3.547,9	638,9	515,5	261,4	2.835,6	361,7	646,4	471,9
jan 11	2.776,1	595,4	462,2	190,2	2.089,0	381,1	794,8	543,6
feb 11	2.798,6	577,7	463,7	194,3	2.114,0	360,8	794,5	560,3
mar 11	2.948,8	562,5	450,5	195,2	2.279,9	346,5	774,2	553,6
apr 11	2.795,1	575,1	463,3	199,4	2.117,2	352,4	783,1	554,1
maj 11	2.815,7	582,0	477,6	197,6	2.125,2	364,3	767,7	538,7
jun 11	2.815,1	602,4	475,3	201,7	2.130,5	382,6	717,6	513,0
jul 11	2.828,4	598,8	493,0	209,9	2.132,3	371,4	699,5	503,5
aug 11	2.876,6	627,8	500,7	232,6	2.173,9	377,1	612,0	431,2
sep 11	3.035,9	642,6	511,3	256,9	2.324,3	366,1	593,8	425,1
okt 11	2.925,8	643,5	513,3	264,9	2.214,2	360,0	588,2	438,7
nov 11	3.109,9	657,8	497,5	262,3	2.416,8	378,7	640,8	454,7
dec 11	3.547,9	638,9	515,5	261,4	2.835,6	361,7	646,4	471,9
jan 12	2.951,1	652,0	517,6	255,8	2.242,4	380,7	703,1	489,6

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

HUSHOLDNINGERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER

Tabel 14

	Aktiver					Passiver		
	Kontan- ter og bankind- skud mv.	Obligati- oner mv.	Aktier og andele i investe- ringsfor- eninger mv.	Opspa- ring i livsforsik- rings- og pensions- ordninger mv.	I alt	Lån mv.	Finansiel netto- formue	I alt
Ultimo	Mia. kr.							
2006	839	181	1.563	1.681	4.263	2.095	2.168	4.263
2007	902	188	1.453	1.722	4.264	2.273	1.991	4.264
2008	905	173	794	1.786	3.659	2.418	1.241	3.659
2009	936	165	1.032	1.924	4.057	2.541	1.515	4.056
2010	967	148	1.239	2.129	4.483	2.655	1.828	4.483
3. kv. 10	941	156	1.152	2.172	4.421	2.605	1.816	4.421
4. kv. 10	967	148	1.239	2.129	4.483	2.655	1.828	4.483
1. kv. 11	936	149	1.202	2.115	4.401	2.621	1.781	4.402
2. kv. 11	934	142	1.199	2.148	4.424	2.648	1.776	4.424
3. kv. 11	911	143	1.039	2.220	4.312	2.642	1.670	4.312

VIRKSOMHEDERNES FINANSIELLE AKTIVER OG PASSIVER

Tabel 15

	Aktiver				Passiver				
	Kontanter, bankindskud og afgivne kreditter mv.	Obligationer mv.	Aktier og andele i investeringsfor- retninger mv.	I alt	Forpligtelser			Finansiell nettoformue	I alt
					Lån mv.	Udstedte obligationer mv.	Udstedte aktier mv.		
Ultimo	Mia. kr.								
2006	837	148	3.083	4.068	1.584	139	4.429	-2.085	4.068
2007	911	134	2.923	3.968	1.732	118	4.284	-2.166	3.968
2008	1.048	106	1.788	2.943	1.936	108	2.518	-1.619	2.943
2009	1.047	107	2.225	3.380	1.896	136	3.062	-1.714	3.380
2010	1.106	124	2.639	3.868	1.915	143	3.708	-1.899	3.868
3. kv. 10	1.075	110	2.463	3.647	1.951	132	3.413	-1.849	3.648
4. kv. 10	1.106	124	2.639	3.868	1.915	143	3.708	-1.899	3.868
1. kv. 11	1.079	131	2.543	3.753	1.817	158	3.604	-1.826	3.753
2. kv. 11	1.049	123	2.548	3.721	1.845	150	3.525	-1.799	3.721
3. kv. 11	1.068	118	2.270	3.455	1.825	154	3.035	-1.559	3.455

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.					
2007	2,1	40,3	42,5	9,7	-29,2	23,0
2008	4,2	52,1	56,3	23,0	-28,7	50,5
2009	41,8	24,0	65,8	17,8	-28,9	54,6
2010	48,5	48,1	96,6	32,6	-32,4	96,9
2011	51,7	46,1	97,8	50,1	-32,2	115,8
feb 10 - jan 11	52,5	50,4	102,9	35,1	-32,3	105,7
feb 11 - jan 12	49,1	45,8	94,9	49,7	-32,1	112,6
jan 11	4,7	3,4	8,0	5,0	-4,0	9,0
feb 11	4,3	3,3	7,6	3,7	-3,7	7,7
mar 11	7,1	2,9	10,0	1,0	-3,2	7,8
apr 11	4,7	4,5	9,2	2,7	-2,0	9,8
maj 11	3,4	2,4	5,8	6,4	-2,0	10,1
jun 11	4,1	3,8	7,9	5,4	-2,1	11,3
jul 11	4,1	2,8	6,8	5,4	-2,5	9,7
aug 11	5,0	4,8	9,8	4,8	-2,6	12,1
sep 11	4,0	5,2	9,1	5,0	-2,7	11,5
okt 11	3,5	4,2	7,7	3,2	-2,6	8,3
nov 11	5,4	4,5	9,8	3,6	-2,6	10,7
dec 11	1,6	4,4	6,0	3,9	-2,2	7,7
jan 12	2,1	3,1	5,2	4,6	-3,9	5,9

BETALINGSBALANCENS FINANSIELLE POSTER (NETTO FRA UDLANDET)

Tabel 17

	Forderings- erhverv- else, netto ¹	Kapitalimport				Andet ³	National- bankens transakti- oner med udlandet ⁴
		Direkte investeringer		Porteføl- jeinveste- ringer ²	Anden kapital- import		
		Danske i udlandet	Uden- landske i Danmark				
2007	23,3	-112,3	64,3	-32,0	56,5	-1,0	-1,2
2008	50,9	-67,6	9,3	52,7	-49,5	-67,1	-71,4
2009	54,4	-33,9	21,1	69,7	193,3	-16,6	288,0
2010	97,4	-19,5	-41,6	-16,0	93,8	-87,6	26,5
2011	120,0	-126,9	79,2	11,8	-47,2	16,1	56,1
feb 10 - jan 11	106,3	-21,2	-54,2	14,0	15,8	-53,2	7,7
feb 11 - jan 12	116,9	-125,7	83,1	-45,8	17,6	11,9	54,8
jan 11	9,1	-10,0	-7,1	16,4	-24,8	17,5	1,2
feb 11	7,7	-11,4	-1,4	9,1	-10,5	23,6	17,2
mar 11	7,9	-3,9	4,5	3,4	0,3	-3,9	8,5
apr 11	9,9	-13,9	3,2	31,3	-2,8	-25,8	2,0
maj 11	10,2	-11,3	42,3	8,3	-48,6	1,4	2,5
jun 11	11,3	-21,1	2,5	13,7	15,8	-18,5	4,1
jul 11	13,4	-8,5	-3,4	-34,1	28,0	4,0	-0,4
aug 11	12,1	2,3	4,2	37,3	-17,4	-19,0	19,8
sep 11	11,5	-37,0	31,8	33,7	-41,7	14,2	12,8
okt 11	8,4	-4,5	7,7	-19,6	28,3	-20,4	-0,3
nov 11	10,8	-11,0	2,1	-59,9	2,5	32,2	-23,4
dec 11	7,8	3,6	-7,3	-27,8	23,7	10,7	12,1
jan 12	5,9	-8,8	-3,2	-41,2	40,0	13,2	0,0

¹ Omfatter løbende poster i alt og kapitaloverførsler mv.² Kan afvige fra totalen i Tabel 18, da porteføljeinvesteringer offentliggøres 1-2 uger tidligere end betalingsbalancens samlede finansielle poster.³ Omfatter fejl og udeladelser.⁴ Omfatter transaktioner i *alle* Nationalbankens udenlandske mellemværender og ikke alene ændring i de mellemværender, der indgår i valutareserven. Sidstnævnte offentliggøres ved pressemeddelelse 2. bankdag i måneden og fremgår af tabel 2.

BETALINGSBALANCENS PORTEFØLJEINVESTERINGER (NETTO FRA UDLANDET)

Tabel 18

		Danske værdipapirer			Udenlandske værdipapirer		I alt ¹
		Obligationer i kroner	Obligationer i valuta	Aktier	Obligationer	Aktier	
2007		26,2	73,4	15,0	-96,4	-50,1	-32,0
2008		-59,8	142,1	11,3	-91,0	50,1	52,7
2009		-4,3	162,3	38,0	-82,5	-43,8	69,7
2010		68,0	-39,5	40,1	-60,4	-24,1	-16,0
2011		65,9	-72,9	-12,4	36,7	-5,4	11,8
jan 11		34,1	7,6	-1,3	-13,2	-10,7	16,4
feb 11		-11,3	37,3	-2,6	-11,7	-2,6	9,1
mar 11		5,0	0,6	-1,5	5,3	-6,1	3,4
apr 11		2,1	14,2	8,6	10,7	-4,3	31,3
maj 11		5,0	11,5	-15,4	7,9	-0,8	8,3
jun 11		14,0	-39,3	0,5	31,5	7,0	13,7
jul 11		-1,7	-24,6	0,4	-2,5	-5,7	-34,1
aug 11		24,0	-10,2	-5,4	21,1	7,9	37,3
sep 11		4,4	-11,7	0,1	36,9	4,0	33,7
okt 11		8,4	-12,7	-1,2	-6,8	-7,2	-19,6
nov 11		1,3	-31,0	1,8	-37,9	5,8	-59,9
dec 11		-19,4	-14,6	3,5	-4,7	7,4	-27,8
jan 12		5,0	2,6	0,5	-36,2	-13,2	-41,2

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

	Direkte investeringer		Portefølje-investeringer		Finansielle derivater, netto	Andre investeringer			Danmarks Nationalbank	I alt
	Egenkapital	Koncernlån	Aktier mv.	Obligationer mv.		Handelskreditter	Lån og indskud	Andre		
Ultimo	Mia. kr.									
Aktiver										
2006	579	260	746	678	47	41	823	30	178	3.383
2007	650	288	794	733	0	47	1.035	32	176	3.755
2008	650	380	449	784	83	45	1.101	37	226	3.754
2009	730	376	612	926	21	38	927	32	400	4.061
2010	834	401	735	1.031	39	45	990	33	432	4.539
3. kv. 10	808	424	657	1.023	86	45	1.067	34	474	4.619
4. kv. 10	834	401	735	1.031	39	45	990	33	432	4.539
1. kv. 11	833	401	739	1.020	11	47	961	33	454	4.500
2. kv. 11	857	438	729	979	23	50	913	32	459	4.480
3. kv. 11	895	458	661	952	109	47	955	32	497	4.607
Passiver										
2006	482	270	356	1.066	•	32	1.142	35	4	3.386
2007	543	277	422	1.123	•	36	1.409	38	5	3.853
2008	511	292	241	1.198	•	41	1.398	40	121	3.843
2009	497	303	348	1.362	•	34	1.402	38	5	3.988
2010	489	289	520	1.433	•	40	1.538	41	5	4.355
3. kv. 10	506	304	454	1.376	•	38	1.664	42	37	4.421
4. kv. 10	489	289	520	1.433	•	40	1.538	41	5	4.355
1. kv. 11	484	278	535	1.458	•	39	1.466	41	3	4.304
2. kv. 11	495	299	489	1.484	•	41	1.367	42	2	4.218
3. kv. 11	533	296	403	1.493	•	39	1.385	43	3	4.195
Nettoaktiver										
2006	98	-11	390	-387	47	10	-319	-5	174	-3
2007	108	11	372	-390	0	11	-375	-6	171	-98
2008	139	87	208	-415	83	4	-297	-3	105	-89
2009	233	73	264	-436	21	3	-475	-6	395	73
2010	344	111	215	-403	39	4	-548	-8	428	184
3. kv. 10	302	120	204	-353	86	8	-597	-8	437	198
4. kv. 10	344	111	215	-403	39	4	-548	-8	428	184
1. kv. 11	349	123	204	-438	11	9	-505	-9	452	196
2. kv. 11	363	139	240	-505	23	9	-453	-10	457	262
3. kv. 11	362	163	258	-541	109	8	-429	-11	494	412

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

NATIONALREGNSKABETS FORSYNINGSBALANCE

Tabel 20

	Brutto- national- produkt	Indenlandsk efterspørgsel					Eksport af varer og tjenester	Import af varer og tjenester
		Privat konsum	Offent- ligt konsum	Faste brutto- investe- ringer	Lager- for- øgelser	I alt		
Mia. kr.								
2007	1.695,3	820,4	440,0	371,4	24,8	1.656,5	885,2	846,5
2008	1.753,2	840,0	465,4	371,7	20,4	1.697,5	959,6	904,0
2009	1.667,8	814,9	497,0	313,5	-20,1	1.605,2	793,7	731,1
2010	1.754,6	850,9	510,2	305,1	-4,0	1.662,3	883,0	790,7
2011	1.789,1	869,9	512,4	309,9	0,4	1.692,5	961,9	865,4
4. kv. 10	453,7	222,5	130,2	80,7	-2,8	430,6	230,3	207,2
1. kv. 11	434,9	212,2	126,3	69,4	1,6	409,4	234,0	208,5
2. kv. 11	450,9	216,9	129,5	79,5	2,5	428,4	239,0	216,4
3. kv. 11	444,0	212,8	126,9	78,4	0,9	418,9	244,5	219,4
4. kv. 11	459,2	228,1	129,8	82,5	-4,5	435,8	244,4	221,0
Realvækst i forhold til året før, pct.								
2007	1,6	3,0	1,3	0,4	...	2,3	2,8	4,3
2008	-0,8	-0,3	1,9	-4,1	...	-0,9	3,3	3,3
2009	-5,8	-4,2	2,5	-13,4	...	-6,7	-9,8	-11,6
2010	1,3	1,9	0,3	-3,7	...	1,3	3,2	3,5
2011	1,0	-0,2	-0,7	0,3	...	-0,1	7,0	5,3
4. kv. 10	2,2	2,1	-0,7	3,3	...	2,2	6,9	7,2
1. kv. 11	1,9	-0,6	-0,7	0,0	...	0,4	10,6	8,5
2. kv. 11	1,7	0,2	0,1	0,0	...	-0,2	8,0	4,5
3. kv. 11	0,1	-0,6	-1,1	0,4	...	0,0	5,4	6,2
4. kv. 11	0,6	0,0	-1,1	0,8	...	-0,6	4,5	2,3
Realvækst i forhold til sidste kvartal (sæsonkorregeret), pct.								
4. kv. 10	-0,5	-0,4	-0,3	-1,2	...	-0,2	1,3	2,4
1. kv. 11	0,4	-0,2	-0,5	-4,6	...	-1,0	4,1	1,1
2. kv. 11	0,2	-0,3	1,1	4,9	...	1,0	-0,5	1,5
3. kv. 11	-0,1	-0,4	-1,4	0,9	...	-0,2	0,4	1,0
4. kv. 11	0,2	1,3	-0,2	-0,6	...	-0,2	0,4	-1,3

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

Tabel 21

	HICP							Nettoprisindeks ¹		
	Total	Delkomponenter:								
		Energi	Fødevarer	Kerneinflation ²	Administrerede priser		HICP ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser ³	Nettoprisindeks ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser ³	Fordelt på ⁴ :	
					Husleje	Offentlige ydelser			Import input ⁵	IMI ⁶
	Vægtfordeling i pct.									
100	11,4	18,1	70,5	8,2	4,1	58,2	53,1	14,7	38,4	
Vækst i forhold til året før, pct.										
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
2011	2,7	8,9	4,0	1,4	3,0	2,4	1,1	0,9	4,8	-0,9
1. kv. 09	1,7	-4,6	3,2	2,2	2,7	4,2	2,0	2,3	-1,9	4,4
2. kv. 09	1,1	-5,5	0,7	2,2	3,1	5,0	1,9	2,1	-4,2	5,2
3. kv. 09	0,6	-5,9	-0,5	2,0	3,5	5,1	1,6	1,9	-6,0	6,0
4. kv. 09	0,9	0,3	-1,5	1,6	2,9	4,9	1,2	1,6	-5,0	4,9
1. kv. 10	1,9	8,9	0,0	1,4	2,9	3,7	1,0	1,2	-1,3	2,3
2. kv. 10	2,0	10,1	0,8	1,1	2,8	3,9	0,7	0,7	1,0	0,6
3. kv. 10	2,3	8,8	3,2	1,1	2,5	4,0	0,8	0,9	3,2	-0,2
4. kv. 10	2,5	9,1	4,5	1,1	2,9	4,0	0,7	0,8	3,8	-0,6
1. kv. 11	2,6	9,3	3,4	1,4	2,9	3,7	1,0	0,8	5,4	-1,3
2. kv. 11	2,9	9,0	4,9	1,5	2,8	2,0	1,3	1,3	6,0	-0,9
3. kv. 11	2,6	9,3	3,3	1,4	3,2	1,9	1,1	0,9	4,2	-0,7
4. kv. 11	2,5	8,2	4,4	1,2	3,0	2,1	0,9	0,6	3,5	-0,7

Anm.: Vægtfordelingen afspejler vægtgrundlaget januar 2012.

¹ Nettoprisindekset er renset for moms, afgifter og pristilskud.² Kerneinflationen er afgrænset som stigningen i HICP ekskl. energi og fødevarer.³ Varer og tjenester ekskl. energi, fødevarer og administrerede priser udgør 60,9 pct. af HICP's vægtgrundlag og 53,2 pct. af nettoprisindekset. Forskellen afspejler, at de samme varer og tjenester fylder forskelligt i de to indeks, og er ikke et udtryk for afgiftsindholdet i forbrugerpriserne.⁴ Opsplitningen af nettoprisindekset på import og IMI er baseret på Danmarks Statistiks input-output tabel.⁵ Import input omfatter et input af indirekte energiindhold.⁶ IMI udtrykker den indenlandske markedsbestemte inflation. For en detaljeret gennemgang af IMI, se Bo William Hansen og Dan Knudsen, Indenlandsk markedsbestemt inflation, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2005.

UDVALGTE MÅNEDLIGE ØKONOMISKE INDIKATORER

Tabel 22

	Arbejdsløshed		Mængdeindeks		Tvangs- auktioner	Nyregi- strer- inger af person- biler	For- bruger- tillids- indika- tor	Sammensat konjunktur- indikator for		
	Pct. af arbejds- styrken							Industri	Bygge- og anlægs- virk- somhed	Service ³
	Brutto ¹	Netto	Industri ² 2005=100	Detail- handel 2005=100						
2007	3,7	2,8	107,0	104,9	1.392	162.480	7,5	5	9	20
2008	2,7	1,9	106,7	101,7	2.840	150.664	-7,7	-7	-16	3
2009	4,9	3,6	88,2	97,0	4.140	112.248	-5,0	-17	-44	-13
2010	6,2	4,3	90,6	96,7	5.222	153.613	1,8	3	-35	4
2011	6,1	4,1	94,8	95,3	5.025	169.793	-1,9	4	-20	...
Sæsonkorrigeret										
feb 11	6,1	4,1	90,6	96,0	422	13.951	-0,2	4	-21	10
mar 11	6,1	4,1	92,6	96,0	386	14.588	1,6	1	-16	7
apr 11	6,0	4,0	95,5	96,6	399	13.724	-0,1	9	-20	13
maj 11	6,1	4,1	98,4	95,3	396	14.790	0,7	12	-16	7
jun 11	6,1	4,1	94,6	94,9	353	13.959	3,0	4	-20	10
jul 11	6,2	4,1	97,9	94,1	390	14.101	-1,6	6	-18	9
aug 11	6,2	4,2	94,1	94,6	413	13.717	-2,9	4	-20	0
sep 11	6,1	4,1	94,8	94,6	444	13.604	-4,1	0	-16	-3
okt 11	6,1	4,1	94,5	94,7	424	13.259	-5,8	0	-17	-9
nov 11	6,1	4,1	95,4	94,4	467	14.610	-8,3	1	-19	-5
dec 11	6,1	4,0	95,9	94,3	471	14.851	-6,8	5	-23	-1
jan 12	6,0	4,0	97,6	94,7	408	14.200	-7,8	6	-22	0
feb 12	...	...	...	...	477	...	-4,7	9	-24	-2

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			
2007	2.903	2.061	151,4	152,1	138,0	104,8
2008	2.952	2.114	158,1	158,5	142,6	100,1
2009	2.856	2.006	162,9	163,2	145,2	88,1
2010	2.793	1.932	166,6	167,4	149,1	90,5
2011	2.776	1.928	169,6	171,3	152,7	...
Sæsonkorrigeret						
4. kv. 10	2.787	1.931	167,7	168,9	150,1	90,9
1. kv. 11	2.781	1.928	168,6	170,1	151,3	89,3
2. kv. 11	2.781	1.931	169,1	170,8	152,2	90,1
3. kv. 11	2.769	1.925	169,8	171,9	153,1	86,8
4. kv. 11	2.771	1.929	170,9	173,1	154,1	...
Vækst i forhold til året før, pct.						
2007	2,8	4,1	3,8	4,0	3,0	4,6
2008	1,7	2,6	4,4	4,2	3,3	-4,5
2009	-3,3	-5,1	3,0	2,9	1,9	-12,0
2010	-2,2	-3,7	2,3	2,6	2,7	2,8
2011	-0,6	-0,2	1,8	2,3	2,4	...
4. kv. 10	-0,7	-1,0	2,2	2,4	2,4	2,9
1. kv. 11	-0,4	-0,2	1,8	2,3	1,9	0,6
2. kv. 11	-0,6	-0,2	1,9	2,2	2,4	-1,0
3. kv. 11	-0,9	-0,4	1,7	2,3	2,5	-4,9
4. kv. 11	-0,6	-0,1	1,9	2,5	2,7	...

VALUTAKURSER

Tabel 24

		EUR	USD	GBP	SEK	NOK	CHF	JPY
		Kroner pr. 100 enheder						
		Gennemsnit						
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
2011	.....	745,05	536,22	859,05	82,52	95,61	605,74	6,7378
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
sep	11	744,62	540,93	854,23	81,53	96,42	620,73	7,0446
okt	11	744,42	543,31	855,34	81,68	96,09	605,47	7,0880
nov	11	744,12	549,01	867,90	81,43	95,56	604,63	7,0872
dec	11	743,41	564,20	880,88	82,44	95,99	605,63	7,2509
jan	12	743,53	576,24	893,58	84,02	96,88	614,10	7,4870
feb	12	743,41	562,22	888,28	84,29	98,44	615,89	7,1696

EFFEKTIV KRONEKURS

Tabel 25

	Nominel effektiv kronekurs	Forbrugerpriser		Real effektiv kronekurs baseret på forbrugerpriser	Real effektiv kronekurs baseret på timelønninger	Forbrugerpriser i euroområdet
		Danmark	Udlandet			
Gennemsnit	1980=100					2005=100
2007	103,2	250,5	238,7	108,3	113,1	104,4
2008	105,8	259,0	246,9	111,1	117,1	107,8
2009	107,8	262,4	247,3	114,9	121,0	108,1
2010	104,0	268,4	251,6	111,6	116,8	109,8
2011	103,6	275,8	258,5	111,1	116,1	112,8
feb 11	102,9	273,9	255,6	110,7	...	111,0
mar 11	103,8	275,4	257,3	111,4	115,5	112,5
apr 11	104,7	276,5	258,4	112,1	...	113,1
maj 11	104,3	276,9	258,8	111,8	...	113,1
jun 11	104,5	276,3	258,6	111,8	116,7	113,1
jul 11	104,1	276,0	258,7	111,3	...	112,4
aug 11	104,2	276,0	259,1	111,3	...	112,6
sep 11	103,4	276,9	259,8	111,0	116,3	113,5
okt 11	103,5	277,4	260,1	111,1	...	113,9
nov 11	103,3	277,1	260,2	110,9	...	114,0
dec 11	102,4	277,1	260,9	109,9	116,0	114,4
jan 12	101,4	278,0	260,6	109,4	...	113,4
feb 12	101,7	...	...	...	...	...

Ændring i forhold til året før, pct.

2007	1,6	1,7	2,3	0,9	2,5	2,2
2008	2,5	3,4	3,4	2,6	3,5	3,3
2009	1,9	1,3	0,2	3,4	3,3	0,3
2010	-3,6	2,3	1,7	-2,8	-3,4	1,6
2011	-0,3	2,8	2,7	-0,5	-0,6	2,7
feb 11	-2,7	2,7	2,5	-2,4	...	2,4
mar 11	-1,6	2,7	2,6	-1,7	-2,5	2,7
apr 11	-0,1	2,9	2,8	-0,3	...	2,8
maj 11	1,0	3,1	2,8	0,5	...	2,7
jun 11	2,2	3,0	2,8	1,5	0,1	2,7
jul 11	1,1	2,9	2,9	0,6	...	2,5
aug 11	1,4	2,6	2,9	0,6	...	2,5
sep 11	0,6	2,5	3,0	0,1	0,4	3,0
okt 11	-0,9	2,8	2,9	-0,6	...	3,0
nov 11	-0,5	2,6	2,8	-0,4	...	3,0
dec 11	-0,3	2,5	2,5	0,1	-0,4	2,7
jan 12	-1,1	2,8	2,5	-0,3	...	2,6
feb 12	-1,1	...	...	...	...	...

Anm.: Indekset for den nominelle effektive kronekurs er en geometrisk sammenvejning af udviklingen i 27 af Danmarks vigtigste handelspartners valutaer over for den danske krone. I beregningen af forbrugerpriser i udlandet samt den reale effektive kronekurs baseret på henholdsvis forbrugerpriser og timelønninger indgår dog kun 25 lande. 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.